

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

**O ESTADO ENQUANTO ACIONISTA: A ATUAÇÃO DA BNDESPAR
NO CAPITALISMO BRASILEIRO CONTEMPORÂNEO.**

Wellington Afonso Desidério

Dissertação apresentada ao Programa
de Pós-Graduação em Engenharia de
Produção para a obtenção do título de
Mestre em Engenharia de Produção.

**Orientador: Prof. Dr. Roberto Grün
Co-orientador: Prof. Dr. Martin Mundo Neto**

**SÃO CARLOS
2013**

**Ficha catalográfica elaborada pelo DePT da
Biblioteca Comunitária da UFSCar**

D457ea Desidério, Wellington Afonso.
O estado enquanto acionista : a atuação da BNDESPAR
no capitalismo brasileiro contemporâneo / Wellington Afonso
Desidério. -- São Carlos : UFSCar, 2013.
106 f.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal de São
Carlos, 2013.

1. Sociologia econômica. 2. Estado. 3. Mercado
financeiro. 4. Capital de risco. 5. Bancos. I. Título.


CDD: 306.3 (20ª)



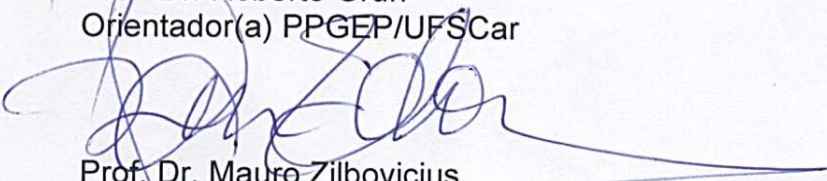
FOLHA DE APROVAÇÃO

Aluno(a): Wellington Afonso Desiderio


DISSERTAÇÃO DE MESTRADO DEFENDIDA E APROVADA EM 21/03/2013 PELA
COMISSÃO JULGADORA:



Prof. Dr. Roberto Grun
Orientador(a) PPGE/UFSCar



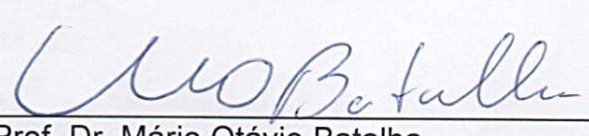
Prof. Dr. Mauro Zilbovicius
POLI/USP



Prof. Dr. Martin Mundo Neto
FATEC



Profª Drª Maria Aparecida Chaves Jardim
FCLAR/UNESP



Prof. Dr. Mário Otávio Batalha
Coordenador do PPGE/EP

Dedico este trabalho
aos meus familiares que sempre
me apoiaram nessa caminhada,
principalmente meus pais Valdemar e Cleide.

AGRADECIMENTOS

Ao Deus supremo criador que através do poder descomunal da sua misericórdia alastrou sobre mim um amor insigne e operou obras impossíveis ao delinear os trilhos dessa conquista que tanto sonhei.

Ao Prof. Roberto Grün por ter acatado o desafio de me orientar nessa pesquisa e também por ter me fornecido grandes ensinamentos e experiências durante esses anos.

Ao Prof. Martin Mundo Neto, que desde os tempos da graduação já me inspirava através de suas aulas instigantes e, além disso, ofereceu-me todo o suporte necessário para eu seguir o caminho acadêmico, apoiando-me sempre nos momentos decisivos.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior pela concessão da bolsa de mestrado.

Aos professores Mauro Zilbovicius e Maria Jardim que aceitaram o convite para participarem da banca e contribuíram ricamente com esse trabalho.

Aos integrantes do Núcleo de Estudos em Sociologia Econômica e das Finanças (NESEFI). Em especial aos amigos Malu, Celene, Márcio, Patrícia, Thais e Felipe, que também contribuíram de maneira significativa para o desenvolvimento desse trabalho.

Aos secretários do departamento, Robson, Raquel e Karina, por me ajudarem nas informações relacionadas aos procedimentos formais exigidos pelo programa de mestrado, sempre com muita atenção e simpatia.

Aos membros e amigos da “Igreja Evangélica Pentecostal Árvore da Vida”, em especial aos Pastores Antônio Carlos, Marta e Sebastiana, e também aos amigos e músicos, Felipe, Bruno Araújo, Mayra, David, Bruno Silva, Paulinho, Kátia, Fernando, Wesley, Bruna, Saulo, Diego, Bruna Silva e Patrick, por sempre me trazerem momentos de amor, alegria e paz.

Por fim, agradeço, de maneira mais do que especial, aos meus pais, Valdemar e Cleide, por fornecerem toda estrutura necessária para o meu desenvolvimento acadêmico e, mais importante, por acreditarem que eu poderia alcançar os meus sonhos. Aos meus irmãos, Fernando e Elaine, por sempre me ajudarem nos momentos que foram necessários, principalmente auxiliando no meu crescimento como pessoa. Aos meus cunhados, Wagner e Silvânia, que sempre me incentivaram como verdadeiros irmãos, fornecendo-me um apoio incondicional. A minha sobrinha Fernanda, que através da sua simpatia e carinho sempre me trouxe energias positivas. E ao meu sobrinho Matheus, que foi capaz de fazer meu coração transbordar de emoção e alegria através do seu nascimento, no dia 21/09/2012, gerando-me uma motivação extra para encarar a etapa final do mestrado.

RESUMO

Nas últimas duas décadas aconteceram mudanças na dinâmica organizacional brasileira, pois os princípios de capitalismo financeiro passaram a vigorar na economia nacional. O ponto de partida dessas mudanças foram os movimentos de fusões e aquisições ocorridos na década de 1990. Através deles as empresas internacionais chegaram ao Brasil e trouxeram consigo os princípios financeiros que dominavam na economia internacional. Dentre esses princípios, destaca-se a Governança Corporativa e a Indústria de Capital de Risco (*venture capital* e *private equity*).

Nesse novo cenário brasileiro um ator de extrema relevância é o Estado, ele atua diretamente nos mercados financeiros através da BNDESPAR, subsidiária do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES). Essa atuação ocorre por meio da indústria de capital de risco (*venture capital* e *private equity*) e por meio de participação acionária em empresas com capital aberto, e seu objetivo é fomentar o desenvolvimento das empresas nacionais.

Os dados empíricos desse trabalho indicam que a BNDESPAR consegue atuar nas empresas brasileiras por meio da Indústria de Capital de Risco devido a Governança Corporativa, essa ferramenta viabiliza o monitoramento da subsidiária do BNDES nas corporações que ela possui participação. Dessa forma, a Governança Corporativa por ser uma ferramenta que atende aos interesses do Estado, é difundida através da BNDESPAR nas empresas brasileiras.

Para a BNDESPAR, fomentar a empresa no segmento de capital de risco envolve elevá-la a abrir capital em bolsa de valores. Já por meio do segmento de participação em empresas de capital aberto envolve instituir os principais índices de Governança Corporativa nas empresas investidas.

Também se verificou os atores responsáveis pela atuação da BNDESPAR. Os dados indicam que esses atores possuem principalmente experiência política e experiência em finanças. Analisaram-se também os atores que ocuparam os cargos de elite no BNDES nos últimos 10 anos, percebeu-se, principalmente, que esses atores, depois que passaram pelo banco estatal, fundaram fundos de *private equity* ou estão atuando como CEO em conselhos de administração de empresas.

Palavras-chave: BNDESPAR; Estado; Mercado financeiro; Capital de Risco; Participação Acionária.

ABSTRACT

In the last two decades there has been a lot of changes in organizational dynamics in Brazil, because the principles of financial capitalism went into effect on the national economy. The starting point of these changes were the mergers and acquisitions that occurred in the 1990s. Through these ones, international companies came to Brazil and brought with them financial principles that dominated the international economy. Among these principles, the Corporate Governance and Industry Venture Capital (venture capital and private equity) are outstanding.

In this new Brazilian scenario an actor of extreme relevance is the State; it acts directly on financial markets through BNDESPAR, which is a subsidiary of the National Development Bank (BNDES). This action occurs through industry venture capital (venture capital and private equity), and its goal is to promote the development of domestic enterprises.

The empirical data of this study indicate that BNDESPAR can act in Brazilian companies through venture capital industry due to corporate governance, this tool enables the monitoring of BNDES subsidiary in corporations which it owns. Thus, the Corporate Governance being a tool that attends to the interests of the State, it is disseminated via BNDESPAR in Brazilian companies.

For BNDESPAR, promoting the company in the segment of venture capital involves raising it to go public on the stock exchange. On the other hand, through the private equity segment, it involves establishing the main indices of corporate governance in the investee companies.

It also verified the performance of the actors responsible by BNDESPAR. The data indicate that these actors have primarily political experience and expertise in finance. We analyzed also the actors who occupied the positions of elite at BNDES in the last 10 years, it was mainly realized that these actors, in fact, after they have passed through the state bank, they are founded private equity funds or they are acting as CEO on boards of companies.

Keywords: BNDESPAR; State; Financial Markets, Venture Capital, Shareholding.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estágios da atuação da BNDESPAR nas empresas de <i>venture capital</i>	52
Figura 2 - Hierarquia organizacional da empresa ALTUS	61
Figura 3- Níveis e quantidades de índices de governança corporativa das empresas investidas pela BNDESPAR	75
Figura 4 - Experiência dos atores que ocupam "cargos de elite" no BNDES e na BNDESPAR .	84
Figura 5 - Experiências presentes nos conselhos de administração que contam com representantes do BNDESPAR.....	85
Figura 6 - Quantidade de conselheiros presentes em mais de um conselho de administração	87

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatuto de criação do BNDES	13
Tabela 2 - Atuação do BNDES no mercado de capitais	16

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Instituições de mercado para Neil Fligstein	25
Quadro 2 - Fatores que alavancaram o <i>venture capital</i> nos EUA	43
Quadro 3 - Empresas investidas durante o plano CONTEC (1991/1996).....	45
Quadro 4 - Listas das empresas investidas na vertente <i>venture capital</i> em 2011.....	51
Quadro 5 - A empresa ALTUS.....	61
Quadro 6 - Diferenças entre os dois períodos que a ALTUS recebeu participação da BNDESPAR	64
Quadro 7 - Empresas investidas pela BNDESPAR na vertente <i>private equity</i>	67
Quadro 8 - Diferenças entre os segmentos que caracterizam a governança corporativa na BOVESPA.....	74
Quadro 9 - Segmentos que representam os níveis de governança corporativa e os certificados disponíveis para empresas listadas na Bovespa.....	75
Quadro 10 - Espaços que diretores (1995/2005) ocuparam depois que deixaram o BNDES	89

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Porcentagem de participação acionária da BNDESPAR em empresas de <i>venture capital</i>.....	52
Gráfico 2 - Lucros do BNDES.....	56
Gráfico 3- Porcentagem em participação acionária da BNDESPAR nas empresas de <i>private equity</i>.....	68

LISTA DE ABREVIATURAS

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ADTEN	Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional
BNDES	Banco Nacional do desenvolvimento
BNDESPAR	BNDES Participações
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BR FOODS	Brasil <i>Foods</i>
CA	Conselho de Administração
CRP	Companhia Riograndense de Participações
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DE	Diretoria Executiva
EMBramec	Mecânica Brasileira SA
EUA	Estados Unidos da America
FIBASE	Insumos Básicos Financiamentos e Participações
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FGV	Fundação Getúlio Vargas
GC	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBRASA	Investimentos Brasileiros SA
MARE	Ministério da Administração da Reforma do Estado
PE	<i>Private Equity</i>
VC	<i>Venture Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Apresentação do BNDES e de suas subsidiárias	12
1.2 Atuação do BNDES no mercado de capitais	15
1.3 Justificativa e problema de pesquisa	16
1.4 Objetivos	18
1.5 Metodologia	19
1.5 Estrutura do trabalho	21
2 O PAPEL DO ESTADO NA CONSTRUÇÃO SOCIAL DOS MERCADOS	22
2.1 A construção social dos mercados e a atuação do Estado	22
2.2 A construção social do mercado financeiro brasileiro	27
3 A ATUAÇÃO DA BNDESPAR POR MEIO DA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE RISCO	40
3.1 <i>Venture capital</i> e <i>Private equity</i> : definições teóricas	40
3.2 Histórico das atividades de <i>Venture Capital</i> : EUA e Brasil	42
3.3 Os fundos de <i>private equity</i> no Brasil e a atuação da BNDESPAR	47
3.4 Os estágios da atuação da BNDESPAR por meio do capital de risco	50
3.4 BNDESPAR como desbravadora do mercado de capitais	56
3.5 O caso ALTUS	60
4 A ATUAÇÃO DA BNDESPAR POR MEIO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA	66
4.1 Participação em ações: BNDES como subscritor de valores mobiliários	66
4.2 Apresentação dos dados	66
4.3 A atuação da BNDESPAR nos movimentos de fusão e falência	69
4.4 A Governança Corporativa nas empresas investidas	72
5 OS ATORES DE ALTO ESCALÃO DO BNDES	81
5.1 “Mãos visíveis” na reprodução do espaço	81
5.2 Atores na gestão da participação acionária da BNDESPAR	83
6 CONCLUSÃO	91
7 BIBLIOGRAFIA	96
ANEXO A	101
ANEXO B	103
ANEXO C	105

1 INTRODUÇÃO

A proposta do presente trabalho é estudar a subsidiária do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES), a *holding* BNDES Participações (BNDESPAR). O BNDES possui como acionista único o Estado brasileiro, logo, a BNDESPAR, trata-se de uma *holding* estatal. A BNDESPAR atua na compra de participação acionária de empresas brasileiras. Esta *holding* foi fundada em 1982 pela fusão de três agências internas do BNDES, a Mecânica Brasileira SA (Embramec), a Insumos Básicos Financiamentos e Participações (Fibase) e a Investimentos Brasileiros SA (Ibrasa). Nesse estudo será analisada a atuação da subsidiária do BNDES frente ao mercado de capitais nos últimos anos, o foco desse trabalho está nas relações entre o Estado e a economia; sobre as formas de regulação e intervenção que estariam em curso no Brasil durante os primeiros anos do século XXI. Nesse texto será argumentado como o Estado, através da BNDESPAR, contribui para a construção do mercado financeiro.

1.1 Apresentação do BNDES e de suas subsidiárias

O BNDES foi criado na década 1950, pelo presidente Getúlio Vargas, através da lei 1.628 de 20 de Junho de 1952. Durante sua história, as preocupações do banco sempre estiveram interligadas notadamente ao fomento da infra-estrutura brasileira e fornecimento de financiamentos a empresas nacionais. Como é possível ver, na próxima tabela, os propósitos do banco eram centrados na idéia de injetar recursos objetivando promover o desenvolvimento na economia brasileira.

I - receber os recursos provenientes da cobrança, pelo Tesouro Nacional, dos adicionais de que trata o art. 3º da Lei nº 1.474, ou outros tributos criados em lei;

II - movimentar créditos obtidos no exterior para o financiamento do programa de reaparelhamento e fomento previsto nas Leis nº 1.474 (art. 3º) e 1.518;

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

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

V - satisfazer, diretamente ou por intermédio de outros órgãos, as obrigações decorrentes do serviço de juros, amortizações e resgate dos encargos assumidos, no país ou no exterior, em virtude da execução de programas de reaparelhamento e fomento, inclusive quanto às obrigações governamentais referidas no artigo 1º desta Lei;

VI - controlar e fiscalizar a aplicação dos recursos, de qualquer procedência, destinados a obras, ser serviços ou investimentos para cujo financiamento, total ou parcial, o Tesouro Nacional a dar a sua garantia ou fornecer os recursos, conforme previsto na Lei nº 1.518, de 24 de dezembro de 1951, e no art. 8º da Lei nº 1.474, de 26 de novembro de 1951:

VII - contratar no exterior, por si ou como agente de governos, entidades autárquicas, sociedades e economia mista e organizações privadas, a abertura de créditos destinados à execução do programa de reaparelhamento e fomento de que tratam esta Lei e as de nº 1.474 (art. 3º) e 1.518, nos termos e condições nelas previstos;

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

Tabela 1 - Estatuto de criação do BNDES

Fonte: BNDES. Disponível em www.bndes.gov.br

Um acontecimento relevante na história do BNDES ocorreu na década de 1970, quando o banco foi declarado uma empresa pública. Através da Lei nº 5662, de 21 de Junho de 1971, 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 a ordem da Lei nº 5662.

Desde 2009 o BNDES é constituído por um sistema que possui três braços: BNDES Finame, BNDESPAR e BNDES *Limited*. Nessa parte será indicada, apenas para fins de esclarecimento, uma simples definição dos braços Finame e *Limited*, pois nesse trabalho as atenções serão destinadas para o braço BNDESPAR.

O primeiro braço, BNDES Finame, propõe-se a fornecer recursos, via financiamento, para operações de compra, venda e exportação de máquinas e equipamentos de produção nacional. As operações dessa agência são realizadas através de agentes

financeiros intermediários, públicos ou privados. De acordo com regulamento¹ do BNDES Finame de 2012 os objetivos desse braço envolvem:

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

O segundo braço, a BNDESPAR, é uma sociedade por ações, constituída como subsidiária integral do BNDES. Essa subsidiária atua comprando participação acionária de empresas nacionais, atualmente seu portfólio é constituído por uma carteira com 149 empresas (BNDES, 2011). O BNDES, na qualidade de Acionista Único, detém plenos poderes para decidir sobre todos os negócios relativos ao objeto social da BNDESPAR e adotar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e ao seu desenvolvimento, cabendo-lhe, privativamente, a deliberação sobre matérias de caráter administrativo e gerencial, como a abertura do capital social da subsidiária, emissão de títulos ou valores mobiliários e a apreciação das demonstrações financeiras da BNDESPAR.

O estatuto² da BNDESPAR aponta que seus objetivos são norteados com o propósito de fomentar o desenvolvimento de empresas brasileiras. Sendo que esse fomento ocorre por meio da indústria de capital de risco. O papel da BNDESPAR seria de participar como acionista nas empresas, sendo que, para isso, ela realizaria investimentos em compras de participação acionária.

Por fim, o terceiro braço é o BNDES *Limited*, que também é uma subsidiária integral do BNDES, constituída no Reino Unido, tem como principal finalidade a aquisição de participações acionárias em outras companhias, por ser uma *investment holding company*.

¹ Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/regulamento_finame.html

² Disponível em www.bndes.gov.br

Inaugurada em novembro de 2009, em Londres, a subsidiária representou a chegada do Banco a um dos principais centros financeiros do mundo, constituindo mais uma etapa da expansão das atividades da instituição para fora do Brasil. Também são objetivos da subsidiária aumentar a visibilidade do Banco junto à comunidade financeira internacional e auxiliar de maneira mais efetiva as empresas brasileiras que estão em processo de internacionalização ou aquelas que buscam oportunidades no mercado internacional.

1.2 Atuação do BNDES no mercado de capitais

Nesse tópico será indicada qual a atuação específica realizada pela BNDESPAR que esse trabalho pretende analisar. Para isso, inicialmente serão apontadas as formas de atuação do BNDES através do mercado de capitais. Em seguida, indicaremos a atividade específica realizada por esse banco nesse espaço a qual essa pesquisa pretende se concentrar.

A atuação do BNDES no mercado de capitais acontece através de quatro produtos, que são indicados na próxima tabela.

BNDES Debêntures Simples

Por meio desse produto o BNDES atua como investidor em ofertas públicas primárias de debêntures simples. As debêntures podem ser convertidas em participação acionária no ato do resgate. Debênture é um título de crédito representativo de empréstimo que uma companhia faz junto a terceiros e que assegura a seus detentores direito contra a emissora, nas condições constantes da escritura de emissão.

BNDES Subscrição de Valores Mobiliários

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

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

Sociedades constituídas de acordo com a legislação brasileira, sob a forma de sociedades anônimas, com sede e administração no Brasil, observado o Estatuto Social da BNDESPAR e o Regulamento Geral de Operações do Sistema BNDES.

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

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

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

ofertas majoritariamente primárias; e participação da BNDESPAR limitada a 15% (quinze por cento) da oferta base, exceção feita às ofertas públicas realizadas no segmento Bovespa Mais de Governança Corporativa da BM&FBovespa.

BNDES Fundos Mútuos Fechados

O produto BNDES Fundos Mútuos Fechados permite a participação do BNDES em fundos de investimentos fechados. Dentre esses fundos, destaca-se o fundo que investe em empresas emergentes. O objetivo desse fundo é estimular o empreendedorismo, o desenvolvimento de empresas inovadoras, as melhores práticas de gestão e governança corporativa e a cultura de capital de risco no País em parceria com outros investidores.

A definição do percentual de participação a ser assumida pelo Sistema BNDES em um fundo de investimento deverá sempre levar em consideração, no momento de sua estruturação, a necessidade do mercado e a existência de outros investidores dispostos a compartilhar os riscos.

Será permitida ainda a constituição de fundos para investir em fundos de investimento em participações e em fundos de investimento em empresas emergentes, denominados fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em participações.

BNDES Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

A atuação do Sistema BNDES, através de fundos de investimento em direitos creditórios³, tem por objetivo: o apoio a empresas pertencentes a cadeias produtivas/fornecedoras apoiadas pelo Sistema BNDES; ou o financiamento a projetos de investimento em capital fixo que se enquadrem nas Políticas Operacionais do Sistema BNDES.

Tabela 2 - Atuação do BNDES no mercado de capitais

Fonte: BNDES. Disponível em www.bndes.gov.br

Essa pesquisa, de maneira geral, envolve um estudo sobre as ações do BNDES por meio do produto Subscrição de Valores Mobiliários. Para atuar através desse produto o banco utiliza a sua subsidiária BNDESPAR. Essa última é responsável por reter participações acionárias de determinadas empresas nacionais. Dessa forma, através da BNDESPAR o Estado consegue exercer o papel de acionista nas empresas que ele possui participação acionária. De maneira mais específica, esse trabalho se propõe a se concentrar no papel desempenhado pelo Estado, através da BNDESPAR, quando ele ocupa a posição de acionista.

1.3 Justificativa e problema de pesquisa

Nos últimos dez anos estaria ocorrendo uma expansão das atividades da BNDESPAR por meio da indústria de capital de risco no Brasil. Sendo que essa expansão estaria diretamente relacionada com as mudanças ocorridas na dinâmica organizacional

³ O fundo de investimento em direitos creditórios tem como principal finalidade de adquirir direitos sobre créditos financeiros. Um fundo de investimento em direitos creditórios, também conhecido como FIDC ou fundo de recebíveis, só capta recursos mediante distribuição de cotas cuja remuneração e resgate estão atrelados apenas ao desempenho dos ativos integrantes do fundo. Todos os cotistas têm direitos sobre o patrimônio total.

brasileira. Donadone e Sznelwar (2004) indicam que essas mudanças começaram com as privatizações das empresas na década de 1990 e com a chegada de uma nova concepção de controle que era dominante no capitalismo internacional. Fligstein (2001) indica que essa concepção que estaria dominando no espaço internacional seria o modelo de empresa acionista.

Essa concepção de controle de empresa acionista, que estaria passando por um processo de institucionalização no Brasil (Grun, 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. Dessa forma, esse contexto propiciou que a BNDESPAR se expandisse no mercado de capitais brasileiro através da compra de participação acionária⁴.

Atualmente a quantidade de empresas investidas pela BNDESPAR nos indica o tamanho da sua abrangência na economia brasileira. Em 2011 a *holding* estatal possuía uma carteira com participação acionária em 149 empresas nacionais e, além disso, o presidente do BNDES Luciano Coutinho indica que a *holding* estatal se expandiu de tal maneira que se tornou a principal fonte de lucros do banco (Registro Senado, 2011).

Essas 149 empresas investidas pela BNDESPAR estão inseridas no produto Subscrição de Valores Mobiliários do BNDES. Sendo que essas empresas estão divididas em dois grupos: empresas com capital aberto na Bovespa e empresas de capital fechado. Quanto às empresas de capital fechado elas podem se caracterizar por serem investimentos de *private equity* ou *venture capital*. É importante apontar que esses dois segmentos pertencem à indústria de capital de risco. Porém o *venture capital* é relacionado a investimentos em participação acionária de empresas novas com pequeno porte produtivo, mas com grande potencial de crescimento, enquanto que o *private equity* se refere a investimentos em empresas com grande porte que já estejam consolidadas no mercado. Os conceitos de *venture capital* e *private equity* serão melhores explicados no capítulo 3, além disso, nessa mesma parte será indicada a atuação da BNDESPAR nas empresas de capital fechado. Já quanto às empresas de capital aberto são caracterizados apenas por investimentos em participação acionária e serão estudados no capítulo 4 desta dissertação.

⁴ Conforme será explicado no decorrer desta dissertação, notadamente a partir de 2003 a BNDESPAR expandiu sua atuação no mercado de capitais brasileiro se intensificando na compra de participação acionária de empresas.

É relevante ressaltar que o motivo que nos forçou a considerar nesse estudo apenas o produto Subscrição de Valores Mobiliários, foi dificuldade de obtenção de dados. As empresas que atuam no mercado de capitais se utilizam de “ferramentas de transparência⁵”, dessa forma é possível obter as informações corporativas das empresas que atuam nesse espaço. Já em relação aos outros produtos do BNDES, relacionados ao mercado de capitais, não possuem nenhum mecanismo de transparência que os forcem a divulgar seus relatórios corporativos.

Seria relevante um estudo sobre o papel desempenhado pela BNDESPAR nas empresas brasileiras através da posição de acionista, de modo que, por ser uma *holding* estatal, o seu papel nos indicaria características do Estado nos últimos governos do Brasil, geridos por Lula (2003/2010) e Dilma (2011/atual). Na literatura existem muitas controvérsias e ambigüidades sobre esses governos⁶, há autores que indicam que eles teriam uma orientação neoliberal, sendo que as políticas do governo Cardoso (1995/2002) estariam recebendo seqüência através de Lula (Antunes, 2004). Outros indicam que no governo Lula, teríamos um Estado híbrido, porém com uma orientação interventora (Boschi, 2007). Enquanto outros entendem que houve uma ruptura com as políticas de FHC e no governo Lula existiria uma espécie de Estado neodesenvolvimentista (Bresser-Pereira, 2006).

Logo, torna-se relevante estudar a BNDESPAR nesse momento, pois nos ajudaria a melhor entender as características do Estado perante o mercado financeiro durante o governo Lula-Dilma. Com base nisso, esta pesquisa se norteia na seguinte questão problema: qual é o papel desempenhado pela BNDESPAR, por meio da atividade de participação acionária, no capitalismo brasileiro contemporâneo?

1.4 Objetivos

Objetivos gerais

Os objetivos gerais dessa pesquisa centram-se em entender como a BNDESPAR passou atuar perante o mercado de capitais brasileiro nos últimos anos através

⁵ Essas “ferramentas de transparência” se referem ao modelo de gestão chamado Governança Corporativa, que será explicado no decorrer desta dissertação.

⁶ Esse debate será aprofundado melhor no próximo capítulo.

da posição de acionista.

Objetivos específicos

- Entender a atuação da BNDESPAR nas empresas que contam com sua participação acionária, para isso serão verificadas as empresas investidas que possuem capital aberto e fechado.

- Estudar os atores que são responsáveis pela reprodução da dinâmica de atuação da BNDESPAR, bem como os Conselheiros de Administração, Diretores Executivos e Conselheiros Fiscais da subsidiária e do BNDES.

- Estudar os conselhos de administração das empresas investidas que contam com representantes do BNDES.

1.5 Metodologia

Essa pesquisa possui um caráter exploratório e foi realizada através de vários procedimentos metodológicos, bem como revisão bibliográfica, coleta de dados secundários e entrevista. A maioria dos dados coletados foram secundários, isso devido a dificuldade de conseguir entrevistar os executivos responsáveis pela atuação da BNDESPAR no curto período de tempo disponível no curso de mestrado. Esses executivos possuem certa relevância no país e permanecem grande parte do tempo fora do Brasil, dessa forma, não foi possível compatibilizar a disponibilidade desses executivos com o prazo de término desse trabalho.

A primeira etapa do trabalho foi a revisão da literatura, para realizá-la foram consideradas as contribuições da Sociologia Econômica e Análise Organizacional sobre o papel do Estado e a construção social dos mercados. Também foi levantada a bibliografia sobre a financeirização da economia brasileira, além disso, considerou-se literaturas que traziam definições para os conceitos de governança corporativa, *private equity* e *venture capital*.

Quanto à coleta de dados secundários, tais são oriundas das mais diversas fontes. As informações sobre a BNDESPAR foram pesquisadas nos relatórios do BNDES, na base de dados da CVM (comissão de valores mobiliários), base de dados da Bovespa, nos registros do senado e na imprensa de negócios. Para estudar as empresas investidas pela

BNDESPAR que estão com capital aberto na bolsa de valores foram coletados dados nas seções de governança corporativa das empresas investidas. Nessas seções são divulgados relatórios sobre as empresas e suas características de governança, bem como formação do conselho de administração e diretoria executiva. Para as empresas de *venture capital* e *private equity* a dificuldade de acesso aos dados é maior, pois pelo fato de não terem seu capital aberto, não são obrigadas a divulgarem suas governanças. Dessa forma, dispobilizou-se maior atenção para as empresas de *venture capital* que abriram capital através do segmento Bovespa Mais da Bovespa⁷. As informações sobre essas empresas foram coletadas em suas respectivas seções de governança corporativa contidos em seus *sites* institucionais.

Para amenizar a lacuna deixada pelos poucos dados secundários encontrados sobre as empresas investidas na vertente *private equity*, realizou-se uma entrevista com um representante de uma empresa que possui investimentos dessa natureza da BNDESPAR, trata-se da empresa ALTUS e essa entrevista se refere a etapa de coleta de dados primários. O entrevistado é membro do conselho de administração e funcionário de carreira da ALTUS. Realizou-se uma entrevista semi-estruturada por meio de uma ligação telefônica no mês de maio de 2012. A escolha da empresa ALTUS para realizar a entrevista se justifica pelo fato dessa empresa ter recebido a presença da subsidiária do BNDES em dois momentos, o primeiro se refere ao período em que o governo do Brasil estava nas mãos de Fernando Henrique Cardoso, o segundo momento engloba a fase final do governo Lula e o atual governo Dilma, dessa forma, seria possível identificar a diferença de atuação da BNDESPAR nesses momentos.

Também foram mapeados os atores responsáveis pela reprodução da dinâmica de atuação da BNDESPAR. Para isso, consideraram-se os membros dos conselhos de administração e fiscal e diretoria executiva, tanto do BNDES quanto da BNDESPAR. Para coletar as trajetórias de vida desses atores foi utilizada a base de dados da Forbes onde são disponibilizados mini currículos de executivos de todo mundo.

Dessa forma, esse trabalho se propõe a quantificar e a qualificar a atuação da BNDESPAR na economia brasileira através desses dados. Serão quantificados os dados sobre a governança corporativa das empresas investidas e a proporção de participação que a BNDESPAR possui em cada uma dessas empresas e tentará através de uma abordagem

⁷ Segmento especial destinado a empresas de *venture capital* que almejam abrir suas capitais.

qualitativa entender o papel desempenhado pela *holding* estatal no capitalismo contemporâneo.

1.5 Estrutura do trabalho

Esse texto foi dividido em seis capítulos. O primeiro é composto pela introdução da qual esta seção é parte integrante. Nesta é exposta a apresentação do BNDES, em seguida é apontado o debate ao qual esse trabalho está inserido e os objetivos da pesquisa, por fim são indicados os procedimentos metodológicos.

O segundo capítulo é separado para expor os referenciais teóricos do trabalho. São discutidos os temas que enfatizam o papel do Estado e a construção do mercado através do arcabouço teórico da Sociologia econômica e Análise organizacional. Também nesse capítulo são descritas as transformações recentes ocorridas na dinâmica organizacional brasileira.

No terceiro capítulo é analisado o papel da BNDESPAR por meio da indústria de capital de risco. Nele serão apresentados os dados referentes as empresas investidas pela *holding* estatal nessa vertente, incluindo um estudo de caso sobre uma empresa investida pela BNDESPAR - a ALTUS.

No quarto capítulo é discutida a atuação da subsidiária do BNDES nas empresas que possuem capital aberto em bolsa de valores. Serão apresentados os dados referentes as empresas investidas pela *holding* estatal nessa vertente e brevemente a governança corporativa dessas empresas.

No quinto capítulo as atenções estarão voltadas para os atores responsáveis por reproduzirem a dinâmica de atuação da BNDESPAR. Será feito um mapeamento tanto dos conselheiros e diretores do BNDES, quanto da BNDESPAR. Além disso, serão mapeados os diretores do banco no período de 1999 a 2005.

O sexto e último capítulo é dedicado para expor as conclusões alcançadas nessa pesquisa. Nele serão apontadas as considerações enxergadas pelo autor sobre os dados apresentados sobre a atuação da BNDESPAR.

2 O PAPEL DO ESTADO NA CONSTRUÇÃO SOCIAL DOS MERCADOS

Este capítulo teórico se preocupa, a partir dos conceitos propostos pela análise organizacional e pela sociologia econômica, em indicar os mercados como uma construção social e cultural a qual o Estado exerce papel essencial. Inicialmente será apontado à idéia dos mercados construídos socialmente, em seguida será indicada a participação do Estado nesse processo. Numa terceira parte deste capítulo será apresentada a construção do mercado financeiro brasileiro.

2.1 A construção social dos mercados e a atuação do Estado

Desde as publicações de Durkheim, Weber e Simmel (sociólogos clássicos) o mercado não é constado como um fenômeno construído por uma única variável. Esses autores apontam para a pluralidade desta atividade indicando a existência de vários mercados, também chamando atenção para a inexistência de mercados autônomos, pois esse é construído e transformado pela ação social. Jardim e Sépia (2012) indicam que os mercados são formações historicamente definidas no tempo e no espaço, sendo que existem indivíduos – os quais são homens e mulheres de carne e osso – possuidores de decisões que são orientadas por aspectos cognitivos, culturais e simbólicos o qual abrange o contexto social em que estão inseridos.

Bourdieu (2005) indica 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 é o produto de uma construção social, é um tipo de artefato histórico, do qual somente a história pode dar conta.* (Bourdieu, 2005: 17)

Devido à relevância da ação social na construção dos mercados Hirsh (2003) cunha o termos “mãos sujas” para caracterizar a presença de vários indivíduos na reprodução das ordens sociais econômicas. Através das “mãos sujas”, os mercados se tornariam algo complexo, pois seria o espaço onde se encontrariam vários indivíduos que carregariam

consigo experiências que seriam determinantes para a reprodução dos espaços, bem como suas trajetórias sociais, formações culturais e cognitivas, redes sociais, entre outras. Dessa forma, o autor considera os valores, as atitudes e os comportamentos como sendo fluidos e transformáveis de modo que a ação resulta de valores construídos culturalmente.

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

O segundo equívoco é simetricamente oposto ao primeiro: versa na "diabolização" constante do mercado como expressão do egoísmo generalizado, de uma forma social que distorce a cooperação humana por definição. Mercado é uma forma de interação social que distorce, corrompe, polui, degrada a nobreza da cooperação direta, não mediatizada pelo dinheiro, entre os atores. Assim, Abramovay (2004) argumenta que:

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

Somando-se as teorias sociológicas, as teorias da análise organizacional contribuem para o entendimento da construção dos mercados. Para Nohria e Gulati (1994) existem pontes entre as recentes perspectivas organizacionais e a sociologia. Nas próximas linhas serão indicadas duas correntes da teoria das organizações: ecologia das populações e dependência de recursos.

Para a ecologia das populações, mercados seriam construídos pelas empresas que melhor se adaptassem ao ambiente. Essa corrente teórica analisa a capacidade das organizações se adaptarem ao ambiente em que estão inseridas, de modo que, as que possuíssem melhor capacidade de adaptação conseguiriam sobreviver, enquanto as que não se adaptassem seriam excluídas (Nohria & Gulati, 1994).

A ecologia das populações tenta explicar como os fatores do ambiente selecionam as características das empresas que melhor se adaptam ao ambiente. Para isso Aldrich e Pfeffer (1976) propõem um processo de três estágios: o primeiro consiste em constatar as características organizacionais acarretadas em função das condições do ambiente; o segundo estágio é a seleção, nesse processo somente algumas características organizacionais se adaptam ao ambiente. O último estágio é o da retenção onde as formas selecionadas são preservadas, duplicadas e reproduzidas.

Hall (1990) indica que as críticas feitas à ecologia das populações estão direcionadas a dificuldade dessa teoria explicitar fontes originais de variação das populações, os processos gerenciais e as dificuldades em considerar aspectos relacionados ao poder, conflito e a análise dos processos sociais.

A teoria da dependência de recurso admite, assim como a ecologia das populações, que o ambiente afeta a organização. No entanto, nessa corrente teórica a atenção se expande para os recursos da organização que são críticos ou escassos. Segundo Hall (1990), a teoria da dependência de recursos diverge da ecologia das populações ao desconsiderar que a organização é apenas passiva as pressões do ambiente, pelo contrário ela considera ativo o processo de interação com o ambiente, de modo que as organizações estariam dispostas a manipular seu ambiente de acordo com seus interesses empresariais. Para esse autor existiria um caráter organizacional na dependência de recursos, visto que a organização estaria inserida em uma rede de relações. Esse autor ainda indica que a forma que empresas buscam reduzir a interdependência e as incertezas são através de fusões e aquisições. Nhoria e Gulati (1994) indicam a limitação da teoria da dependência de recursos ao apontar que ela não é clara em especificar o que dirige a ação gerencial.

Para suprir as carências dessas abordagens organizacionais (e também de outras) Fligstein (2003) sugere a metáfora o “mercado enquanto política”. Esse autor se baseia na afirmação de Hannan e Freeman (1977) que argumenta que os mercados são construções políticas e sociais. Para Fligstein (2003) os participantes do mercado tentam criar mundos estáveis e encontrar soluções sociais para a competição, sendo que o autor considera que as estruturas sociais dos mercados deveriam ser compreendidas como tentativas de mitigar os efeitos da competição com outras empresas. Para o mesmo, os mercados passam por

diferentes fases, sendo elas construção, transformação e estabilização, sendo que as organizações funcionariam em função de estabilizar o mercado que ela esta inserida.

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: 57)

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; o quadro a seguir sintetiza cada uma dessas instituições.

Direitos de propriedades	Constituem relações sociais que definem quem tem direito aos lucros de uma empresa. Isto deixa em aberto a questão das formas legais, as relações entre acionistas e empregados, comunidades locais, fornecedores e clientes.
Estruturas de governança	Correspondem às normas gerais que, numa sociedade, estabelecem as relações de competição e cooperação, bem como as definições específicas dos mercados acerca do modo como as empresas devem estar organizadas.
Concepção 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. Uma concepção de controle constitui, simultaneamente, uma visão do mundo que permitem aos atores interpretar as ações dos outros e um reflexo do modo como se estrutura o mercado.
Normas de transação	Define quem pode negociar com quem e estipulam as condições sob as quais se processam a transação. O estabelecimento das normas tem que considerar as tarefas de transporte, os pagamentos, o seguro, o intercâmbio de dinheiro e cumprimento dos contratos.

Quadro 1 - Instituições de mercado para Neil Fligstein

Fonte: Elaborado pelo autor através das contribuições de Fligstein (1990)

Fligstein (1990) indica que o Estado tem total relevância na construção, transformação e estabilização dos mercados; são as economias capitalistas dos Estados quem

criam as condições institucionais para garantir a estabilização dos mercados. Para esse autor os direitos de propriedade, as estruturas de governança e as normas de transação constituem arenas nas quais os Estados modernos regulamentam a ação econômica.

Bourdieu (2005) também aponta a relevância do Estado perante os mercados. Ao estudar o mercado das casas próprias na França, o autor indicou que:

Revelou-se, de fato, que o mercado das casas próprias (como, provavelmente, em graus diferentes, todo mercado) é o produto de uma dupla construção social, para a qual o Estado contribui de maneira decisiva: a construção da demanda, através da produção das disposições individuais e, mais precisamente, dos sistemas de preferências individuais – em matéria de propriedade ou de locação, notadamente – e, também, através da atribuição dos recursos necessários, isto é, das ajudas do Estado à construção ou à habitação definidas pelas leis e regulamentações, das quais se pode também descrever a gênese; e a construção da oferta, através da política do Estado (ou dos bancos), em termos de crédito aos construtores, o qual contribui, com a natureza dos meios de produção utilizados, para definir as condições de acesso ao mercado e, mais precisamente, a posição na estrutura do campo, extremamente espalhado, dos construtores de casas e, portanto, as pressões estruturais que pesam sobre as escolhas de cada um deles, em matéria de produção e de publicidade. (BOURDIEU, 2005: 47)

Já Campbell & Lindenberg (1990) argumenta que o Estado molda a organização da economia através da manipulação e aplicação dos direitos de propriedade. O autor indica que as ações do Estado ajudam estabelecer direitos de propriedades, e também gera pressões para a mudança que os atores fazem seguindo princípios de novas formas de organização e, além disso, constroem e influenciam o modo como os atores selecionam essas diferentes formas. Esse autor aponta que o Estado cria pressão para mudar e restringir o processo de seleção de formas organizacionais não apenas como um ator, mas também através de uma estrutura institucional (um conjunto de serviços administrativos, legislativo e judiciário).

Fligstein (1990) aponta dois modelos de atuação do Estado - como regulador e como interventor:

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

Bourdieu (2005) ao argumentar que o Estado contribui de maneira decisiva para a construção da demanda e da oferta (ambas as formas de intervenção operando sob a influência direta ou indireta das partes mais diretamente interessadas) indica que o Estado vai além do seu papel de regular os mercados mantendo a ordem e a confiança e “controlando” as empresas e suas interações, como é visto tradicionalmente.

Bourdieu (1998) indica que o Estado possui dois braços, um voltado para o bem estar social e outro voltado para fomentar o mercado. Esse autor indica que em determinados momentos, principalmente nos momentos de crise econômica, o Estado penderia mais para o lado bem estar social e em outros momentos, principalmente quando a economia vai bem, o Estado penderia mais para o lado do fomento ao mercado.

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 re-configuradas do capitalismo. Ou seja, o Estado poderia re-configurar ferramentas predatórias do mercado.

Fligstein (1990) também indica que o Estado possui o papel de definir e monitorar as ações econômicas, visto que ele teria o poder de formular leis e regras para as empresas se enquadrarem de acordo com elas. Dessa forma, as empresas se adaptam a essas regras e também pressionam o Estado a desenvolver regras que atendam os seus interesses empresariais. Em contrapartida, o Estado também atuaria como mediador entre os interesses das empresas e os seus próprios interesses. Sendo que, um dos interesses do Estado deveria envolver ações que prezassem por benefícios para a sociedade perante os mercados.

2.2 A construção social do mercado financeiro brasileiro

Para entender a construção do mercado financeiro brasileiro faz necessário analisar o desenvolvimento organizacional das empresas dos EUA, pois o Brasil recebeu influência do modelo de capitalismo financeiro norte-americano. Assim, nesse trecho serão inicialmente apontados os rumos seguidos pelas organizações dos EUA e em seguida será indicada a dinâmica organizacional brasileira dos últimos anos e o desenvolvimento do mercado financeiro nacional.

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

O gerente era uma figura tão legítima nas empresas que suas responsabilidades iam além do papel de dar ordens ao chão de fábrica, ele era também o indivíduo responsável pela gestão da empresa. Nesse momento, os acionistas não tinham direitos perante 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.

Esse predomínio dos gerentes nas empresas norte-americanas perdurou até a década de 1970. Nesse momento, devido à expansão dos movimentos de fusões e aquisições, a dinâmica organizacional dos EUA começou a ser re-configurada e os gerentes começaram a perder seu poder na empresa para os Investidores Institucionais. Esses últimos eram grandes acionistas que adquiriram, durante os movimentos de fusões e aquisições, fatias relevantes de participação acionária nas empresas. Useem (1993) indica que os principais investidores institucionais eram fundos de pensão e companhias de seguros, e, pelo fato desses grandes acionistas reterem um número cada vez maior de participação acionária nas empresas, passaram a ganhar mais poder para diluir seus interesses dentro das organizações empresariais.

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

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

O predomínio da figura do acionista no ambiente empresarial causou uma mudança na forma de organização do capitalismo dos EUA, Davis (2009) descreve tal cenário indicando que as corporações passaram a ser controlados pelos mercados, de modo que, toda empresa estaria potencialmente à venda. Assim, as empresas que não alcançavam bons resultados perante os mercados financeiros e tinham valores baixos para suas ações teriam, conseqüentemente, um risco maior de serem adquiridas por outra empresa ou grupo. A desvalorização das ações indicaria que a empresa deveria ser administrada de maneira mais eficiente. No entanto, até antes da “revolução dos acionistas” os investidores institucionais não tinham direito de participar de maneira efetiva do gerenciamento da empresa, pois essa função era de responsabilidade dos gerentes.

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

Por conta das assimetrias desse conflito, surgiu nesse período uma intensificação de estudos e pesquisas tanto no âmbito acadêmico como no empresarial e governamental que culminou na criação de procedimentos e práticas de gestão que gerassem maior cobrança sobre os administradores e gerentes na condução dos negócios das empresas. Esses procedimentos e práticas ficaram conhecidos como governança corporativa (GC) que tinha o discurso voltado para transparência da empresa perante os acionistas.

A GC era uma ferramenta que estava amparada nos interesses dos acionistas participarem de maneira mais efetiva nos negócios. Dessa forma, sua expansão ocorreu atrelada ao fortalecimento dos investidores institucionais nos EUA, ou seja, durante a década

de 1980 quando os acionistas ganharam poder e legitimidade perante a empresa, a GC começou a se difundir. Viera e Mendes (2004) explicam que:

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

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

No entanto, com o passar do tempo a GC passou a requerer uma série de exigências de caráter burocrático. O maior exemplo disso foi à criação, nos EUA, da lei *Sarbanes-Oxley* que foi assinada pelo senador Paul Sarbanes e o deputado Michael Oxley, e tinha o intuito de evitar o esgotamento e evasão dos investidores do mercado financeiro que poderia acontecer devido à aparente insegurança a respeito da governança corporativa praticada pelas empresas, que havia sido responsável por originar escândalos financeiros corporativos (dentre eles o da Enron, que acabou por afetar drasticamente a empresa de auditoria Arthur Andersen). Essa lei visava garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo ainda regras para a criação de comitês encarregados de supervisionar suas atividades e operações, de modo a mitigar riscos aos negócios, evitar a ocorrência de fraudes ou assegurar que haja meios de identificá-las quando ocorrem, garantindo a transparência na gestão das empresas.

Esses excessos de GC que surgiram com o objetivo de evitar que fraudes e escândalos ocorram no mercado financeiro, passaram a ser vistos pelos investidores institucionais como um grande problema, pois gerava muita lentidão e morosidade aos negócios. Essa lentidão afetava diretamente o interesse desses grandes acionistas obterem lucros no curto prazo.

A estratégia desenvolvida nos EUA para se livrar da lentidão gerada pela GC foi a indústria de capital de risco. Por meio dela surgiram os gestores de fundos de

participação privado - *private equity* (PE) ou *venture capital* (VC). O papel dos fundos privados envolvia a tomada de controle do negócio que estavam mal perante o mercado financeiro através da compra de participação acionária dessas corporações. Os gestores desses fundos trabalhavam na tentativa de reestruturar a gestão da empresa, para em um segundo momento, no desinvestimento, vender uma empresa estruturada de acordo o mercado financeiro. Dessa forma, os valores das ações vendidas por esses fundos nos momentos de desinvestimentos eram muito maiores que os valores pagos por eles no momento da compra.

Cabe ressaltar que a principal característica dos fundos de PE e VC envolve fechar o capital da empresa que participa de bolsa de valores. Dessa forma, a empresa estaria isenta dos compromissos exigidos pelas práticas de GC, logo, estaria livre das morosidades e lentidões causadas pelos excessos de burocracia, tornando-se dessa forma fundos de participação privados, ou seja, fechados ao mercado público de capitais.

Os fundos de participação privada são divididos em duas linhas de investimento, a primeira são em empresas de pequeno porte com alto potencial de investimento, no entanto trata-se de um investimento de alto risco (*venture capital*), a segunda são investimentos em empresas já consolidadas, geralmente operantes em bolsas de valores (*private equity*).

Dessa forma, os grandes acionistas se uniam e criavam fundos de participação privada para comprar participação acionária tanto na vertente de VC quanto PE. Assim, por meio dessa atividade de capital de risco, eles não teriam a obrigação de se adequar aos excessos de governanças exigidos pelo Estado, pois na modalidade dos PE ao contrário da GC, os gestores não têm a obrigação de publicar os balanços financeiros e nem justificar as decisões administrativas, particularmente aquelas ligadas à dispensa de pessoal logo, os problemas de atrasos para as negociações seriam bem menores. Com isso, as indústrias de PE e VC foram intensificadas nos EUA nesse momento, pois através delas os negócios poderiam ser administrados com maior autonomia pelos aos acionistas (Davis, 2009).

Todas essas ferramentas financeiras desenvolvidas no capitalismo norte-americano começaram a chegar ao Brasil somente na década de 1990. Isso porquê nessa década ocorreram inúmeros fenômenos que re-configuraram a dinâmica organizacional brasileira, bem como privatizações das empresas estatais, fusões e aquisições. Vários acontecimentos contribuíram para a ocorrência dessas mudanças na dinâmica organizacional

brasileira. Dentre esses, destacam-se os governos Cardoso (1995/2002). Nesses governos os papéis desempenhados pelo Estado evidenciaram a existência e o predomínio da política do livre funcionamento dos mercados, amparados nos princípios do neoliberalismo.

Os princípios neoliberais, marcantes no governo Cardoso, surgiram no mundo nos anos 1980 através dos governos de Ronald Reagan (Estados Unidos) e Margareth Thatcher (Reino Unido). Seu principal objetivo era pugnar contra o poder dos sindicatos e a redução do papel do Estado na economia (Estado mínimo). Dessa forma, a proposta é oferecer autonomia para o mercado e restringir o Estado de sua ação de fornecer responsabilidade social, cabendo as empresas privadas parte dos encargos estatais (Anderson, 1995).

Campbell & Pedersen (2001) indicam que o neoliberalismo nomeia uma desregulamentação da economia (controles públicos menos rígidos das atividades econômicas). A privatização das empresas estatais como as usinas de energia, as indústrias de base, a construção e administração de estradas, a administração de portos e até parte dos setores fundamentais de interesse público como saúde e educação.

Anderson (1995) indica que a proposta neoliberal concerne em reduzir os gastos com políticas sociais e obras públicas, a tendência é que ocorra uma redução dos impostos por parte do governo, desse modo, as atividades produtivas seriam incentivadas. Portanto, o livre funcionamento do mercado, sem controles inibidores do Estado é o caminho para a elevação da produção e, conseqüentemente geração de emprego e de renda, acarretando efeitos sociais positivo.

Diniz & Boschi (2007) apontam que para o pensamento de doutrina econômica neoliberal o indivíduo teria mais importância que o Estado. Essa ideia é creditada pela apreciação da competição entre indivíduos e organizações, tendo como sustentação a liberdade de comercialização. O neoliberalismo ainda é propenso tentar reduzir ao máximo os gastos estatais com previdência social, saúde e educação através da alocação dessas atividades a iniciativas privadas.

Em resumo, os quatro princípios que sustenta o modelo de economia neoliberal são:

-Retirada do Estado da economia;

- Abertura da economia;
- Privatização das estatais;
- Desregulamentação da economia.

Essa política aumenta os fluxos de capitais, mercadorias e informações, reduzindo a capacidade de intervenção e controle do Estado sobre esses fluxos. Dessa forma, o Estado nacional perde poder e se torna vulnerável ao capital especulativo e às multinacionais. Na América Latina esse modelo trouxe inúmeros problemas, visto que as expectativas de crescimento não foram de fato alcançadas. Inúmeras marcas negativas foram instauradas em países como Brasil, dentre elas se destaca o aumento do desemprego, forte diminuição dos salários e maior concentração de riqueza (Anderson 1995).

Para Diniz (2008) o Estado "minimizado" tornou-se frágil e, subordinado ao mercado, desse modo ocorreu um distanciamento da agenda social. Ibarra (2011) chama o neoliberalismo de "utopia" indicando que:

A utopia neoliberal representa a tentativa mais abrangente e decisiva por voltar o "relógio político" para trás, suplantando o velho programa humanista do Iluminismo ou os impulsos progressistas nacionais, bem como deixar de lado as responsabilidades do Estado ou da democracia, aqui entendida em seu sentido republicano (Ibarra, 2011: 245).

O mesmo autor ainda indica os problemas enfrentados pela população latino-americana:

Os habitantes de nossos países, somente com grandes dificuldades, poderiam livrar-se da tirania do consumismo e da propaganda ideológica-comercial e, por outro lado, da marginalização e insegurança econômicas. As decisões socioeconômicas fundamentais ficam, em alto grau, excluídas do escrutínio público. Em particular, a política social se esteriliza no esforço focalizador, poupador do gasto público, entretanto incapaz de curar com eficiência mediana a marginalização e o desemprego macroeconômico formal e informal. Como resultado, o sistema social caminha por veredas afastadas do aprofundamento da democracia substantiva (Ibarra, 2011: 247)

O governo americano, sustentado pelos princípios neoliberais de Ronald Regan, foi o pano de fundo para a formulação das medidas do Consenso de Washington, o qual foi realizado no *International Institute for Economy* em 1989. Nessa reunião debateu-se uma série de mudanças que seriam fundamentais para os países da América Latina sobrepujar os momentos de crise que enfrentavam; notadamente a crise relacionada à dívida desses

países. Participaram da reunião funcionários do governo dos EUA, dos organismos internacionais e economistas latino-americanos.

O resultado desse encontro foi o desenvolvimento de dez regras de cunho neoliberal que prescreviam os rumos da economia para voltar ao caminho do crescimento. Muitos países subdesenvolvidos acabaram por aplicarem, em vários graus, componentes desse pacote econômico, com resultados muito debatidos (Ibarra, 2011).

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

Não obstante, as medidas de abertura econômica do Consenso de Washington, não consideravam as diferenças dos níveis de industrialização, desemprego, inflação e desenvolvimento entre os países subdesenvolvidos. Foi adotado um diagnóstico uniforme para todos os países, acreditando-se que a aplicabilidade deveria ser idêntica (Ibarra, 2011).

No Brasil, as influências do consenso de Washington e dos princípios neoliberais passaram a vigorar na década de 1990, quando o Estado deixou de ser responsável pela produção. Esse momento foi marcado pela privatização de grande parte de organizações estatais. O Estado deixou de regular a economia, pois se acreditava que o mercado se auto-regularia.

No que tange ao governo Cardoso, foram realizadas várias reformas relacionadas à participação do Estado na economia, dentro de um contexto internacional de reformas liberalizantes. Segundo Grün (2005) atravessamos a década de 1990 com uma nova versão de austeridade com as seguintes medidas: equilíbrio fiscal, controle dos gastos públicos, respeito à realidade macroeconômica e privatização. Enquanto que as empresas estatais, funcionários públicos, os políticos e os problemas da previdência eram apontados como responsáveis por parte dos problemas.

Uma das medidas para viabilizar a reforma do Estado foi à criação do Ministério da Administração da Reforma do Estado (MARE), capitaneada pelo então ministro Luiz Carlos Bresser Pereira. Segundo o mesmo (1998), o Estado, a partir dos anos 1970 passou a ser a principal causa da redução das taxas de crescimento, aumento do desemprego e inflação. A reforma do Estado envolveria quatro problemas: a delimitação do tamanho do Estado (privatizações), a redefinição do papel regulador do Estado, a superação da crise fiscal e o aumento da governabilidade, fazendo a adequação das instituições políticas.

O contexto econômico do Brasil nesse período viabilizou a operacionalização dos processos de privatização. A transferência para setores privados de grandes empresas estatais 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. Nos fenômenos de privatizações houve participações de grupos e investidores norte-americanos, esses trouxeram para o Brasil as experiências vivenciadas nos mercados financeiros dos EUA (Donadone e Sznelzar, 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 GC e os fundos de participação privada.

Donadone e Sznelwar (2004) indicam que os movimentos de privatização ensejaram novos entendimentos para as formas de controle acionário das empresas brasileiras por meio da crescente presença de fundos de pensão, bancos, instituições financeiras e fundos de investimento. Houve uma mudança na forma do controle acionário, pois agora haveria um compartilhamento de controle entre sócios nacionais e estrangeiros, e a formação de alianças estratégicas entre grupos nacionais e internacionais.

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

A saída do Estado de importantes setores do aparelho produtivo, a exemplo dos setores siderúrgico, petroquímico, de ferrovias, de energia etc., implicou um redesenho do tripé clássico que deu sustentação ao desenvolvimento nacional até os anos 80, ou seja, o capital privado nacional, o capital estrangeiro e o capital estatal. Com a retirada deste, os dois primeiros se rearticularam. Nesse sentido, o processo

de privatização foi o ponto de partida de movimentos de reestruturação societária e produtiva em vários setores (Donadone e Szelzar, 2004: 67)

Para adequar as transformações organizacionais que estavam ocorrendo nesse período, surgiram duas mudanças no Brasil: a primeira foi às alterações nas leis das Sociedades Anônimas (S.A.), e a segunda a criação do novo mercado da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (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 bolsa valor do mundo.

Grün (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.

Com a chegada do Governo Lula (2003-2011) foi dada continuidade a essas mudanças, porém nesse novo momento ocorreu, conforme indica Boschi (2007), uma retomada do governo como ator central na economia e nas finanças; atuação essa legitimada por críticas ao baixo crescimento econômico ocorrido no governo anterior, fundamentado nos princípios neoliberais e por crises geradas pela remodelação institucional, como a crise energética em 2001.

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

existentes do que a um retorno do Estado produtivo. Os esquemas de produção que subsistem não ocupam um papel central nas atuais dinâmicas.

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

Segundo Boschi e Gaitan (2008), o governo Lula não marca uma extrusão dos princípios predominante do período anterior. Esses autores explicam que nos movimentos desenvolvimentistas no Brasil e na América Latina também:

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

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

Para esse autor

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

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

haveria uma espécie de neoliberalismo de desenvolvimento.

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

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

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

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

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

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

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

Contudo, o papel do Estado no governo Lula não se limita a apenas as regulamentações e participações indiretas. Através da BNDESPAR ele atua de maneira efetiva nos mercados (Mundo Neto & Desidério, 2010). Dessa forma, estudar o papel que a BNDESPAR desempenhou no governo Lula-Dilma nos permitiria melhor entender a atuação do Estado perante o mercado nesses governos.

A BNDESPAR opera comprando participações acionárias de empresas nacionais, seu objetivo é fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Embora essa subsidiária do BNDES exista desde a década de 1970, somente a partir do final da década de 1990 ela começou a ganhar maior relevância, pois por ser uma indústria de capital de risco, sua expansão somente aconteceu depois que os princípios de capitalismo norte-americano chegaram e se legitimaram no Brasil.

A BNDESPAR atua tanto comprando participações de empresas com capital fechado (capital de risco) quanto de capital aberto, no primeiro grupo ela possui participação em 73 empresas e no segundo em 76 empresas (BNDESPAR, 2011). Nesse trabalho, com o propósito de deixar a análise mais clara, será apresentada separadamente a atuação da BNDESPAR no segmento de empresas de capital aberto e fechado. No próximo capítulo será analisada a atuação via empresas de capital fechado e em seguida, no capítulo 4, a atuação via empresas de capital aberto. As atenções estarão voltadas para melhor entender a atuação da BNDESPAR no capitalismo brasileiro contemporâneo.

3 A ATUAÇÃO DA BNDESPAR POR MEIO DA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE RISCO

Neste capítulo, as atenções estarão voltadas para atuação da BNDESPAR por meio da indústria de capital de risco. Argumentamos que a atuação da subsidiária do BNDES é realizada nesse espaço amparada nos ideários da governança corporativa. No primeiro tópico do capítulo estará o caráter teórico em que serão indicadas definições e o histórico do capital de risco, em seguida serão apresentados os dados sobre a atuação da BNDESPAR nesse segmento e nos próximos dois tópicos, serão analisados o papel da *holding* estatal nas empresas brasileiras. Por fim, será realizado um estudo de caso sobre uma empresa que possui participação da BNDESPAR por meio da indústria de *private equity*.

3.1 *Venture capital* e *Private equity*: definições teóricas

Venture Capital (VC) e *Private Equity* (PE) são ferramentas de capital de risco. A principal diferença, em grosso modo, entre essas ferramentas de mercado é que a primeira se caracteriza por investir em empresas de pequeno porte e a segunda atua em empresas de grande porte.

O VC funciona de maneira similar aos PE, contudo, ao contrário dos *private equity* tradicionais, sua atuação é voltada para empresas de pequeno porte. No Brasil, a tradução de VC é originada da expressão francesa *capital risque*, todavia o vocábulo norte-americano *venture capital* se aproxima muito mais do termo capital empreendedor.

Segundo Censo da FGV (2011), os investimentos de VC são orientados especialmente para empresas de inovação, envolvidas em atividades de alta tecnologia, que não dispõem de acesso ao mercado de capitais nem a outras fontes tradicionais de recursos. Nessa atividade, terceiros efetivam compras de participação acionárias de empresas com alto potencial de crescimento. Gorgulho (1996) indica que VC é uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas no que tange a garantia em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vistas à sua revenda e à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos. Deve-se enaltecer, portanto, que a atividade de VC envolve a aceitação de um alto risco em perspectiva de um alto retorno no futuro.

Se comparado com a aquisição de recursos por meio de empréstimos, a atividade de VC tem o benefício de ausentar à empresa que recebe o investimento dos compromissos financeiros regulares. Em um financiamento tradicional o emprestador tem direito a juros e reembolso, independentemente do sucesso do negócio. A atividade de VC funciona através de compra de participação acionária; o investidor seria responsável por adquirir uma participação minoritária no capital social da empresa, além disso, o retorno do investimento depende diretamente do sucesso e rentabilidade do negócio (Gompers e Lerner, 2001).

Gompers e Lerner (2002) indicam que para se obter recursos via empréstimos tradicionais são exigidas garantias pessoais dos empreendedores ou da empresa, enquanto que na indústria de VC a organização que gerencia os recursos não exige garantias, assumindo os riscos que os sócios também estão sujeitos. Sua remuneração depende do sucesso do negócio e está associada, em grande parte, à valorização obtida até o momento da saída. Albergoni (2007) aponta que outra característica relevante do investimento de VC é fato de ele forçar o sócio a se comprometer em fortalecer o crescimento da empresa investida no mercado, participando das soluções para possíveis problemas financeiros que surgirem.

Por outro lado, o PE é um tipo de fundo que compra participações em empresas, porém as companhias que recebem esse tipo de investimento já estão consolidadas e possuem faturamento elevado. O objetivo dos recursos é gerar nessas empresas alterações operacionais ou estratégicas, visando a um novo posicionamento no mercado aberto. De acordo com o censo FGV:

Private Equity, em sua definição estrita, refere-se a investimentos em ações de empresas. São investimentos que possuem uma natureza caracterizada por baixa liquidez, retornos de longo prazo, e assimetria informacional. Negócios de *Private Equity* possuem riscos e retornos mais elevados que os tradicionais, o que os classifica na categoria de ativos alternativos. (censo FGV, 2011: 12)

Quanto ao risco:

Quanto mais os investidores possuem informações sobre as empresas de menor o risco é percebido. E quanto mais estas informações são propriedades de organizações gestoras de *Private Equity* que detêm conhecimento em função de investimentos prévios ou em função de gestores com larga experiência nos setores alvo, maiores as oportunidades de se identificar ativos cujo valor ainda não é apreçado pelo mercado, que podem ser adquiridos a preços competitivos que apresentam uma clara rota de potencial de valorização, permitindo a gestora auferir retornos acima da média de mercado. (censo FGV, 2011: 14)

A formação de um fundo de PE se inicia quando determinados gestores se unem e captam seus recursos e ao se depararem efetivamente com as oportunidades de investimentos, levantam capital adicional para concretizá-los. Esse capital adicional geralmente assume a forma de dívida quando os ativos podem ser dados em garantia, como no caso de aquisições ou na forma de ações no caso de co-investidores que ingressam numa companhia em fase inicial. Os fundos são geralmente organizados como uma sociedade de responsabilidade limitada (forma essa ainda não prevista na legislação brasileira). A principal vantagem dessas sociedades de responsabilidades limitadas é que funcionam como um veículo intermediário de repasse, tendo os ganhos tributados no nível do principal, permitindo que cada investidor conserve as características do regime de tributação ao qual estariam sujeitos se realizassem os investimentos de forma direta. (Censo FGV, 2011)

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

3.2 Histórico das atividades de *Venture Capital*: EUA e Brasil

As atividades de VC se iniciaram nos EUA aproximadamente na década de 1950 e sua expansão está atrelada a sua capacidade de fornecer recursos, via compra de participação acionária a um tipo de empresa que tinha dificuldade em conseguir financiamento em outros mercados. Gorgulho (1996) indica que o surgimento do VC nos EUA se explica devido às peculiares condições culturais e institucionais vigente nesse país. Para a autora, notadamente os fatores do ambiente cultural e institucional, bem como aparato regulatório e estrutura do sistema financeiro, presentes nos EUA sustentarem o desenvolvimento do VC. O quadro a seguir descreve melhor os principais fatores que sustentaram o desenvolvimento da atividade de VC nos EUA.

Ambiente Cultural e Institucional	Os pólos e parques tecnológicos, juntamente com as universidades envolvidas com as áreas de alta tecnologia, ofereceram novos empreendimentos tecnológicos com grande potencial de crescimento, tornando-os atraente aos investidores.
--	--

Aparato regulatório	Ocorreram mudanças na legislação norte-americana, com o objetivo de incentivar a indústria de VC, isso gerou efeitos imediatos e radicais sobre a evolução da indústria. Além disso, os incentivos e as restrições fiscais, através da alteração das alíquotas de imposto sobre os ganhos de capital provenientes dos investimentos de capital de risco, tiveram efeitos visíveis sobre o desempenho da atividade. Esses aparatos regulatórios geraram como resultado o crescimento da captação de recursos por fundos de capital de risco nos anos vindouros.
Estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos	O precoce estabelecimento de mercados de ações gerou grande sustentação para o desenvolvimento da atividade de VC, visto que, havia mercados específicos para empresas de pequeno e médio porte. Além disso, a existência de mecanismos de saída ou desinvestimento bem desenvolvidos deixava a atividade interessante aos investidores.

Quadro 2 - Fatores que alavancaram o *venture capital* nos EUA

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados de Gorgulho (1996)

Com o decorrer do tempo, foram ocorrendo mudanças na estrutura do VC nos EUA. Schapiro (2008) indica que durante a década de 1950 à 1970 a primeira versão do VC envolvia um investidor que atuava como cotista de um fundo de capital de risco e havia gestores que cuidavam das aplicações financeiras, efetuadas por participação acionária. Assim, os acionistas eram remunerados através dos resultados positivos da empresa, de acordo com sua proporção no capital; essa proporção também poderia ser alienada a qualquer momento a outro investidor interessado.

Já para década de 1980 até o momento atual, Schapiro (2008) indica o aparecimento de uma segunda versão do VC, essencialmente pelo fato de ter surgido dois tipos de investidores. O primeiro tipo de investidor era aquele encarregado da captação de recursos e da realização dos investimentos, estando sujeito a todos os riscos do negócio, já o segundo seria o investidor individual, que não se envolve com gestão da sociedade e tem sua responsabilidade limitada à integralização da sua parcela de representação.

O Brasil, por não apresentar fatores que propiciavam o desenvolvimento do VC como nos EUA, demorou mais tempo para iniciar suas experiências de capital de risco.

Somente em 1986, com o Decreto-Lei 2.287⁸ de 23.07.86, iniciou-se o processo de expansão dessa atividade no território nacional. Os primeiros movimentos de VC foram realizados pelo BNDES com a criação do CONTEC que era operacionalizado via BNDESPAR.

Foi criado em 1991 o CONTEC (Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica) que tinha o objetivo de atuar comprando ações de empresas sementes (ou seja, recém abertas) que atuava na área de inovação tecnológica.

A primeira fase do plano CONTEC ocorreu entre 1991 e 1996. Nesse período, uma das principais ferramentas da atividade de VC desempenhada pelo BNDESPAR eram as regras de governança. Através delas era possível viabilizar o monitoramento dos investimentos acionários. Todavia, conforme será analisado mais a frente, essas regras são diferentes das atuais regras de governança da *holding* estatal. A principal diferença está relacionada ao desinvestimento, hoje, ao contrário dos tempos passados, a saída da BNDESPAR é antecedida por IPO.

Durante a primeira fase do CONTEC, a entrada da BNDESPAR na participação de uma empresa era formalizada através do contrato de acionista. Schapiro (2008) indica que nesses contratos eram encontrados os seguintes requisitos:

1. As empresas beneficiadas transformavam-se em sociedades anônimas;
2. A empresa era obrigada a publicar relatórios contábeis;
3. Garantia do poder de veto sobre decisões dos administradores;
4. Assento no conselho de administração;
5. Desembolso paulativo dos recursos.

A primeira fase do CONTEC investiu em participação de 22 empresas. O próximo quadro indica quais eram essas empresas, sua localização, ano do investimento, setor. Embora o programa tenha iniciado em 1991, algumas empresas que já contavam com a participação da BNDESPAR desde o final da década de 1980 (após a criação da Lei 2.287 a subsidiária do BNDES realizou investimentos de VC nas empresas BATIK, ALFATEST e BIO FILL), e elas foram incorporadas ao programa.

⁸ Essa lei tinha o objetivo de criar bases para o desenvolvimento da atividade de *venture capital* no Brasil

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

Quadro 3 - Empresas investidas durante o plano CONTEC (1991/1996)
Fonte: Gorgulho 1996

Entre 1996 e 2002 ocorreu a segunda fase do CONTEC. A lógica de atuação era praticamente igual a do primeiro plano sendo a única novidade dessa etapa a divisão de setores conforme o faturamento de empresas, de modo que, criou-se o CONTEC simplificado que era voltado para empresas com faturamento até 7 milhões e o CONTEC tradicional se estabelecia para empresas com faturamento entre 7 e 15 milhões.

Cabe ressaltar que o início das atividades de VC pela BNDESPAR na década de 1990 foi viabilizado pelo contexto brasileiro. Além da criação da Lei 2.287 que favorecia o início dessas atividades ainda em 1986, a década de 1990 foi marcada pela influência do Consenso de Washington e das políticas ditas neoliberais e dos movimentos de fusão e aquisição, conforme já indicado nos capítulos anteriores. Nessa época, a lógica de capitalismo baseada no jogo das finanças iniciou seu processo de institucionalização no Brasil. As empresas internacionais que chegaram ao Brasil no final da década trouxeram consigo as crenças que dominavam no espaço internacional, dentre elas a atividade de VC.

No entanto devido principalmente à falta de um mercado de capitais consistente no Brasil, durante a década de 1990 a BNDESPAR tinha muitas dificuldades para realizar o desinvestimento. Visto que, baseado na experiência norte-americana, o desinvestimento deveria ser realizado através de um IPO em bolsa de valores. No entanto, nesse período as bolsas de valores brasileiras não tinham uma estrutura capaz de atrair clientes, investir em bolsas nesse momento era comparada a “jogar em cassino”.

Esse contexto não propiciava a BNDESPAR realizar IPO nas fases de desinvestimento. Assim, nenhuma das empresas presentes na carteira da primeira fase do CONTEC teve seu desinvestimento através de IPO em bolsa de valores. Não obstante, a partir de 2002 essa política é bem diferente no Brasil.

Após a segunda fase do CONTEC ocorreu, a partir de 2002, uma expansão da atuação em VC pelo BNDESPAR. Isso estaria correlacionado as mudanças ocorridas na dinâmica organizacional brasileira, conforme indicado no capítulo anterior. A chegada das políticas do governo Lula e o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro geraram base para a BNDESPAR se desenvolver na atividade de VC.

Outra organização importante que ajudou o desenvolvimento do VC no Brasil foi a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP). Sediada no Rio de Janeiro, empresa pública brasileira de fomento à ciência, tecnologia e inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições públicas ou privadas. As atividades da FINEP voltadas a empresas de bases tecnológicas iniciaram-se em 1976 com a criação do ADTEN (Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional), cujas modalidades de financiamento eram, sobretudo, através de debêntures, ações, empréstimos amortizáveis por meio de *royalties* e empréstimos com amortizações condicionadas ao sucesso do

empreendimento. A principal forma de atuação foi através de financiamentos recuperáveis com pagamentos proporcionais às vendas do projeto financiado e créditos passíveis de conversão em participação acionária. O ADTEN foi encerrado em 1991 por apresentar déficit crescente em seu *portfólio*, quando possuía cerca de 60 operações com poucos projetos de participação acionária (Gorgulho, 1996).

As primeiras iniciativas do VC na esfera privada ocorreram no final da década de 1980 através do fundo BrasilPar (controlado pelo Unibanco) e pela Companhia Riograndense de Participações (CRP), ambas atuavam investindo em ações de grupos privados. No entanto, foi a partir da década de 1990 que os fundos começaram a surgir com maior frequência e, a partir da década de 2000, devido à expansão das práticas de mercado financeiro no Brasil, que os fundos privados de VC tiveram um significativo aumento. (Censo FGV, 2011)

As atividades de VC, principalmente a partir da década de 2000 são formalizadas no Brasil por meio de um acordo de acionista. Nele são decretados os direitos e deveres de cada acionista. Uma das ferramentas que propicia a atuação de um VC é o Conselho de administração, que geralmente reserva cadeiras com direito a votos para os acionistas, assim é possível aos investidores acompanhar e monitorar o seu investimento. A criação do Bovespa Mais em 2005 facilitou as oportunidades para investidores realizarem o desinvestimento via IPO (primeira oferta pública de ações), visto que essa atividade (desinvestimento), conforme dita as regras do VC, ocorre através:

- a) abertura de capital em bolsas de valores (oferta pública de ações);
- b) aquisição por outra empresa;
- c) recompra da participação pela própria empresa;
- d) compra secundária da participação por uma terceira parte; e
- e) liquidação.

3.3 Os fundos de *private equity* no Brasil e a atuação da BNDESPAR

A atuação dos fundos de PE se intensificou no Brasil notadamente a partir da década de 1990. O censo FGV (2011) explica que o que propiciou o desenvolvimento desse

tipo de atividade foi a liberalização do comércio, desregulamentação de setores e privatizações. Donadone e Sznelwar (2004) explicam sobre a dinâmica organizacional da década de 1990 e indicam que foi nesse período que surgiram as primeiras experiências de controle compartilhado das empresas. O contexto econômico, juntamente com os movimentos de fusões, aquisições e privatizações de empresas, abriu caminho para a difusão da ferramenta PE na economia brasileira.

Grün (2005) explica as variáveis sociais dessa difusão ao analisar o papel de atores importantes no cenário brasileiro, bem como gestores de bancos e fundos de pensão. Para o autor a expansão das atividades de PE no Brasil durante a década de 1990 esta ligada a articulação desenvolvida pelos Chicago boys, brasileiros que foram estudar nas escolas de negócios norte-americanas e trouxeram as ferramentas do capitalismo internacional para o Brasil. O principal ator que representa a difusão dos PE é Daniel Dantas, juntamente com seu grupo de banqueiros. Grün (2009) melhor explica a atuação da figura Daniel Dantas na economia brasileira.

A atuação de Dantas pode ser entendida como uma postura vanguardista no espaço econômico e financeiro: ele leva ao extremo a tendência à financeirização dos espaços econômicos e usa os instrumentos financeiros, em especial a “alavancagem”, de maneira muito mais ampla do que o padrão até então aceito nesse espaço. Assim, como uma espécie de tipo-ideal de postura financeira, seu grupo utiliza mais capitais de terceiros do que o habitual; as empresas que ele administra utilizam também com maior intensidade e amplitude tanto a terceirização de trabalho e de atividades como os recursos das empresas que atua como representante para realizar as finalidades específicas do seu grupo. (Grün, 2009: 96)

O papel de Daniel Dantas foi fundamental para a configuração da primeira versão dos PE no Brasil. A proposta era instalar no espaço nacional um modelo inspirado no exemplo norte americano, que se trata de um modelo destituído dos mecanismos de transparência para a sociedade, gerando assim um capitalismo “selvagem”, pois leva ao extremo a ideia de finanças. Para Daniel Dantas a transparência geraria a burocracia que atrasaria os investimentos de PE, dessa forma poderia se perder oportunidades de negócios devido às lentidões (Grün, 2009).

Grün (2009) indica o papel desse tipo de atividade na década de 1990 através dos processos de privatizações, o qual Daniel Dantas convenceu o presidente Cardoso a preparar uma legislação que facilitasse o uso de PE na construção dos grupos de parceiros que

iriam participar nos leilões do processo de privatização das empresas estatais durante o primeiro termo daquela presidência

No entanto, mudanças fundamentais no modelo brasileiro de PE estariam a ocorrer com a chegada do novo governo de Lula. Essas mudanças ocorreram através do plano de governo de Lula, que sustentava a ideia de fortalecer os fundos de pensão. A partir desse momento em diante os fundos de pensão iniciaram um processo de fortalecimento para atuarem nos mercados e na política.

Jardim (2007) indica que o governo Lula enxerga nos fundos de pensão um agente provedor de poupança interna que deveria ser usado para fomentar o desenvolvimento do país, oferecendo dignidade aos seus participantes. Com base nisso, segundo a mesma autora, o governo Lula trabalha na tentativa de “moralizar e/ou domesticar” o capitalismo.

Levando em consideração o período da primeira fase dos PE no Brasil, em que Daniel Dantas propõe um modelo “selvagem”, o governo Lula se ampara nos fundos de pensão para desenvolver sua estratégia de capitalismo humanizado. Jardim explica que:

Nesse contexto, legitimar os fundos e deslegitimar o “capital selvagem” é uma estratégia simbólica que consiste em marcar distinção entre atividade de inclusão social e atividade de especulação; entre os fundos de pensão do passado e os do presente. Como consequência, os fundos de pensão ganham legitimidade social sobre uma atividade puramente econômica. (Jardim, 2007: 77)

Durante o governo Lula chama a atenção o papel desempenhado pelos fundos de pensão perante o mercado financeiro. Através deles é realizada uma inclusão social via mercado financeiro (JARDIM, 2009). No entanto, para adentrar nesse espaço, os fundos de pensão utilizam-se das ferramentas da “boa” governança corporativa, que reivindica os discursos de transparência e responsabilidade social junto aos mercados financeiros. Assim através da GC os fundos de pensão almejavam viabilizar sua atuação ativa nos mercados financeiros.

Dessa forma, durante o governo Lula, surge a versão de PE com “boa” GC. Visto que, desse modo, os fundos de pensão tem a GC como amuleto que garante a transparência dos investimentos e seus direitos sobre a empresa investida. Visto que, o regimento da governança prevê respeitar os direitos dos acionistas.

Logo, a versão de PE ensejada pelos fundos de pensão se opõe aos interesses da versão proposta por Daniel Dantas. Grün (2009) indica que nos últimos anos esse conflito de interesse gerou um campo de disputa, dessa forma o autor propõe sua hipótese: *estaríamos diante de uma manifestação da disputa básica em torno da configuração que o capitalismo brasileiro deve adotar no presente e nos próximos períodos.* (Grün, 2009: 235)

Como o governo Lula tem suas bases enlaçadas aos fundos de pensão e aos sindicatos, durante esse governo eles ganharam poder, dessa forma, sua atuação mais enérgica nesse governo trouxe mudanças na configuração do espaço financeiro brasileiro. Dessa forma, temos em um mesmo espaço atores do mercado financeiro, sindicalista e membros do governo, de modo que, segundo indica Jardim (2009), haveria um diálogo entre essas partes:

O diálogo entre atores do mercado financeiro, sindicalistas e membros do governo Lula traduz, em certa medida, um processo simultâneo de convergência de interesses, levando o governo do PT, sindicais e centrais sindicais a agregarem o conceito de “mercado” a seu tradicional discurso social. Da mesma forma, o mercado financeiro agrega o conceito de social a seu discurso de mercado, culminando em uma leitura recíproca do “social no mercado financeiro. (Jardim 2009: 95)

Grün (2009) aponta que durante o governo Lula ocorreu um processo de financeirização de esquerda. Sendo que o governo passou a atuar nos mercados financeiros, para isso, agregou características peculiares a esse espaço, de modo que, ferramentas e os requisitos dos mercados foram adaptados as noções de governo proposta por Lula.

Nessa financeirização de esquerda uma instituição utilizada para a atuação direta do Estado nos mercados financeiros é a BNDESPAR. Ela atua na modalidade de PE comprando participação acionária de grandes grupos empresariais brasileiros e também na modalidade de VC comprando participação em empresas com alto potencial de crescimento. Por meio da BNDESPAR, o Estado atua de maneira direta nos mercados financeiros. Em seguida, serão apresentados os dados referentes à atuação da BNDESPAR no capitalismo brasileiro contemporâneo por meio da atividade de capital de risco.

3.4 Os estágios da atuação da BNDESPAR por meio do capital de risco

Nesse tópico serão exploradas as etapas da atuação da BNDESPAR por meio da atividade de capital de risco. Porém, antes disso, será apresentado um quadro que mostra as

empresas investidas pela *holding* nesse segmento. Em seguida, será mostrada graficamente a quantidade de participação que a BNDESPAR possui em porcentagem nessas empresas.

ALFATEST	COMTEX	NESBER
ALTUS	COMTRAFO	NETUNO
AMATA	CRP	NORTEC
ARTMED	ELEBRA	OPENCOMERCE
AUTEL	EMPR. TRA. UR. GOIAS	ORBISAT
BIO FILL	ENB-EXTRATOS	OURO FINO
BRASPEROLA	ESTRUTURADORA BR. PROJETOS	POLY EASY
BRIC	ETH BIOENERGIA	PROCABLE
BRQ INFORMATICA	GENOA	PRONOR
CARBOMIL	GRANO	QUALITY
CASA ANGLO	GRAUNA	REIVAX
CBPAK	HIGH BRIDGE	RELASTOMER
CFN	HOSPITAL FEMINA	ROOSTER
CI&T SOFTWARE	IBEMA	S/A CHAPECÓ
CIA. BR. PAR. AGROINDUSTRIAL	INDEPENDENCIA PARTICIPAÇÕES	SEG. BR. CRE. EXPORTAÇÃO
CIA. ABAS. ALAGOAS	IND. NILZA	SENIOR
CTTU	LBR LACTEO	SETAL
CTC	LIFEMED	TAUM
CIA. METROP. SÃO PAULO	LINX	TBM
CIPHER	L. ARAPUA	TECNORED
CLAMBER	MADEF	TEIKON
CLARO	MECTRON	TOP SPORTS
CIA. ELET. ACRE	METANOR	VALE SOLUÇÕES
CIA. ALAGOAS - CEAL	MWI	VALEPAR
	NANOCORE	

Quadro 4 - Listas das empresas investidas na vertente *venture capital* em 2011
Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados no BNDES e na BOVESPA. Dados coletados em 2011.

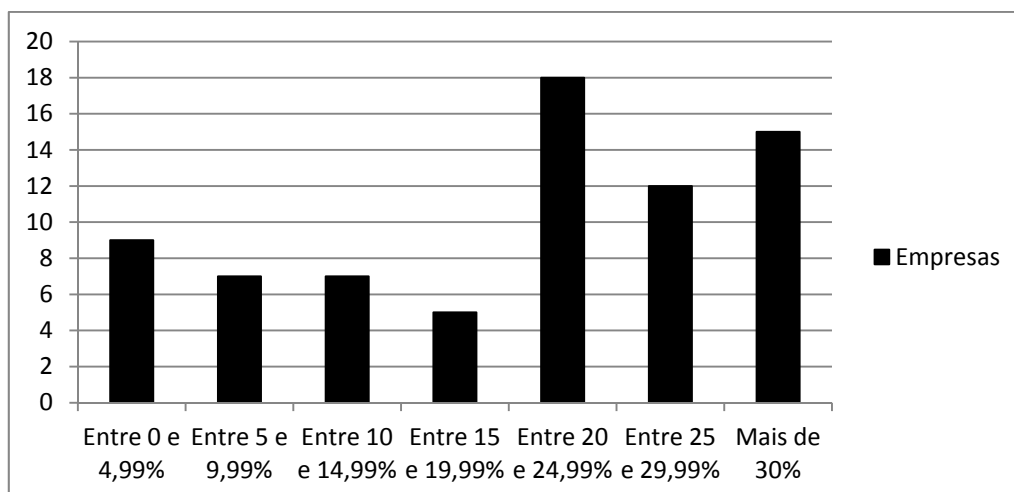


Gráfico 1- Porcentagem de participação acionária da BNDESPAR em empresas de *venture capital*.

Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados no BNDES e Bovespa. Dados coletados em 2011.

Com base no material empírico coletado nessa pesquisa, que incluem as citações dos diretores da BNDESPAR na imprensa de negócios, relatórios anuais do BNDES e os dados referentes às empresas⁹ investidas pelo BNDESPAR na modalidade capital de risco que abriam seu capital, será indicado o modelo de atuação da BNDESPAR na indústria de capital de risco, o qual é constituído de cinco estágios – Figura-2.

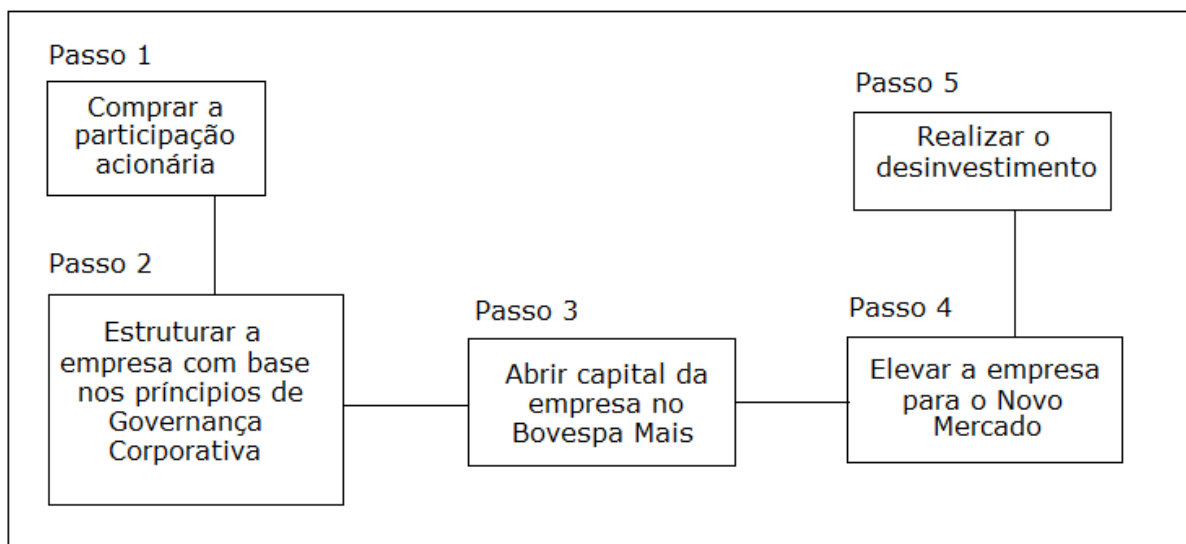


Figura 1 - Estágios da atuação da BNDESPAR nas empresas de *venture capital*

Fonte: Elaborado pelo autor.

⁹ Foram analisadas somente as empresas de *venture capital* que abriam capitais, pois essas, ao contrário das demais, divulgam sua governança corporativa.

O primeiro passo, que envolve a compra da participação acionária na vertente PE é comumente iniciado a partir de uma manifestação de venda de determinada quantia de participação por parte de uma empresa. Em seguida, a BNDESPAR faz sua oferta porém geralmente compete com outros fundos privados nessa negociação. Logo, a empresa que se dispõe a vender sua participação escolheria a oferta que ela julgasse mais interessante. Já na vertente VC a BNDESPAR geralmente lança editais com chamadas públicas para investir em empresas novas com alto potencial de crescimento. Quanto as obrigações que cabem as empresas, tanto em VC quanto PE, envolvem principalmente firmar acordos que certificam que a empresa se adequará as normas de Governança Corporativa exigida pela BNDESPAR.

O segundo passo se inicia assim que a compra de participação por parte da BNDESPAR é consolidada. Nesse estágio a *holding* estatal começa a preparar a empresa para abrir seu capital na BOVESPA, isso é feito através da inserção dos princípios de governança corporativa, bem como a profissionalização do conselho de administração e divulgação dos relatórios por parte da empresa investida. A maneira como os princípios de governança corporativa serão inseridos na empresa são definidos ainda no estágio da negociação, momento em que o acionista impõe as obrigações, em termos de governança, que a empresa investida terá perante ele. Em seguida, quando o negócio é fechado, essas obrigações são firmadas por meio de um contrato de acionista. Como exemplo, veja o contrato de acionista realizado entre a empresa Senior Solution e a BNDESPAR no próximo tópico.

Nesse momento é interessante destacar como essa forma de atuação da BNDESPAR se opõe ao modelo original de capital de risco desenvolvido nos EUA. Enquanto que os fundos norte-americanos caminham no sentido de fechar o capital da empresa, saindo das bolsas de valores, e evitando assim as obrigações de transparência perante o mercado, no Brasil, a BNDESPAR caminha na contramão dessa lógica, de modo que, ela prescreve os princípios de Governança Corporativa nas suas empresas investidas e as prepara para abrir seus respectivos capitais na BOVESPA.

O terceiro estágio envolve abrir o capital da empresa no segmento Bovespa Mais da BOVESPA, para isso a empresa tem que se enquadrar nas exaustivas regras de governança exigida por esse segmento. Esse estágio é destinado somente para as empresas de VC, pois o Bovespa Mais é um segmento da bolsa destinado a incentivar empresas de pequeno porte se adaptarem conforme as normas do mercado financeiro – no próximo tópico esse segmento será melhor explorado. O Bovespa Mais, seria uma espécie de estágio

intermediário para o Novo Mercado (Segmento em que a empresa para fazer parte deve adotar os principais princípios de “boa” Governança Corporativa).

Em seguida, o quarto estágio, envolve elevar a empresa para o Novo mercado da Bovespa, nesse momento a empresa estaria praticando as principais regras de governança corporativa. Por fim, após a empresa ter chegado ao novo mercado, a BNDESPAR realizaria o desinvestimento. Cabe ressaltar que esse modelo não é reproduzido exatamente em todas as empresas que recebem a BNDESPAR, trata-se apenas de um modelo em que os diretores do BNDESPAR dizem, nos relatórios do BNDES, tentarem seguir.

Ao analisar esse modelo de atuação, percebe-se que a BNDESPAR por meio do VC, investe na empresa quando ela está em fase embrionária, momento em que o valor da ação é mais barato. Em seguida ela insere as normas de governança corporativa do mercado de capitais e realiza o desinvestimento das suas ações quando a empresa chega ao Novo Mercado. Dessa forma, o valor de mercado da ação no ato do desinvestimento é muito maior que o valor pago pela BNDESPAR no momento da compra. Logo, o retorno do investimento será lucrativo. Dessa forma, a BNDESPAR encontra uma maneira de fornecer recursos para as empresas e lucrar concomitantemente.

A análise dos dados nos permite indicar que o Estado entende que uma forma de promover o desenvolvimento, por meio da BNDESPAR, envolve elevar as empresas em que ele participa como acionista por meio da indústria de capital de risco ao mercado de capitais. Nessa ação, o Estado incorpora a crença que a governança corporativa seria a ferramenta que resolveria os problemas das empresas, desse modo, fomento nas empresas significa inserir os princípios legitimados no mercado financeiro.

A governança corporativa seria, para a BNDESPAR, uma espécie de “*the best way*”, ou seja, seria um modelo apto a ser aplicado em qualquer empresa de VC. No entanto, conforme as contribuições de Zilbovicius (1999), o modelo não seria reproduzido de maneira igual nas suas aplicações práticas, mas seria responsável por construir a racionalidade dos atores que os aplicam, de modo que as ações desses atores iriam reproduzir o modelo adaptando-o as variáveis específicas do espaço em questão.

Conforme já indicado, a indústria de capital de risco se divide em duas vertentes, sendo uma *venture capital* e outra *private equity*. O caráter do VC envolve injetar recursos em empresas de pequeno porte e com alto potencial de crescimento. Essa ferramenta

seria o argumento que legitimaria a atuação dos *private equity*, pois o discurso do *venture capital* trás a idéia de promover benefícios à sociedade fornecendo recursos a empresas de pequeno e médio porte que teriam dificuldades de alcançar financiamentos através de outros mecanismos, já o *private equity* seria a forma mais agressiva de se extrair valor no capitalismo contemporâneo (Froud & Willians, 2007). Logo, o *private equity* por ser uma ferramenta agressiva do capitalismo, seria legitimado pelo discurso do *venture capital*, que é regado pelo argumento de gerar benefício perante a sociedade.

A BNDESPAR é uma indústria de capital de risco que opera tanto na vertente *venture capital* quanto *private equity*. Dessa forma, o Estado brasileiro através de sua estratégia de promover o desenvolvimento por meio da sua *holding* estaria, ao realizar essa tarefa, sujeito a obter altas taxas de lucros através da extração de valores por meio da atuação de *private equity*.

Froud e Willians (2007) indicam que nos EUA e Inglaterra, embora o VC esteja voltado para inserir dinheiro em empresas de potencial tecnológico de pequeno ou médio porte, apenas 5% do total de recursos são destinados para esse segmento. A maioria dos recursos (95 %), estariam distribuídos no segmento de *private equity*. Esse dado indica que nos países em que a indústria de capital de risco foi desenvolvida, as atenções estão de fato voltadas para o segmento que gera maiores valores.

Quanto á divisão de valores dos investimentos realizados pela BNDESPAR na compra de ações em empresas nacionais em 2008, apenas 1,5%¹⁰ do total dos recursos foi destinado para as empresas de *venture capital*, enquanto 98,5% eram destinados para o segmento *private equity* (Censo FGV, 2011). Esses dados nos indicam que o Estado, através da BNDESPAR, aplica no Brasil os princípios dominantes no capitalismo internacional contudo, ao reproduzir o modelo internacional o Estado insere os interesses da sua política, dessa forma, na indústria de capital de risco, o Estado está mais propenso, por meio da participação acionária, a injetar maiores valores no segmento que envolve maior extração de valor do que a média dos fundos de capital de risco dos EUA e Inglaterra. Não obstante, cabe destacar que esse valor indicado nesse trabalho envolve somente a indústria de capital de risco por meio da atividade de participação acionária. Conforme indicado na introdução desse trabalho, o BNDES possui fundos mútuos fechados, e esses fundos também possuem dinheiro

¹⁰ Os dados do BNDESPAR apontam que são destinados 233 milhões para a indústria de *venture* e 33 bilhões para a industria de *private*.

investido na indústria de VC. Portanto, o valor de 1,5% do total investido em participação acionária da BNDESPAR, não representa o montante total investido pelo BNDES nesse segmento.

Assim, a política da BNDESPAR entende que o desenvolvimento que ela deve realizar por meio de participação acionária na indústria de capital de risco, deve ter maior atenção para as empresas de grande porte que atuam no segmento de *private equity*. Essa estratégia de destinar seus recursos para o segmento de *private equity* seria um dos fatos que estaria contribuindo para a BNDESPAR atingir as maiores taxas de lucros de sua história. Veja a figura abaixo que demonstra os lucros do BNDES, segundo o presidente Luciano Coutinho, a BNDESPAR seria a principal responsável pelo crescimento desses lucros (Registro Senado, 2011).

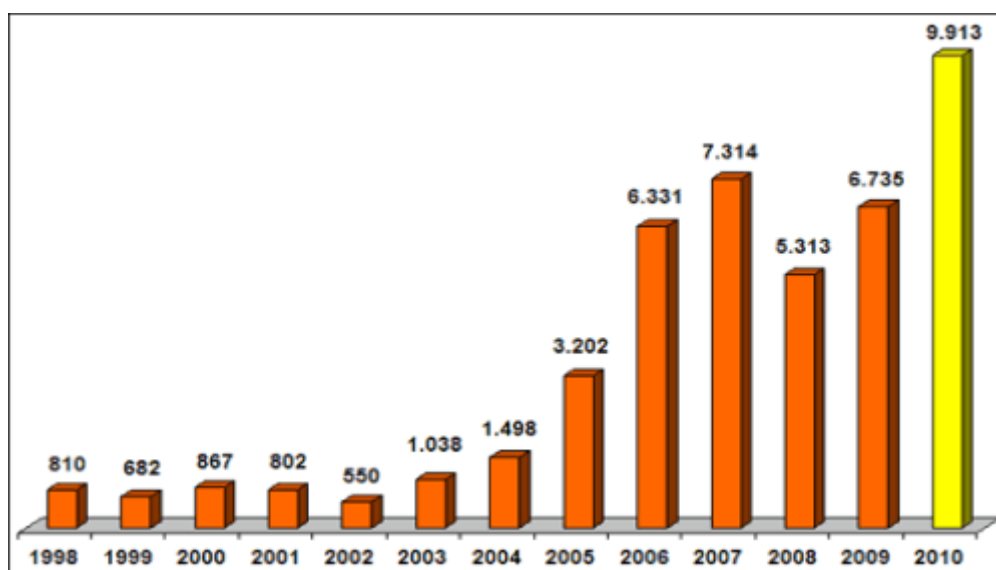


Gráfico 2 - Lucros do BNDES.

Fonte: www.bnades.com.br

3.4 BNDESPAR como desbravadora do mercado de capitais

A atuação da BNDESPAR nos últimos 10 anos foi além da participação dentro das empresas nacionais. A *holding* Estatal também atuou desbravando e incentivando a formação do segmento Bovespa Mais da Bovespa. Nesse tópico apresentaremos, em primeiro lugar, o segmento Bovespa Mais, em seguida será mostrado o papel da BNDESPAR para desbravar esse segmento.

Em 2005 foi criada pela Bovespa uma alternativa para acolher primordialmente empresas de pequeno e médio porte dispostas a ter acesso ao mercado de capitais, trata-se do segmento BOVESPA MAIS (Mercado de Ações para o Ingresso de S.As.). Esse segmento viabiliza a exposição da empresa ao mercado, além de apoiar sua evolução em termos de transparência, ampliação da base de acionistas e liquidez. A ideia é que essas empresas possam antes de atingir o NOVO MERCADO, passar por estágios preliminares de ambientação, exposição ao mercado, formação de profissionais e integração com o setor.

As principais vantagens apontadas no Regulamento do Bovespa Mais¹¹ e pela Bovespa, que aqui destacamos, são as seguintes:

- (i) realização de ofertas iniciais de ações em volumes menores;
- (ii) venda inicial de forma concentrada, junto a um pequeno número de investidores;
- (iii) possibilidade de registro nesse segmento sem a realização de oferta pública no momento inicial;
- (iv) dispensa de manutenção de liquidez mínima (*free float*) de 25% antes do sétimo ano de listagem;
- (v) flexibilização nas negociações, através da possibilidade de admissão de bancos de investimento e distribuidoras, além das corretoras, *calls* em horário programado e de fechamento sempre em ambiente eletrônico;
- (vi) dispensa de manter, no mínimo, cinco membros no Conselho de Administração da Companhia;
- (vii) dispensa de elaboração das demonstrações financeiras em padrão internacional;
- (viii) desnecessidade de tradução para o inglês das informações trimestrais (ITRs);
- (ix) apoio da Bovespa na evolução da companhia na busca de liquidez, através de programas de exposição em relatórios periódicos da Bovespa, publicações da Bovespa enviadas a investidores qualificados, página especial no *site* da Bovespa e apresentação anual da empresa para o mercado;
- (x) desconto nas anuidades da Bovespa de 100% no primeiro ano com redução gradativa até o quarto ano de listagem; e

¹¹ Disponível em www.bovespa.com.br

(xi) formação de profissionais da empresa sobre mercado de capitais e especificamente na área de relações com investidores.

Embora tenha sido criado em 2005, a primeira listagem no Bovespa Mais ocorreu somente em 2008 através do IPO da empresa Nutriplant SA, uma empresa do estado de São Paulo que trabalha com micronutrientes para o setor de fertilizantes. Schapiro (2008) indica que a BNDESPAR teve papel relevante no IPO da Nutriplant através da aquisição de uma participação efetiva, através dessa operação a *holding* estatal comprou os 10% das ações oferecidas na bolsa pela Nutriplant.

Schapiro (2008) chama a atenção para momento da entrada da BNDESPAR nessa operação, a fase de desinvestimento. Nessa etapa é incoerente um VC realizar um investimento. Dessa forma, o autor indica que o interesse que moveu essa operação não era o investimento na Nutriplant, mas sim desbravar o Bovespa Mais.

A motivação da BNDESPAR em desbravar o segmento Bovespa Mais envolvem, acima de tudo interesses próprios, visto que ter no Brasil um segmento em bolsa de valor desenvolvido para investimentos de VC se torna interessante para expansão das atividades da subsidiária do BNDES nessa área. De modo que, a existência de um segmento de mercado de capitais voltado para empresas de pequeno porte seria fundamental para os fundos de VC realizarem seus desinvestimentos através de IPO, ou seja, o segmento Bovespa Mais é essencial para a BNDESPAR continuar reproduzindo sua estratégia de fomento por meio da indústria de VC.

A compra das ações da Nutriplant somente se tornou possível pelo fato da BNDESPAR utilizar sua ferramenta de fomento, o VC. Logo, isso nos indica que o Estado utiliza suas ferramentas de fomento também para desenvolver as estruturas necessárias para alavancar sua estratégia de fomento. Ou seja, pelas veredas do mercado o Estado articula e consolida seu modelo de atuação.

No mesmo ano que a BNDESPAR realizou a compra de ações da Nutriplant, outra empresa presente na sua carteira de VC realizou IPO no Bovespa Mais. Trata-se da Senior Solution, empresa que atua no ramo de tecnologia da informação. Embora essa empresa tenha iniciado o ensaio para ingressar na bolsa em 2008, realizou tal façanha somente em 2012. A chegada dessa empresa no Bovespa Mais se deve essencialmente a BNDESPAR.

Em 2005 a *holding* estatal adquiriu participação acionária da Senior Solution e estabeleceu, por meio de acordo de acionista, que essa empresa deveria abrir seu capital na Bovespa através do segmento Bovespa Mais.

Abaixo são indicadas as principais exigências feitas pela BNDESPAR¹² no acordo de acionista realizado em 2005¹³.

1 – A gestão deveria ser profissional utilizando das melhores práticas de GC com ênfase na transparência e divulgação periódica e frequente aos acionistas;

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

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

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

Logo, entende-se, com base no caso acima, que a BNDESPAR possui o papel de desenvolver o segmento Bovespa Mais encaminhando suas empresas investidas para esse segmento. O segundo passo seria encaminhar para o Novo Mercado. Para realizar essas operações, inicialmente a BNDESPAR instituiu os “melhores” princípios de governança corporativa, conforme indicado no tópico anterior. Dessa forma, a empresa que recebe o investimento da *holding* estatal vivencia um processo de estruturação seguindo as regras requeridas pelo mercado de capitais.

Em seguida será apresentado um estudo de caso em uma empresa que recebeu o investimento em PE da BNDESPAR. Devido à dificuldade de acesso as informações corporativas nas empresas investidas pela BNDESPAR nessa vertente, haja vista que essas por não terem capital aberto não divulgam suas governança corporativa, escolheu-se estudar

¹² Nesse acordo de acionista é possível perceber o modelo de atuação da BNDESPAR indicado na figura 2 presente no tópico anterior

¹³ Esse acordo de acionista está disponível em www.bovespa.com.br

um caso particular para amenizar a carência de dados secundários encontradas. As informações sobre a empresa caso foram obtidas por meio de entrevista.

3.5 O caso ALTUS

Para melhor entender a atuação do BNDESPAR na vertente de capital de risco, analisou-se um caso particular, a empresa ALTUS. Essa empresa do ramo de inovação foi escolhida para essa análise porquê recebeu participação da BNDESPAR em dois momentos. O primeiro envolve o período 1990/2004. O segundo momento envolve o período 2010/atual. Por ser uma empresa de capital fechado, nem todas as informações estão disponíveis nos relatórios *online*. Para cobrir essa lacuna, realizou-se uma entrevista com um representante da empresa que faz parte do conselho de administração e, além disso, é diretor financeiro na empresa. A seguir são detalhadas as informações sobre a empresa ALTUS.

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

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

No mercado de integração de sistemas, a Altus é referência no fornecimento de soluções para os setores de Energia Elétrica, Óleo & Gás e Transportes. Desenvolve os projetos com reconhecidos padrões tecnológicos, o que garante eficiência e confiabilidade ao cliente.

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

Sua matriz está situada no Polo de Informática de São Leopoldo/RS, junto a Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos). A Altus conta com filiais em São Paulo, Campinas, Rio de Janeiro, Macaé, Belo Horizonte, Salvador, Curitiba, Sapucaia do Sul e Porto Alegre.

Missão

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

Visão

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

Negócio

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

Quadro 5 - A empresa ALTUS

Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados em www.altus.com.br. Dados coletados em 2012

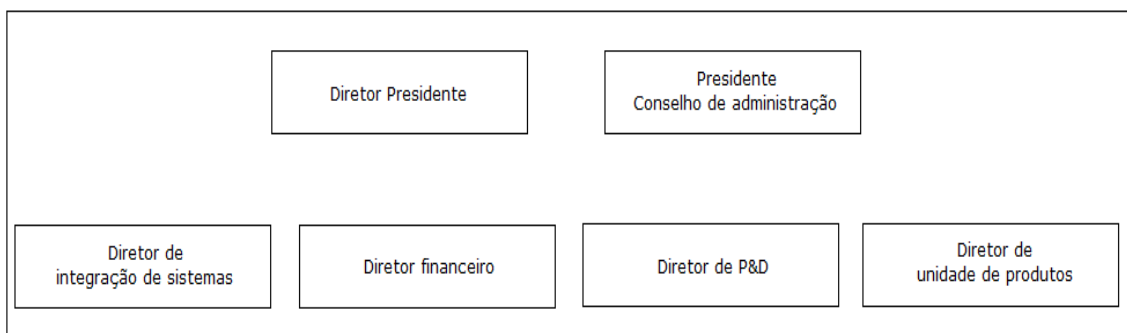


Figura 2 - Hierarquia organizacional da empresa ALTUS

Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados em www.altus.com.br. Dados coletados em 2012

A atuação da BNDESPAR na empresa ALTUS teve início na década de 1990. Nesse ano a *holding* estatal comprou 17% das ações desta empresa, e passado alguns anos foi adquirido mais 7%, totalizando 24 % das ações para o controle da BNDESPAR. Nos períodos 2010/atual a porcentagem em participação da subsidiária do BNDES também se alojava sobre os 24%. Quando a BNDESPAR realizou o desinvestimentos de suas ações em 2004, a própria ALTUS as comprou novamente.

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

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

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

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

“Ter o BNDES como financiador e bem diferente de tê-lo como sócio, como financiador o resgate do recurso investido por eles é formalizado por contratos, já como sócio o resgate do investimento vai depender da valorização da ação da nossa empresa, assim é comum que o monitoramento por parte deles seja muito mais efetivo quando eles compram participação da nossa empresa”. (Dados entrevista, 2012)

O entrevistado também indicou que a atuação da BNDESPAR é similar a de um *private equity* de um fundo privado. O entrevistado também informou que atualmente, diferente do período anterior, a BNDESPAR cria na empresa o espírito de governança. Ela busca fazer a empresa funcionar conforme a lógica do mercado. No entanto o entrevistado se

queixou que a preocupação da subsidiária do BNDES esta centrada na “forma” de governança e não na estratégia do negócio.

Essa preocupação centrada na forma de governança, segundo o entrevistado, já se inicia com o representante que a BNDESPAR aloca pra acompanhar as reuniões da empresa. Geralmente esse profissional tem pouco conhecimento na área de estratégia empresarial e do negócio, trata-se de um profissional que é treinado para cobrar transparência, cumprimentos de datas e investimentos ambientais.

Outro dever que a empresa passa a ter por receber a BNDESPAR como sócio é a abertura de capitais. Na ALTUS isso foi firmado já no acordo de acionista. Nele foi estipulado que a empresa deve ocupar o segmento do novo mercado da Bovespa até 2018, sendo que, somente um ano após a BNDESPAR teria liberdade de vender sua participação. Além disso, a ALTUS deveria abrir capital no Bovespa Mais até 2013. Essa data não era prevista no acordo de acionista, mas por conta da empresa investida ter atrasado relatórios, realizou-se um novo acordo, e para compensar os atrasos de relatórios a ALTUS teria que realizar IPO no Bovespa Mais em um período de até 12 meses.

De acordo com os resultados obtidos nas entrevistas se perceberam três diferenças fundamentais do período anterior (governo Cardoso) para o atual (Governo Lula-Dilma). Elas serão indicadas no próximo quadro.

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

Quadro 6 - Diferenças entre os dois períodos que a ALTUS recebeu participação da BNDESPAR

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

De acordo com os dados apresentados, é possível indicar que nas últimas duas décadas ocorreu uma mudança de ênfase na dinâmica de atuação do capital de risco da BNDESPAR. Bourdieu (2001) indica que a ênfase dada a certos elementos culturais pode variar no decorrer do tempo. As estruturas culturais que mais se adequem as construções simbólicas prevalecte em um determinado período e espaço receberam maior ênfase.

Percebe-se que durante a década de 1990 a atuação realizada pelo BNDESPAR por meio do capital de risco, que aconteceu através do primeiro do e segundo plano CONTEC, tinha muito mais um caráter de empréstimo do que um caráter baseado no modelo de PE vigorado capitalismo internacional. O tempo longo para se realizar o desinvestimento da ação, que chegava a durar mais de dez anos, a forma que era realizada o resgate do investimento, que era sem IPO, indica-nos que a estratégia de PE era muito parecida com de um empréstimo tradicional. Conforme indicado, pelo próprio entrevistado, nessa época a atuação da BNDESPAR tinha uma conotação de empréstimo (Dados entrevista, 2012).

Essa maneira de atuação da BNDESPAR pode ser explicada por conta das estruturas simbólicas prevalectes durante a década de 1990. Nesse período, os princípios de capitalismo internacional estavam chegando ao Brasil e, até então, a maneira tradicional de fornecer recursos pelo Estado a uma empresa nacional por meio de empréstimo tinha uma

predominância cultural. Desse modo, mesmo o Brasil tendo uma ferramenta de caráter financeiro desde o final da década de 1980 que era a BNDESPAR, a forma de atuar dessa ferramenta era muito mais parecida com a maneira tradicional de empréstimo do que com a maneira financeira, conforme ocorria no capitalismo internacional.

A partir dos anos 2000, que o modelo de capitalismo internacional começa a se institucionalizar no Brasil, conforme indica Grun (2005), a atuação da BNDESPAR através do capital de risco começa a tomar uma nova forma, devido principalmente as políticas trazidas pelo governo Lula. Nesse momento a BNDESPAR passa utilizar ferramentas e estratégias que tornam sua atuação mais financeira, bem como, governança corporativa e IPO em bolsa de valores, no entanto, ela segue o sentido contrário da versão original de um PE norte-americano, pois sua atuação promove os discursos de transparência e abertura de capital. Ou seja, as construções simbólicas da década de 2000 viabilizaram esse novo modelo de atuação da BNDESPAR

A análise do caso ALTUS também nos permite reforçar a ideia que a BNDESPAR atua conforme o modelo indicado na figura 2. E como já indicado, esse modelo não seria reproduzido sempre de forma idêntica, mas ele serviria para guiar a racionalidade da ação dos atores que tomariam as decisões.

4 A ATUAÇÃO DA BNDESPAR POR MEIO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

Nesse capítulo as atenções estarão voltadas para a atuação da BNDESPAR em empresas de capital aberto. Argumentando que a governança corporativa (GC) é a ferramenta que viabiliza a atuação do Estado no mercado financeiro. Inicialmente será apresentada a atuação da BNDESPAR nesse espaço, em seguida serão mostrados e analisados os dados sobre a atuação da *holding* estatal nas empresas com capital aberto. Por fim, separado um tópico para analisar a difusão dos princípios de GC realizada pela BNDESPAR.

4.1 Participação em ações: BNDES como subscritor de valores mobiliários

As participações em ações realizadas pelo BNDES, através do produto subscrição de valores mobiliários, se referem também à compra de participação acionária de empresas que possuem capital aberto em bolsa de valores. O BNDES define essa atuação da seguinte maneira:

Subscrição, pela BNDESPAR, em emissão pública ou privada, de ações ou outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações ou de qualquer modo transformáveis, resgatáveis ou lastreados em ações, observado o disposto na Política de Atuação em Renda Variável do BNDES. As participações acionárias detidas pela BNDESPAR deverão ter caráter minoritário, transitório e com atuação não executiva. Beneficiário: Sociedades constituídas de acordo com a legislação brasileira, sob a forma de sociedades anônimas, com sede e administração no Brasil, observado o Estatuto Social da BNDESPAR e o Regulamento Geral de Operações do Sistema BNDES (BNDES, 2013)

Essa forma da BNDESPAR atuar em empresas de capital aberto se tornou legítima devido às mudanças ocorridas na dinâmica organizacional brasileira, conforme já indicado no segundo capítulo. Desde 2002, devido principalmente ao novo governo iniciado no Brasil, o número de empresas que abriram seus capitais na Bovespa aumentaram de maneira significativa. Com isso, a BNDESPAR enxergou uma vereda para também atuar nesse espaço. Em seguida serão apresentados os dados sobre essa atuação.

4.2 Apresentação dos dados

Em 2011 a *holding* estatal possui uma carteira de participação composta por 75 empresas. Abaixo são indicadas as empresas investidas e também a quantidade de participação em porcentagem. Quanto a porcentagem em participação, percebe-se uma orientação voltada para o papel de acionista minoritário, pois na maioria das empresas a BNDESPAR possui menos de 5% de ações.

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

Quadro 7 - Empresas investidas pela BNDESPAR na vertente *private equity*

Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados no BNDES e na BOVESPA. Dados coletados em 2011.

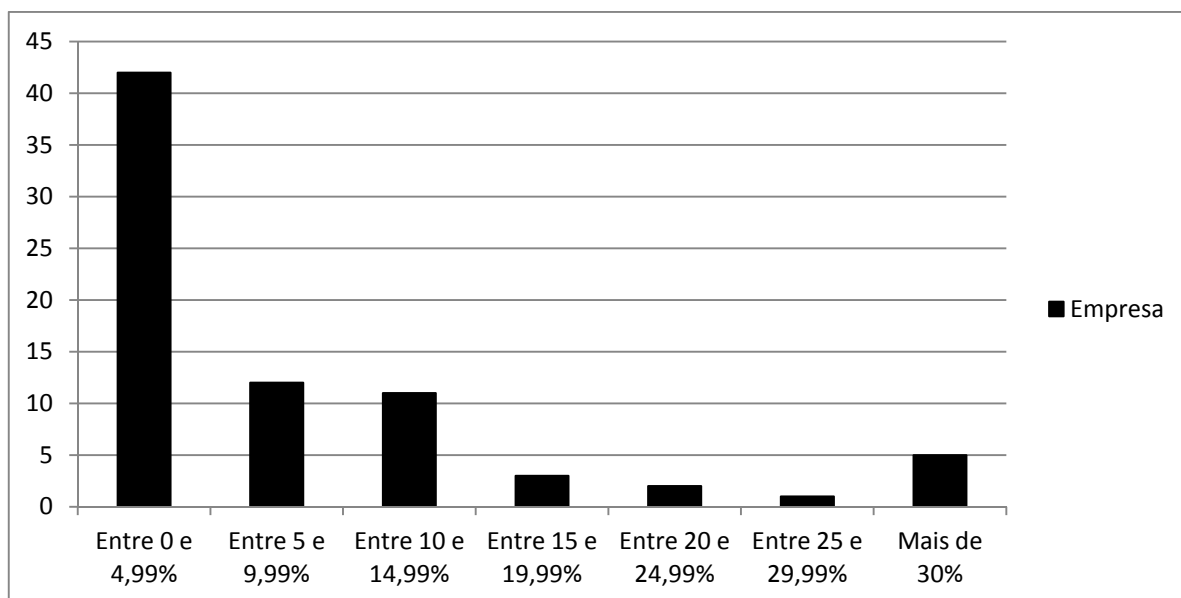


Gráfico 3- Porcentagem em participação acionária da BNDESPAR nas empresas de *private equity*.

Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados na Bovespa e BNDES. Dados coletados em 2011.

Será argumentado nos próximos tópicos que a atuação da BNDESPAR durante o governo Lula está acoplada ao processo de financeirização de esquerda. No mercado financeiro brasileiro o objetivo da *holding* estatal é, através de sua participação nas empresas brasileiras, fomentar o desenvolvimento. Embora a subsidiária do BNDES atue na lógica de um PE, seu modelo não se ampara na ideia inicial trazida por Daniel Dantas, temos na versão da BNDESPAR um PE “à brasileira”, no qual, nele os interesses do governo são diluídos e operacionalizados através da GC, conforme fora analisado nos anteriores tópicos. Nas empresas de capital aberto, a GC também é crucial para operacionalizar a atuação do Estado, por meio da BNDESPAR, no mercado financeiro.

De acordo com Luciano Coutinho, as três principais metas de atuação da BNDESPAR, por meio da participação em empresas de capital aberto, envolvem instituir nas empresas brasileiras os princípios de “boa” GC, reestruturar empresas que estão correndo o risco de falência e, através de apoio em fusões ajudar setores que estão em dificuldades (Registro Senado, 2011). No próximo tópico, será estudada a atuação da BNDESPAR nos movimentos de fusão e falência de empresas. Em seguida, será analisado o papel da estatal difundindo a GC.

4.3 A atuação da BNDESPAR nos movimentos de fusão e falência

A BNDESPAR atua em empresas que correm risco de falência onde a participação da *holding* estatal é guiada pelo processo de inserir GC. Inicialmente, a BNDESPAR compra as ações desse tipo de empresa, em seguida ocorre o processo de estruturá-las conforme os princípios de governança e elevá-las, por fim, a abrir capital na BOVESPA ou então elevá-las ao Novo Mercado. Trata-se de um processo similar aos realizados nos investimentos de capital de risco, conforme indicado no capítulo anterior, no entanto em empresas de grande porte.

Nessas operações de reestruturar empresas que correm o risco de falência, a GC continua exercendo um papel de “*the best way*”, sendo que esse modelo estaria na racionalidade dos tomadores de decisão. Dessa maneira, a crença dos atores que ocupam os cargos de executivos da BNDESPAR seria que a GC teria a solução para os problemas de empresas que correm o risco de falência. Cabe indicar que, reestruturar a empresa, segundo a subsidiária do BNDES, envolve inserir a “boa” GC e não necessariamente participar da estratégia do negócio em que a corporação em questão está envolvida.

Outra forma de ajudar empresas que correm o risco de falência realizada pela BNDESPAR é a estratégia de fusão. Em intervenções dessa natureza, a *holding* estatal exerce um papel de “cimento”, visto que ela injeta recursos para viabilizar essas operações em empresas de um mesmo setor, recebendo em troca participação acionária. A justificativa do banco para esse tipo de atividade é de, além de evitar que grandes empresas venham quebrar, formar corporações nacionais campeãs no mercado mundial. Exemplos recentes desse fenômeno é o caso Fíbria e BR Foods.

Nos dois casos apresentados foram envolvidos grandes grupos nacionais. No caso Fíbria ocorreu à junção entre os grupos Votoratim e Aracruz Celulose. Esse segundo, estava em dificuldades financeiras e, através de recursos vindouros da BNDESPAR, viabilizou-se um processo de fusão entre os dois grupos (Valor econômico, 2010). O processo foi similar com a BR Foods, a Sadia contraiu enorme dívida em operações cambiais, assim o caminho a ser seguido foi se fundir com a Perdigão através de recursos do BNDESPAR. Em ambas as operações o fornecimento de recursos por parte do BNDESPAR ocorreu por meio de compra de participação acionária assim, após a fusão, a subsidiária do BNDES se tornou acionista das empresas.

Nas duas operações a BNDESPAR evitou a falência de empresas relevantes no cenário econômico brasileiro. Entende-se que a estratégia adotada pelo Estado, por meio da BNDESPAR, está relacionada a uma mudança de ênfase¹⁴, conforme já indicado no capítulo anterior. Evitar a falência por meio de compra de participação acionária a partir da década de 2000 se tornou legítimo devido às construções simbólicas desenvolvidas em torno do modelo de capitalismo financeiro. Caso essa mesma operação acontecesse em um período anterior, em que as construções simbólicas se legitimavam em torno da ideia de financiamentos tradicionais, é bem provável que o Estado forneceria recursos através de empréstimos para evitar a falência das empresas.

A principal diferença em fornecer crédito para fusão de empresas por meio de financiamento e participação acionária está em torno do resgate do investimento. Na primeira existe um grande risco da empresa que recebe o benefício não consiga honrar com o compromisso. Na segunda esse risco continua existindo, contudo, nesse modelo o Estado pode atuar diretamente na empresa a estruturando já que ele se tornou um acionista, e o resgate do recurso será feito por meio de venda de ações.

Os dados apresentados sobre a atuação da BNDESPAR nos movimentos de fusões nos permitem indicar que além de prescrever a GC, o Estado se dispõe a tentar suavizar as conseqüências como, por exemplo, as falências de grandes corporações nacionais, causadas pelo modelo de capitalismo financeiro. Ou seja, além de prescrever um modelo para o desenvolvimento, o Estado se dispõe a injetar recursos com o propósito de amenizar, em determinados casos, as conseqüências negativas que esse modelo gera. Desse modo, as empresas Sadia e Aracruz que falharam em suas estratégias perante o mercado financeiro, receberam aporte da BNDESPAR para se fundirem com outra empresa e, dessa forma, diminuir as conseqüências sociais que falências de grandes grupos poderiam causar.

Devido principalmente a atuação da BNDESPAR em empresas que estão em risco de falência, a *holding* estatal é considerada pelo seu atual presidente como uma ferramenta de capitalismo humanizado (Registro senado, 2011). Coutinho não considera sequer a *holding* como um fundo de PE, segundo suas palavras:

¹⁴ Bourdieu (2001) indica que a ênfase dado a certos elementos culturais pode variar no decorrer do tempo. As estruturas culturais que mais se adequarem as construções simbólicas prevalecente em um determinado período e espaço receberam maior ênfase.

Essa estratégia, porém, não é um *private equity*. *Private equity*, em geral, são fundos que tentam fazer esse mesmo tipo de política que nós fazemos, mas com um horizonte de 1 ano ou 2 anos, no máximo; portanto, buscam uma estratégia muito oportunista. Nossa visão se ampara no lado social de promover o desenvolvimento da empresas a estruturando para atuar nos mercados financeiros, somente depois dessa missão que realizamos o desinvestimento. (REGISTRO SENADO, 2011: 115).

Coutinho também indica em seus discursos que a subsidiária do BNDES está propensa a apoiar a formação de empresas nacionais campeãs, para isso a estratégia é apoiar a fusão de empresas líderes em seus determinados setores de atuação (Registro Senado, 2011). Para esse fenômeno ser viabilizado a *holding* estatal forneceria o recurso financeiro através de compra de participação acionária, tornando-se acionista do novo grupo que surgirá através da fusão. Dessa forma, um dos caminhos para o Estado operacionalizar suas estratégias tem sido a indústria de capital de risco, sendo que a BNDESPAR seria o órgão responsável em representar o Estado nesse espaço.

Assim, ao analisarmos o período Cardoso e Lula, percebemos no primeiro o papel das empresas estatais, no qual o controle era centrado nas mãos do Estado. Vieram os movimentos de privatizações e a grande maioria das estatais foram adquiridas por grupos privados. Diante desse contexto, com a chegada do governo Lula, o Estado encontrou uma nova forma de continuar circulando seus interesses de maneira direta dentro de empresas privadas. Tal fenômeno ocorre por meio da compra de participação acionária via BNDESPAR, sendo que as ferramentas que viabilizam a atuação estatal nessas empresas é a GC, através dela o Estado garante seus direitos de acionista, bem como direito a voto nos conselhos de administração. Desse modo, utilizando o termo de Jardim e Mundo Neto (2012), o Estado exerce o papel de “articulador”, visto que, na posição de acionista institucional, seus interesses podem ser articulados dentro da empresa.

Em 2011 a BNDESPAR participou do escândalo gerado pela tentativa de fusão dos grupos Carrefour e Pão de Açúcar. A *holding* estatal atuaria nessa operação fornecendo o recurso por meio de compra de participação acionária para viabilizá-la. Todavia, a concretização dessa fusão descumpriria o acordo de acionista entre o Pão de Açúcar e um de seus acionistas, o grupo Cassino. O acordo firmava que esse último grupo teria o direito de se tornar majoritário em curto período de tempo. Esse era o problema que comprometia a fusão, ela iria desrespeitar os direitos de propriedades de um acionista (Cassino) do Pão de Açúcar.

Dessa forma, a fusão que a BNDESPAR estava apoiando desrespeitaria os princípios da “boa” GC, que é tanto pregado pela subsidiária do BNDES.

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

4.4 A Governança Corporativa nas empresas investidas

Separou-se essa parte para analisar a GC das empresas de capital aberto investida pela BNDESPAR. Pretende-se entender qual a orientação, em termos de GC, dos grandes grupos empresariais que compõe a carteira de ações da BNDESPAR.

O surgimento da GC como ferramenta de gestão ocorreu nos EUA durante a década de 1980. A partir desse período os acionistas movem uma reação em prol dos seus interesses perante a empresa dessa forma, surge uma coalizão de interesses entre eles e os gerentes, os últimos eram vistos pelos acionistas como violadores dos seus direitos. Por conta das assimetrias desse conflito surgiu nesse período uma intensificação de estudos e pesquisas tanto no âmbito acadêmico como no empresarial e governamental, que culminou na criação de procedimentos e práticas de gestão que gerassem maior cobrança sobre os administradores na condução dos negócios das empresas.

Grun (2005) indica que a institucionalização da GC no Brasil vai além dos limites da racionalidade econômica, visto que esse fenômeno envolveu um jogo de interesses entre atores que representavam a elite do Brasil. Nesse jogo de interesses houve um processo de convergência aos princípios de GC por atores como gestores de fundos de pensão, sindicalistas, governo Lula, e consultores organizacionais. O autor ainda indica que esses grupos deixam sua marca no modelo de governança, de modo que a governança brasileira passa então a possuir características próprias.

Em 1999 foi instituído no Brasil o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Esse órgão tem como objetivo através da GC contribuir para o

desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade. O IBGC define que

A governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2005).

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

Assim, nessa pesquisa, foram analisadas a GC das empresas investidas pela BNDESPAR na vertente de capital aberto. Para isso verificou-se os seus segmentos de GC e índices dessas empresas na Bovespa. Foram considerados sete índices (IBOVESPA, IBRX50, IBRX, ISE, IGC, ITAG, IDIV) e cinco níveis (Bovespa Mais, Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Nos próximos dois quadros esses índices são melhores explicados. E na próxima figura são posicionadas as empresas no espaço conforme a quantidade de índices (eixo vertical) e o segmento que cada empresa se enquadra na bolsa (eixo horizontal).

	<u>BOVESPA MAIS</u>	<u>NOVO MERCADO</u>	<u>NÍVEL 2</u>	<u>NÍVEL 1</u>	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra

Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Quadro 8 - Diferenças entre os segmentos que caracterizam a governança corporativa na BOVESPA

Fonte: BOVESPA – www.bovespa.com.br. Elaborado pelo autor.

O ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial tem por objetivo refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, e também atuar como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro.

O IBrX50 - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 50 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro.

O IBrX - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro.

Nível 1 – N1 - As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Estão neste nível as empresas que respeitam as regras

mínimas da governança corporativa.

Nível 2 – N2 - As Companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

NOVO MERCADO – NM - O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

MA - O BOVESPA MAIS é o segmento de listagem do mercado de balcão organizado administrado pela BOVESPA idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata.

Quadro 9 - Segmentos que representam os níveis de governança corporativa e os certificados disponíveis para empresas listadas na Bovespa

Fonte: site institucional da BOVESPA – www.bovespa.com.br acessado em 21/09/2009.

Elaborado pelo autor

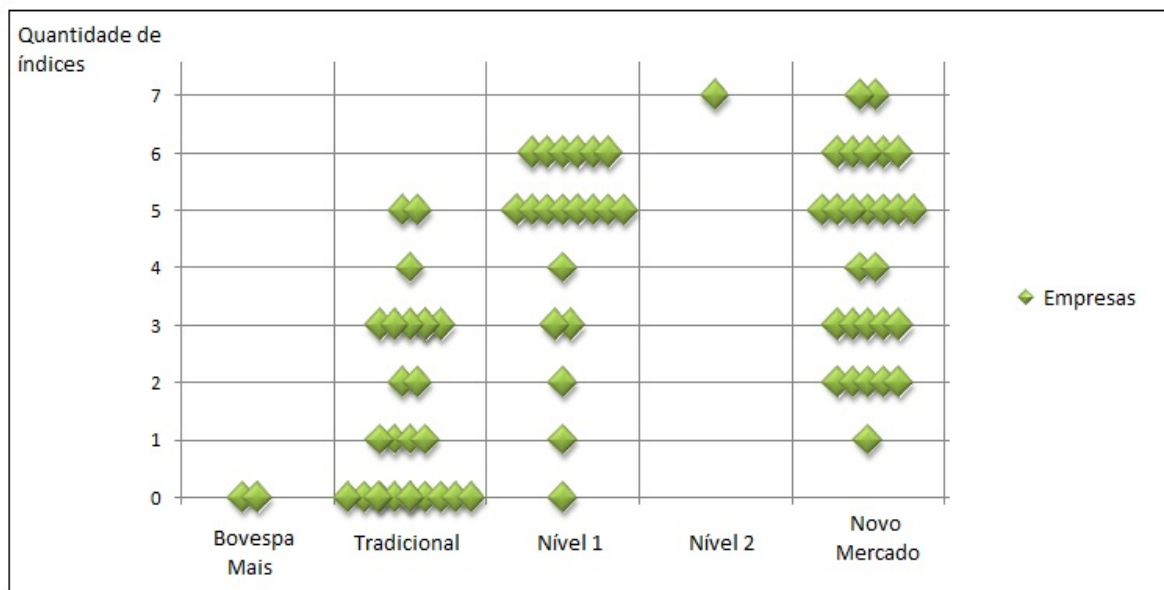


Figura 3- Níveis e quantidades de índices de governança corporativa das empresas investidas pela BNDESPAR

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados na BMF&Bovespa e no BNDES. Acesso em dezembro de 2011.

Vale ressaltar que os níveis de GC da bolsa, em ordem crescente, são Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. É possível verificar que há um grupo, que corresponde a aproximadamente 33% das empresas que está nos níveis mais baixos de GC da Bovespa, os segmentos Bovespa Mais e Tradicional. A maioria, 63% da amostra estão no Novo Mercado, principal segmento, ou no Nível 1.

Quanto aos índices de GC, participam do IBOVESPA, principal índice da Bovespa 40% das empresas que compõe a amostra. Analisadas em conjunto, representam numericamente 63% do total do IBOVESPA. Das 76 empresas com participação da estatal, 47 delas compõem o IBRX. Também chama atenção a quantidade de empresas que possuem o IBRX50 (para compor esse índice a empresa precisa ser uma das 50 ações com maior índice de negociabilidade apurados nos doze meses anteriores à reavaliação). Formam um grupo de 31 empresas, representam, numericamente, 62% do total (50) das que participam do índice. Participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), 26 empresas. Se comparado com total geral de empresas que possuem esse índice na Bovespa, 37 empresas, 70% delas recebem investimentos da BNDESPAR.

Através dos índices IBOVESPA, IBRX e IBRX50, podemos indicar que a escolha da BNDESPAR para realizar investimento em participação estaria voltado para os maiores grupos brasileiros, pois um grande conjunto de empresas presentes nesses índices possuem participação da subsidiária do BNDES. Ou seja, esse dado nos revela que haveria uma preocupação do Estado em estar presente nas grandes empresas do país.

Sartore (2012) indica que no espaço financeiro o discurso com preocupações sociais e ambientais são acatadas pelas empresas, sendo que o acionista é determinante para a política de sustentabilidade que a empresa irá adotar de modo que essas políticas deveriam respeitar o pilar de gerar valor para o acionista. Assim, estar presente no ISE geraria valor moral perante o mercado, seria uma forma de difundir uma imagem sustentável via mercado financeiro, por consequência, a sustentabilidade se torna uma ferramenta que é acadata pela GC brasileira pois o valor moral que ela trás credencia a empresa ser reconhecida como “boa opção” de investimento, logo, alcançar o ISE traria valor ao acionista. Diante disso, a BNDESPAR, por ser estatal, teria uma orientação voltada para transmitir uma imagem direcionada às preocupações sociais e ambientais no mercado financeiro, sendo que essa orientação para investimentos marcados pelos princípios de sustentabilidade seria uma das explicações centrais que explicam o motivo de 70% das empresas que estão no ISE receberem investimento da BNDESPAR.

Em relação ao perfil de monitoramento das empresas que compõe a amostra, em 70% das empresas investidas há conselho fiscal e em 45% delas existem Comitês. Em apenas 10% das empresas, o presidente do conselho de administração ocupa também a posição de presidência executiva.

Mundo Neto (2012) indica, ao estudar o setor sucroalcooleiro, que os conselhos de administração estariam sendo profissionalizados com a presença de executivos do mercado financeiro. Esse autor aponta que teríamos uma mudança na gestão das empresas do setor sucroalcooleiro, de modo que a gestão familiar estaria sendo substituída pela gestão regida pelos acionistas, dessa forma, os espaços reservados nos conselhos de administração para membros familiares, estariam sendo ocupados por executivos especialistas em finanças. Nesse estudo, verificou que esse fenômeno também estaria ocorrendo nas empresas investidas pela BNDESPAR na vertente *private equity*. Devido a ambição das empresas obterem práticas legítimas de GC, possuir um conselho de administração ausente de membros familiares seria uma escolha que traria valor moral perante o discurso da transparência.

Entende-se, com base nos dados apresentados, que as empresas que compõe a carteira da BNDESPAR na vertente capital aberto estariam orientadas de acordo com principais segmentos e índices da Bovespa. Um dos motivos que explica esse dado seria o papel desempenhado pela BNDESPAR, pois ela prega nas suas empresas investidas os princípios da “boa” GC. Dessa forma, os dados relacionados à GC das empresas investidas ajudam a reforçar a idéia de que a BNDESPAR entende a GC como o “*the best way*”.

Para as empresas investidas, chegar ao segmento Novo Mercado seria uma meta visto que tal façanha traria grande valor simbólico perante seus acionistas, além disso, valorizaria suas ações no mercado financeiro. Desse modo, o fato dessas empresas investidas atingirem os principais segmentos de GC da Bovespa seria um indício de maiores lucros para a BNDESPAR.

Esse trabalho se preocupa em indicar os interesses do Estado prescrever, por meio da BNDESPAR, a GC nas empresas brasileiras. É importante lembrar que o PE é uma ferramenta que em sua forma original se opõe aos princípios da GC, pois essa última é modelo burocrático regido pela transparência. No entanto, conforme indica Grün (2009), no Brasil teria ocorrido um processo de financerização de esquerda, em que se originou a versão dos PE com governança. A GC foi a ferramenta que viabilizou a possibilidade do Estado expandir sua atuação como acionista, pois seus princípios determinam que as empresas que recebem seus investimentos devem honrar os direitos de acionista da estatal.

A GC permite que o Estado tenha direito a representantes nos conselhos ou direito a voto nas reuniões das empresas investidas. Dessa forma, a BNDESPAR teria certo

poder perante a tomada de decisão da empresa, sendo que o tamanho desse poder seria proporcional a quantidade de participação acionária pertencente a *holding* estatal. Ou seja, é possível nesse modelo o Estado “articular” seus interesses dentro da empresa, pois a BNDESPAR atua de forma direta nessas organizações.

Percebe-se que por meio da GC o Estado passou a participar efetivamente do mercado, dessa forma, ele consegue (por estar na posição de acionista) conhecer de maneira mais minuciosa suas empresas investidas e, por conhecer essas empresas, ele pode trabalhar para ajudar a evitar que essas empresas quebrem ou então evitar que sejam vendidas para uma empresa internacional. Além disso, as externalidades negativas, tanto sociais quanto ambientais que são causadas pelas empresas, poderiam ser domesticadas pelo Estado, claro, em certa medida, pois o poder da BNDESPAR nas suas empresas investidas depende da quantidade de ações que ela possui.

A GC também permite que o Estado possa atuar como acionista em um grande universo de empresas, pois devido à transparência que faz com que as empresas exponham seus resultados, fica mais fácil o monitoramento dos investimentos realizados pela BNDESPAR. Isso nos mostra uma diferença em relação ao período anterior, a década de 1990. Nesse período, havia um grande número de empresas estatais, já no período seguinte, a partir da década de 2000, a quantidade de estatais diminuiu, contudo o Estado redefine sua posição e expande sua atuação por meio da indústria de capital de risco, principalmente através da ferramenta de PE com governança e participação em ações de empresas de capital aberto.

Desse modo, a GC viabilizou a adaptação do Estado brasileiro a uma nova ordem econômica presente no capitalismo internacional. Comparando os últimos vinte anos, temos na década de 1990 um Estado que tinha a função de gerir a empresa como um todo e nessa função, receber críticas pelas demoras nas transações geradas pela burocracia. Já na década seguinte, a posição do Estado é a de acionista, o qual seu papel envolve monitorar a gestão feita por um grupo privado e articular seus interesses nesse grupo por meio dos acordos de acionista. Além disso, nesse último modelo, ele consegue estar presente nas principais corporações brasileiras.

Grun (2005) indicou que o processo de institucionalização da GC no Brasil envolveu diversos atores que aderiram ao novo modelo por interesses próprios. Dentre esses

atores, destaca-se o Estado que além de aderir aos novos princípios também os prescreve na economia brasileira. Entende-se que esse papel do Estado em proliferar a GC é justificado, dentre outros, pelo fato de dela viabilizar sua atuação no capitalismo financeiro. Visto que, o Estado atuar como uma *holding* de PE original seria um fenômeno imoral devido à falta de transparência desse tipo de ferramenta financeira, dessa forma, para atuar nesse espaço o Estado adota a GC.

Através da GC o Estado consegue exprimir de forma legítima seu interesse perante as empresas que atua, porém, utilizando o termo de Jardim e Mundo Neto (2012), esse Estado exerce o papel de “articulador”, visto que na posição de acionista institucional, seus interesses não podem ser impostos de maneira direta nas tomadas de decisões, porém eles podem ser articulados, haja vista que para isso, o Estado teria que mobilizar os demais acionistas a acatarem os interesses estatais.

Essa forma de atuar da BNDESPAR recebe críticas de alguns atores. Um deles é das indústrias de capital de risco concorrentes da BNDESPAR (principalmente as empresas privadas de Armínio Fraga¹⁵ e Antônio Kandir¹⁶). Essas levantam críticas em relação à dificuldade de concorrer com uma indústria de capital de risco estatal, visto que uma empresa ao receber a BNDESPAR poderia, por exemplo, ter maior facilidade para conseguir recurso

¹⁵ **Arminio Fraga** é um economista brasileiro. Foi presidente do Banco Central do Brasil de 1 de março de 1999 a 17 de janeiro de 2003 durante o governo de Fernando Henrique Cardoso. Anteriormente, ocupou durante seis anos o cargo de diretor-gerente da Soros Fund Management LLC em Nova Iorque. Durante 1991-92, Fraga ocupou o cargo de membro da Junta de Diretores e diretor do Departamento de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil. Fraga também trabalhou na Salomon Brothers em Nova Iorque e no Banco de Investimentos Garantia, no Brasil. Atualmente, Fraga é o principal acionista de um grupo de investimentos chamado Gávea Investimentos, além de ser membro do conselho de administração do Unibanco. Também tem sido membro de prestigiosas organizações internacionais incluindo: O Grupo dos Trinta, o Conselho de Relações Internacionais, a Junta de Assessores ao Presidente do Foro de Estabilidade Financeira, a Junta Assessora de Pesquisas do Banco Mundial, o Diálogo InterAmericano e a Junta de Diretores de Pro-Natura (Estados Unidos).

¹⁶ **Antônio Kandir** é professor universitário, economista e político brasileiro. Formou-se em Engenharia mecânica e de produção em 1975, pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. É mestre em Economia pela Universidade Estadual de Campinas em 1984, e doutor em Economia pela mesma universidade em 1988. Foi integrante da equipe econômica da então ministra Zélia Cardoso de Mello e do então presidente do Banco Central, Ibrahim Eris, que criou o Plano Collor. Foi também ministro do Planejamento no governo de Fernando Henrique Cardoso em substituição a José Serra, de 1996 a 1998.

por meio de financiamentos públicos. O fato curioso é que mesmo Armínio Fraga criticando a BNDESPAR, o seu fundo de PE, Gávea Investimentos, tem participação acionária no Grupo Fíbria, o qual o BNDESPAR é dono de 30% das ações, ou seja, Fraga enquanto critica a holding estatal, defende junto com a mesma os interesses da empresa Fíbria perante o mercado financeiro.

Críticas também são realizadas pela Organização Não-Governamental PLATAFORMA BNDES¹⁷. Essas são de ordem geral e refere-se à própria GC apresentada pelo Banco. A queixa refere-se à falta de transparência e dificuldade de acesso a informações justificando que estaria ancorada na alegação de que os dados solicitados seriam sigilosos, envolveriam segredo de negócios, informações privilegiadas, etc. Para reforçar o coro da PLATAFORMA BNDES, cabe uma crítica do autor desse trabalho, que solicitou inúmeros dados junto ao BNDES que não foram fornecidos. Logo, a BNDESPAR prescreve a GC nas empresas em que atua, no entanto, nas suas operações falta transparência.

As empresas que recebem a atuação do BNDESPAR também fazem sua crítica a *holding*. Essa é em relação à falta de participação da subsidiária do BNDES na estratégia do negócio. Essa crítica foi ilustrada empiricamente no capítulo anterior através do caso ALTUS, em que o entrevistado apontou que a BNDESPAR é ativa em instituir os princípios de GC, mas peca no apoio a estratégia do negócio.

Nassif (2013) também aponta sua crítica defronte o BNDES destinar seus recursos para empresas que poderiam captar dinheiro no mercado internacional. Para Nassif, os recursos do banco deveriam priorizar empresas que contribuam para o desenvolvimento tecnológico e financeiro da cadeia de fornecedores, assim como produções que substituam os insumos importados de forma competitiva. Cabe somar a essa crítica os dados levantados nessa pesquisa sobre a divisão de recursos que a subsidiária faz nas empresas de VC e PE, conforme indicado no capítulo anterior. As empresas de VC que possuem uma natureza de inovação tecnológica recebem apenas 1,5% dos recursos (Censo FGV, 2011).

¹⁷ Desde julho de 2007, um conjunto significativas organizações e movimentos sociais se reuniram com o objetivo de democratizar o BNDES. Essa articulação foi batizada de “Plataforma BNDES”. Dessa forma, essa ONG tem o objetivo de monitorar as ações do BNDES.

5 OS ATORES DE ALTO ESCALÃO DO BNDES

Nessa parte final, o trabalho será direcionado ao nível de análise em que estão presentes os atores que reproduzem essa dinâmica de atuação da BNDESPAR. Serão analisados os executivos de alto escalão do BNDES, bem como os conselheiros que o representam no conselho de administração. Por fim serão analisados executivos que exerceram atividade no banco nos últimos anos.

5.1 “Mãos visíveis” na reprodução do espaço

O presente trabalho se fundamenta teoricamente na proposição que indicam os atores sociais como peças essenciais para reprodução de um espaço, notadamente o espaço econômico. Hirsh (2003) utiliza o termo “Mãos Visíveis” para caracterizar que os atores são os responsáveis pela criação e reprodução da economia.

Para Fligstein (2001) os mercados fornecem atores com modelos cognitivos para interpretar as ações das organizações. Para Douglas (1998), a formação cognitiva dos atores está atrelada a sua trajetória social, de modo que os espaços que esses indivíduos convivem/conviveram e os outros atores com quem interagem/interagiram contribuem para formar suas percepções. A autora ainda indica que formação cognitiva dos atores são responsáveis pela reprodução da ordem de um determinado espaço.

Segundo Douglas (1998) as relações sociais não se caracterizam em grupos menores, mesmo que a aproximação venha constranger mais o indivíduo, de modo que, para a autora, não compactuar com a comunidade é desfalcar o 'espetáculo'. Os grupos se constituem a partir de um potencial determinado de interesses para realizar uma ação futura. Sendo que a verdadeira solidariedade entre os grupos somente se torna possível quando os atores compartilham suas categorias de pensamento.

Fligstein (2009) apresenta a ideia de atores sociais hábeis para explicar a formação, estabilização e transformação dos diferentes campos organizacionais. Para esse autor, a habilidade social seria “a habilidade de motivar os outros a tomar parte em uma ação coletiva”, “que se prova crucial para a construção e reprodução de ordens sociais locais”:

A idéia de habilidade social é que atores precisam induzir a cooperação dos outros. A habilidade de motivar os outros a tomar parte em uma ação coletiva é uma habilidade social que se prova crucial para a construção e reprodução das ordens sociais locais. Essa idéia pode ser utilizada para compreender como identificar a contribuição distinta dos atores, independentemente de estarem defendendo um conjunto existente de arranjos sociais ou impondo ou negociando uma nova ordem. (Fligstein, 2009: 71)

De acordo com o espaço estudado nessa pesquisa, os mercados financeiros seriam campos organizacionais e os participantes dos conselhos de administração e as diretorias executivas e conselhos fiscais do BNDES, potenciais atores sociais hábeis. Para ocupar uma dessas posições no BNDES, o ator teria que ter um conjunto de capitais, no sentido de Bourdieu (2005) que o credenciaria a ocupar tal cargo.

Os capitais dos atores - sejam eles econômicos (financeiros), sociais (redes sociais), culturais (qualificações intelectuais), simbólicos (honra e reconhecimento) - passam a ser as ferramentas que diferenciará o poder de cada um no espaço. Bourdieu (1989) sinaliza a existência do poder simbólico que envolve o poder de conseguir atribuir significações e as impor como legítimas sendo assim, os capitais dos atores seriam fundamentais para a reprodução da ordem estabelecida.

O poder simbólico de cada ator seria proporcional a sua habilidade social. Bourdieu (1989) ainda indica que os capitais dos atores são relevantes para determinar os grupos sociais, de modo que os espaços serão formados por atores que possuem capitais similares. Bem como os atores sociais vão se posicionar mais distantes, quanto mais distante (diferente) for o volume e o tipo de seus capitais.

As empresas investidas pela BNDESPAR são orientadas a se estruturarem de acordo com os princípios de GC, conforme mostrado nos capítulos anteriores. Na GC brasileira o conselho de administração recebe papel relevante para reger a transparência, pois nele as estratégias que definem o rumo a ser tomado pela empresa são julgadas e votadas. Segundo o IBGC, o conselho de administração é o responsável por fixar a orientação geral dos negócios da companhia e por supervisionar a gestão da sociedade, exercendo com caráter indelegável essas atribuições, protegendo o patrimônio da sociedade e buscando a maximização do valor da empresa e o adequado retorno do investimento.

O conselho de administração é composto por atores estratégicos que estão centrados na tomada decisão. Determinados capitais simbólicos gerariam legitimidades para os atores atuarem nesses espaços.

5.2 Atores na gestão da participação acionária da BNDESPAR

Essa parte é dedicada para analisar os atores que compõe os cargos de alto escalão da BNDESPAR. A atenção está sobre os atores que compõe as cadeiras da DE, do CA e do CF, tanto da BNDESPAR quanto do BNDES. Esses atores seriam as principais “Mãos Visíveis” responsáveis por reproduzir a dinâmica de atuação da BNDESPAR, pois são responsáveis pelas tomadas de decisão. Mapeou-se a trajetória social destes indivíduos considerando variáveis como experiência acadêmica, experiência política e experiência profissional.

Conforme a Figura 4, a experiência política (aproximadamente 60% da amostra possui), a experiência internacional (aproximadamente 25% da amostra possui) e a experiência acadêmica (aproximadamente 45% da amostra possui) são os capitais com maior presença nesse espaço. Em relação à experiência política esses atores já passaram por ministérios e presidência de organizações como Banco Central e CVM. Quanto à experiência internacional destaca-se, principalmente o fato de terem passados por escolas norte-americanas. Em relação à experiência acadêmica, destaca o fato destes indivíduos atuarem como professores e pesquisadores em universidades públicas no Brasil.

O capital internacional e o capital político teriam grande valor simbólico nesses espaços. O primeiro não seria justificado somente devido ao momento econômico, visto que os modelos de capitalismo financeiro americano estão dominando, no nível simbólico no mundo (Lebaron, 2012) mas também por que o capital internacional traria um diferencial no capital cultural desses atores. Já o capital político seria relevante pela natureza estatal do BNDESPAR, de modo que as redes dos grupos políticos que estão no poder dariam exclusividades para determinados atores políticos de seus interesses ocuparem as cadeiras do BNDES.

Quanto à formação acadêmica desses atores, são notadamente em instituições de ensino superior públicos do Brasil, cerca de 80% dos atores e 60% possuem formação em Economia. Já 95% da amostra possuem formação ou especialização nas áreas que envolvem Finanças (Administração, Economia, Finanças). A formação acadêmica desses atores seria uma das justificativas para explicar a atual dinâmica de atuação da BNDESPAR marcada pela lógica financeira.

Na próxima figura, cada ator que compõe o alto escalão do BNDES é

posicionado conforme a sua experiência acadêmica, internacional, de direito e política. Na variável experiência acadêmica foram considerados os membros que fizeram cursos de mestrado ou doutorado ou então atuam como professores ou pesquisadores em universidades. Na experiência internacional foram considerados os que trabalharam ou estudaram em outro país. Experiência em direito considerou atores que tenham alguma formação nessa área. Por fim, aqueles que exerceram algum cargo político foram considerados como possuidores de experiência política.

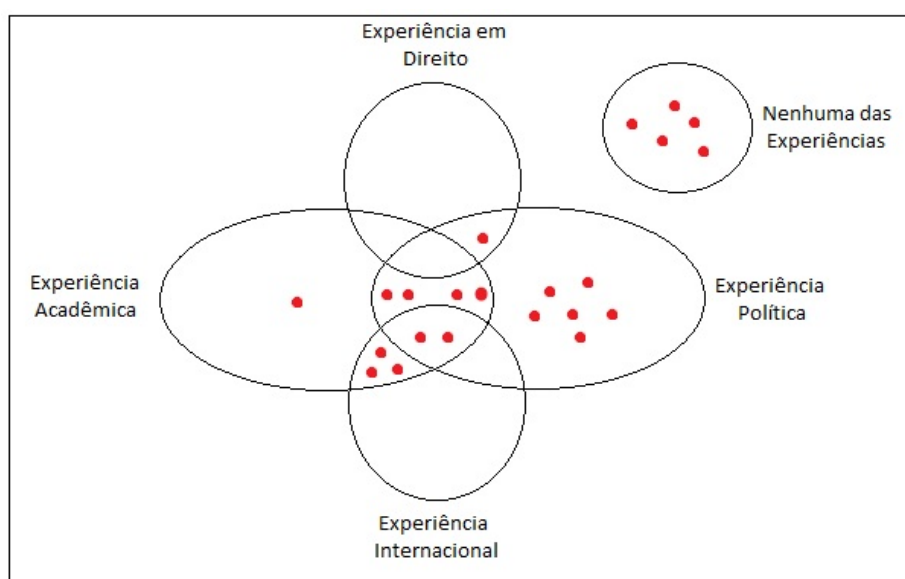


Figura 4 - Experiência dos atores que ocupam "cargos de elite" no BNDES e na BNDESPAR

Fonte: Dados coletado nas bases de dados da Forbes e BNDES – Acesso em janeiro de 2012.

O grupo de atores que não se enquadraram em nenhuma das experiências apresentadas se refere a funcionários de carreira do BNDES, que entraram no banco por meio de concurso público, e com o passar foram subindo de cargo. Todos esses atores possuem curso superior, e a formação deles são na área de administração de empresas, economia ou engenharia de produção.

Uma das principais funções que esses atores de alto escalão recebem do BNDES é representar a BNDESPAR em determinados conselhos de administração que a *holding* possui participação acionária. Tal fenômeno abriria veredas para a carreira executiva a esses atores desse modo, a passagem pelo BNDESPAR credenciaria atores atuarem no futuro em espaços financeiros, principalmente em outros conselhos de administração.

São 27 as empresas que possuem representante da BNDESPAR no CA. Nessa pesquisa conseguiu-se - por meio das informações disponíveis nas páginas eletrônicas da CVM e das empresas investidas - identificar 11 empresas. Realizou-se um contato com o BNDES através da relação com investidores do banco para solicitar a informação, no entanto a resposta foi que tal informação não estava disponível. Cabe aqui por parte do autor uma crítica a falta de transparência do BNDES.

Porém, acredita-se que se identificaram todas ou quase todas as empresas de capital aberto que contam com representantes da BNDESPAR. Supõe-se que as demais empresas que possuem representantes seriam de capital fechado. Essas trariam mais dificuldades para serem identificadas pois suas GC não são divulgadas.

Nas 11 empresas identificadas, analisou-se com que os representantes da *holding* estatal se encontram nesses espaços. Para isso verificaram-se as trajetórias sociais dos atores que compõem os CA's dessas empresas. Na Figura 5, são demonstradas quais as experiências dos atores presentes nesses espaços.

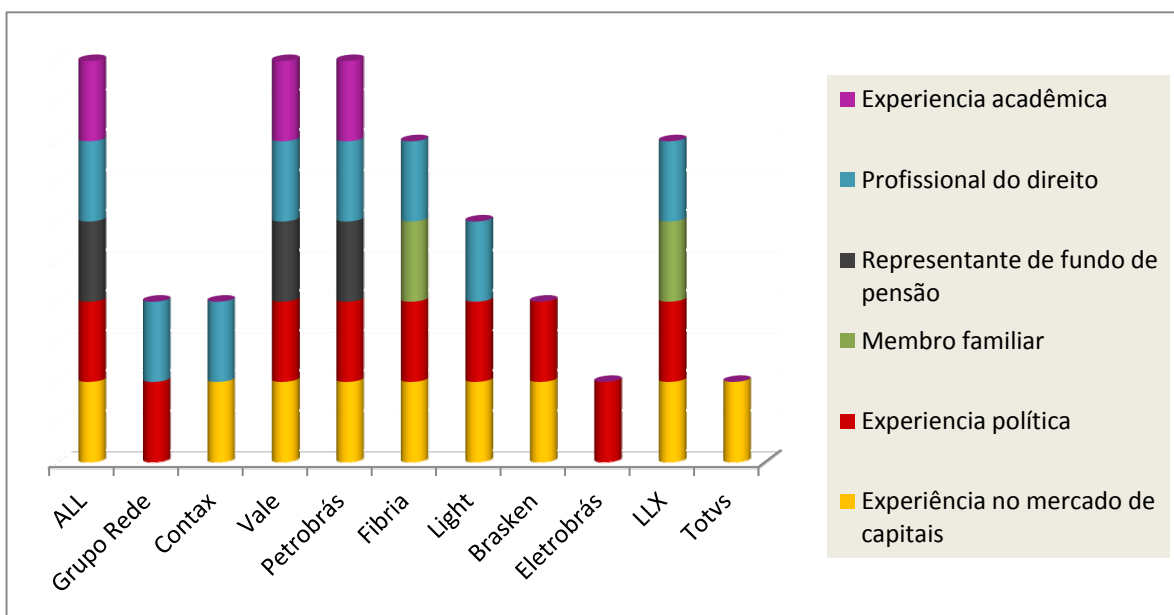


Figura 5 - Experiências presentes nos conselhos de administração que contam com representantes do BNDESPAR

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados nos sites institucionais das respectivas empresas. Acesso janeiro de 2012.

A tabela aponta que os capitais sociais existentes nesses espaços são experiências em mercado de capitais, experiência em direito, experiência política, experiência internacional e experiência acadêmica. Fligstein (2001) indica que o espaço define as concepções de controle, partindo desse princípio, as experiências desses atores ajudariam a confirmar o predomínio das concepções de controle baseadas no modelo financeiro no Brasil. Sendo que a presença de atores com experiência em mercado de capitais, identificados em mais de 80% das empresas analisadas, seriam as principais justificativas para esse fenômeno.

Percebe-se que nos CA's é dada importância para profissionais com experiência em direito, presentes em mais de 70% dos conselhos analisados, isso confirma as tendências apontadas por Dezalay e Garth (2000). A experiência política, presentes em mais de 80% dos conselhos, seria uma espécie de capital simbólico que traz legitimidade nas cadeiras dos CA's das empresas brasileiras.

Verificou-se que em todas as empresas dessa amostra existem membros que atuam em mais de um conselho de administração. Tal fenômeno gera uma espécie de “*interlocking*” entre as empresas, desse modo, os atores exerceriam um papel de circular as informações entre as corporações. Desse modo, é possível, através dessa circulação entre CA indicar que este espaço estaria propício a existência de um “Isomorfismo Mimético” conforme aponta Dimaggio e Powell (1991).

A Figura 6 indica a quantidade de membros que estão em mais de um CA (eixo vertical) e a porcentagem que esse valor representa no total de membros de cada empresa (eixo horizontal).

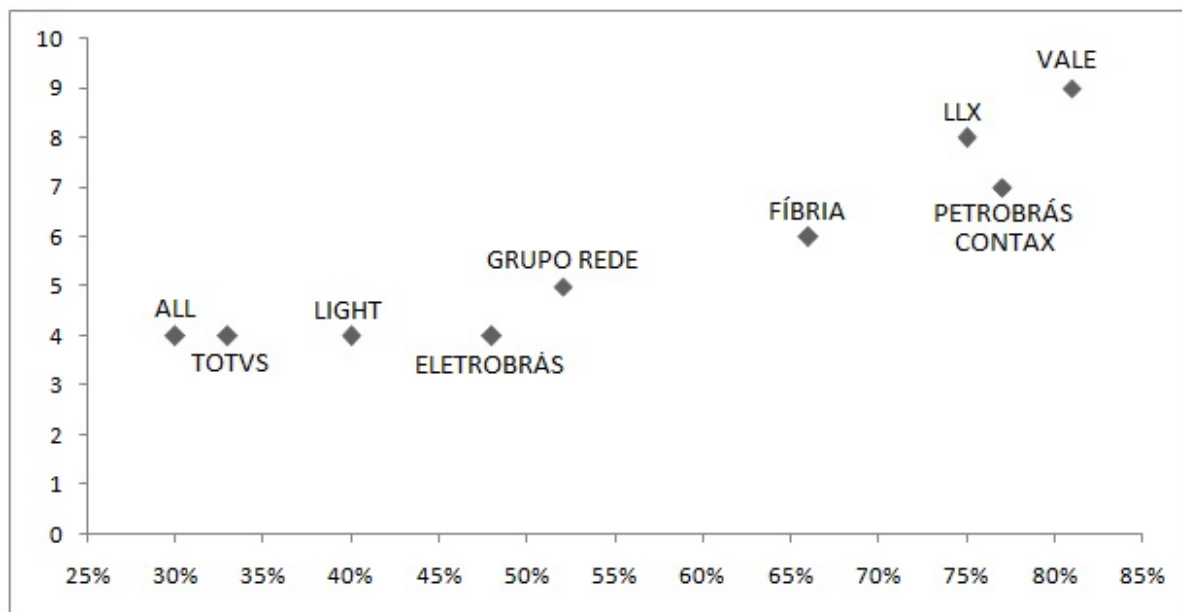


Figura 6 - Quantidade de conselheiros presentes em mais de um conselho de administração

Fonte: Elaborado pelo autor. Dados coletados nos sites institucionais das respectivas empresas. Acesso janeiro de 2012.

Entende-se que esses atores, por atuarem representando o BNDES em CA de empresas privadas, teriam veredas abertas para a carreira executiva. Dessa forma, esses por ocuparem espaços onde a lógica financeira predomina, alcançariam experiência para atuar em outros espaços que requer experiência em finanças.

Por fim, analisaram-se dez atores que ocuparam os cargos de diretores do BNDESPAR nos períodos entre 1999 e 2005. O objetivo foi identificar os espaços que esses atores passaram a atuar depois da passagem pela *holding* estatal. O próximo quadro sintetiza os dados encontrados, nela, para deixar a análise mais clara, os atores serão divididos em grupos. No grupo 1 estarão presentes os atores que foram para CVM, IBGC ou algum ministério público após a passagem pela *holding* estatal. No grupo 2 estão aqueles que fundaram fundos de *private equity* depois de ser diretor do banco. No grupo 3 estão aqueles que além de estrear fundos de *private equity*, estão em agências de consultorias para o mercado financeiro. Por fim, no grupo 4 estão aqueles que foram para conselhos de administração de empresas privadas.

Espaço que atuou/atua depois da passagem pelo BNDESPAR	Ator	Representatividade na amostra
<i>Grupo 1</i> <i>CVM – IBGC -</i> <i>Ministério</i>	- JOSÉ LUIZ OSÓRIO DE ALMEIDA FILHO - JOÃO LAUDO CAMARGO - FRANCISCO ROBERTO GRÓS - LUIZ FERNANDO FURLAN - GUIDO MANTEGA - ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA	60%
<i>Grupo 2</i> <i>Fundo de Private Equity</i>	- JOSÉ LUIZ OSÓRIO DE ALMEIDA FILHO - NELSON ROZENTAL - WALLIM CRUZ DE VASCONCELLO JR - ELEAZAR DE CARVALHO FILHO - ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA	50%
<i>Grupo 3</i> <i>Fundo de Private Equity</i> <i>ou agencia de</i> <i>consultoria em mercado</i> <i>de capitais</i>	- JOSÉ LUIZ OSÓRIO DE ALMEIDA FILHO - JOÃO LAUDO CAMARGO - - NELSON ROZENTAL - WALLIM CRUZ DE VASCONCELLO JR - ELEAZAR DE CARVALHO FILHO - ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA	60%
<i>Grupo 4</i> <i>Conselho de</i> <i>administração de</i> <i>empresas privadas</i>	- JOSÉ LUIZ OSÓRIO DE ALMEIDA FILHO - NELSON ROZENTAL - WALLIM CRUZ DE VASCONCELLO	70%

	JR - FRANCISCO ROBERTO GROS - ELEAZAR DE CARVALHO FILHO - LUIZ FERNANDO FURLAN - ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA	
--	--	--

Quadro 10 - Espaços que diretores (1995/2005) ocuparam depois que deixaram o BNDES

Fonte: Elaborado pelo autor, dados coletados na CVM e na Forbes. Dados coletados em 2012.

Os resultados indicaram que os principais espaços freqüentados por esses atores são instituições estatais, fundos de PE ou consultorias para o mercado de capitais e conselhos de administração de empresas privadas. Ou seja, a passagem pelo BNDESPAR ajudou a abrir veredas para esses atores atualmente ocuparem esses novos espaços.

As instituições estatais freqüentadas pelo primeiro grupo de atores após sua saída da subsidiária do BNDES são diretoria da CVM e IBGC ou algum cargo de ministro, conforme já indicado na tabela. Dentre esses atores, quatro deles (esse valor representa 66% do grupo) nunca trabalharam exercendo um cargo público de alto escalão antes da passagem pelo BNDES. Isso indica que a passagem pelo banco estatal acarretou sobre esses indivíduos capitais culturais e sociais que os credenciaram a trabalharem em cargos públicos de alto escalão, bem como CVM, IBGC ou algum cargo de ministro. Somente Guido Mantega e Roberto Teixeira da Costa que trabalharam em órgãos públicos antes da passagem do BNDES.

Um segundo grupo envolve atores que estão atuando na indústria de capital de risco que depois da passagem pelo BNDES foram sócios fundadores ou entraram em fundos de *private equity*. Isso indica que esses atores tiveram habilidades sociais para converter o capital simbólico trazido pela passagem pelo BNDES em legitimidade para abrirem seus próprios fundos de PE. O quarto grupo, além da presença dos atores do grupo três, contam com João Laudo Carmargo. Esse último ator não atua em fundo de PE, mas trabalha como consultor no mercado financeiro, sendo que já exercia tal função antes da passagem pelo banco estatal.

Por fim, o grupo de atores que atuam em conselhos de administração de empresas privadas que já exerciam tal função antes de chegar ao BNDES. É importante ressaltar que com a institucionalização da governança corporativa no Brasil, o conselho de administração passa ter lugar de destaque, os diretores que ocupam esses espaços geralmente são executivos com capitais sociais relevantes, bem como ampla experiência em finanças. Entende-se que a passagem pela diretoria do BNDES geraria experiência em finanças, pois os atores que estão nessa posição dialogam diretamente com o mercado financeiro, além de alguns deles serem escolhidos para representar o BNDES nos conselhos de administração de empresas investidas pela BNDESPAR.

6 CONCLUSÃO

Para entender o papel da BNDESPAR na economia brasileira esse trabalho analisou sua atuação nas empresas de capital aberto e fechado. Entendeu-se, amparado em Bourdieu (2001) que a expansão da BNDESPAR na economia brasileira nos últimos anos ocorreu devido a uma mudança de ênfase e isso é justificado, essencialmente pelo predomínio de novas construções culturais e simbólicas no contexto econômico brasileiro. Com a institucionalização de uma nova concepção de controle no Brasil, que seguia a tendência do capitalismo internacional baseando-se nos princípios financeiros, a cultura de capital de risco ganhou legitimidade. Assim temos um fenômeno anacrônico, até antes da institucionalização desse modelo o fomento ao desenvolvimento realizado pelo BNDES não tinha tanta legitimidade quando realizado pela lógica de risco, todavia depois das práticas financeiras se enraizarem, essa forma de fomento ganha maior legitimidade perante o mercado.

Foi analisada a dinâmica de atuação da BNDESPAR no período recente. Se até meados da década de noventa predominou a ação do Estado em diferentes mercados como gestor de grandes empresas estatais, após as privatizações, ocorreu uma intensificação da participação na posição de acionista, por meio da compra de ações de empresas nacionais. Essa lógica de atuação consegue se promover essencialmente devido ao contexto econômico brasileiro que é marcado pelo ideário das finanças sendo que GC e PE - ferramentas de origem liberal no Brasil - seriam os instrumentos fundamentais para transitar a reprodução desse modelo de atuação. Assim se percebe que a proposta do governo Lula é operacionalizar, através da BNDESPAR, um pressuposto de capitalismo humanizado. Sendo que para isso são utilizados ferramentas de cunho liberal. No entanto, usando as palavras de Jardim (2007), para essas ferramentas serem usadas por um governo de esquerda elas sofrem um processo de “domesticação”.

Essa pesquisa não se propõe a definir se os governos Lula/Dilma fazem o Estado trabalhar sob uma ótica neoliberal ou neodesenvolvimentista. Porém, através da atuação da BNDESPAR pretendemos indicar características presentes na atuação do Estado. E o que os dados desse trabalho evidenciou é que o papel do Estado perante os mercados vai além das fronteiras da regulação e intervenção, ele participa na posição de acionista diretamente do mercado financeiro, ou seja, teríamos um Estado Acionista. Nessa atuação, os

dados dessa pesquisa não permitem dizer que o Estado seria submisso as finanças. O que entendemos é que, através da GC, o Estado consegue articular seus interesses no mercado financeiro, estar presente nas principais empresas nacionais na posição de acionista, posição essa que traz a ele poder para participar das tomadas de decisão da empresa, dessa forma, as empresas seriam privadas contudo, com a financerização, ela passa a ter “vários donos” (acionistas) e o Estado seria um desses donos. Assim, no governo Cardoso as grandes empresas deixaram de ser estatais, já no governo Lula, a GC permitiu que Estado voltasse a ser dono da empresa, porém em uma nova posição, a de acionista.

Jardim (2007) ao estudar os fundos de pensão, indica que o governo Lula domesticou o Capitalismo brasileiro. Os dados dessa pesquisa fornecem mais argumentos para sustentar essa tese. Aqui, através da análise da BNDESPAR, percebe-se que o Estado atua diretamente no mercado nos processos de institucionalização da concepção de controle financeiro. Sendo que as ferramentas desse tipo de capitalismo, bem como GC e PE foram domesticadas no sentido que pudessem permitir que o Estado participasse de forma direta do mercado financeiro e, além disso, fosse possível articular seus interesses nas empresas nacionais.

Ressalta-se que através da recente atuação da BNDESPAR, o Estado tem viabilizado uma fórmula de fornecer recursos as empresas nacionais e lucrar concomitantemente e é nesse modelo de atuação que a *holding* estatal realiza investimentos em duas frentes, empresas de capital fechado e aberto. Nas empresas fechadas ela introduz o espírito de GC e nas empresas abertas, seus investimentos são orientados para as corporações que ocupam os principais índices e níveis de GC da Bovespa. Assim, a BNDESPAR é um instrumento estatal de difusão da concepção de empresa acionista no capitalismo brasileiro, pois ela enxergaria nesse modelo um “*the best way*” e, além disso, esse modelo permite que o Estado continue presente nas empresas nacionais. Conforme indicam Jardim & Mundo Neto (2012), a posição de dominância do Estado na economia brasileira lhe propicia a capacidade de produzir e reproduzir e crenças. Notadamente nesse trabalho, percebeu-se que o Estado, através da BNDESPAR, reproduz a crença que GC é a ferramenta de gestão que alavancaria o crescimento da empresa.

Também confirmou-se a proposição de Fligstein (2003), a qual indica que o Estado tem relevância nos processos de transformações e estabilização dos mercados. Isso porque o Estado, através da BNDESPAR, ajuda desenvolver e a configurar, de acordo com seu interesse, os instrumentos financeiros no Brasil, bem como os modelos de PE e GC. Por

ser um ator estatal, a subsidiária do BNDES possuiria grande poder simbólico para legitimar os modelos que pregam no espaço das finanças brasileira. Além disso, a BNDESPAR contribui para configurar, juntamente com os fundos de pensão, a segunda versão do modelo brasileiro de PE. A primeira versão, trazida principalmente por Daniel Dantas, se amparava na idéia de capitalismo selvagem. A segunda versão é regida pelos discursos de transparência e responsabilidade social - Grun (2009) ao analisar a versão de PE desenvolvida no governo Lula, indica que nesse governo teria ocorrido um processo de financeirização de esquerda. Dessa forma, os resultados dessa pesquisa mostraram que a BNDESPAR exerce papel essencial para operacionalizar esse movimento de financeirização de esquerda.

Por ser uma holding estatal, os investimentos socialmente responsáveis trariam valor moral para a atuação da BNDESPAR. Sartore (2013) indica que esse tipo de investimento seria aquele que se preocuparia com o discurso da sustentabilidade e geraria valor ao acionista concomitantemente. Um dado que evidencia a preocupação da BNDESPAR com esse tipo de investimento é o fato de 70% das empresas presentes no índice de sustentabilidade da Bovespa são investidas pela subsidiária do BNDESPAR.

Cabe destacar também que ao diluir seus interesses no modelo de capitalismo financeiro e, gerando dessa forma, uma financeirização à brasileira, o Estado se propõe a centrar suas atenções no segmento de PE quando atua através de participação acionária. Isso acontece ao ponto que os investimento em VC, que possuem uma orientação de beneficiar empresas de pequeno porte, são três vezes menor que a média dos países pioneiros nesse tipo de investimento (EUA e Inglaterra).

Nessa pesquisa também se realizou um estudo de caso para melhor entender a atuação da BNDESPAR nas empresas presentes no segmento de PE. O caso ALTUS indicou que a subsidiária do BNDES atua seguindo um modelo que tem o objetivo de elevar as empresas a abrir capital em bolsa de valores. Além disso, verificou-se que nas aplicações da *holding* estatal durante a década de 1990, o resgate do investimento tinha uma conotação de empréstimo, já atualmente ele é precedido pela abertura de capitais da empresa investida. Isso seria uma das explicações para os recordes de lucro, pois o processo seria entrar na empresa quando ela ainda esta desestruturada, em seguida, prepará-la para o mercado de capitais e, por fim, realizar o desinvestimento após a empresa entrar no novo mercado da Bovespa, momento que as ações terão valor muito maior do que o valor pago na compra.

A recente atuação do BNDES vem recebendo inúmeras críticas. Entre os principais críticos destaca-se a Organização Não-Governamental (PLATAFORMABNDES), indústria de capital de risco concorrentes da BNDESPAR (principalmente as empresas de Armínio Fraga e Antônio Kandir) e os próprias empresas que recebem atuação da *holding* estatal. As críticas da PLATAFORMABNDES são de ordem geral e refere-se à como a própria GC apresentada pelo Banco. A queixa refere-se à falta de transparência e dificuldade de acesso a informações que se justifica ancorada na alegação de que os dados solicitados seriam sigilosos, envolveriam segredos de negócios, informações privilegiadas, etc. A crítica realizada pelos concorrentes se diz respeito à dificuldade de concorrer com uma indústria de capital de risco estatal, visto que uma empresa ao receber a BNDESPAR poderia ter maior facilidade para conseguir recurso por meio de financiamentos também. Por fim, a crítica pelas empresas que recebem a BNDESPAR acontece porque a *holding* estatal não ajuda a empresa na estratégia do negócio, a atuação da BNDESPAR na empresa seria restrita em desenvolver a apenas a governança corporativa (GC).

Nesse ambiente marcado por repreensões, as repostas às críticas são relevantes para que essa dinâmica de atuação da BNDESPAR continue se reproduzindo (BOLTANSKI; CHIAPELLO, 2009). Os discursos de Coutinho de que a BNDESPAR atua primeiramente para fomentar desenvolvimento da empresa brasileira, preparando-a para o mercado de capitais e o sucesso nos lucros que gera subsídio próprio ao banco, estariam entre as respostas que trariam um valor moral e sustentaria esse modelo de atuação, visto que o fomento via indústria de capital de risco teria um valor legítimo nesse atual momento.

Essa pesquisa se amparou na proposição de que a formação cognitiva dos atores são as peças chaves na reprodução da dinâmica de atuação da BNDESPAR. Esses atores executam o papel, conforme indica Jardim & Mundo Neto (2012) de “Mãos Articuladoras e Visíveis” do Estado. Assim, tentou-se mostrar que as trajetórias sociais destes indivíduos estariam correlacionadas com os princípios do capitalismo financeiro devido à institucionalização do modelo de empresa acionista no Brasil e a mudança de ênfase na BNDESPAR, mostrou-se empiricamente que os capitais simbólicos e culturais que vigoram nos cargos de alto escalão do banco são essencialmente três: experiência em mercado financeiro, experiência internacional - ambos por estarem ligados com as bases do modelo financeiro - e experiência política. Por se tratar de um banco estatal, essa última experiência gera um valor simbólico para atuar nesse espaço.

Todo esse contexto gera também aos atores que ocupam as “cadeiras de elite” na BNDESPAR, veredas para carreira executiva, não apenas na esfera governamental, mas prioritariamente na esfera privada, notadamente nos CA das grandes empresas nacionais. O caminho percorrido pela maioria dos atores que ocuparam os cargos de diretores na BNDESPAR nos períodos 1999/2005, é fundar, após a passagem pela *holding* estatal, seu próprio fundo de PE ou atuar em conselhos de administração de empresas privadas. Assim a passagem pelo BNDESPAR geraria aos atores capitais e valores simbólicos que os credenciarão para atuarem nessas posições.

7 BIBLIOGRAFIA

ABRAMOVAY, R. (2004). “**Entre Deus e o diabo: mercados e interação humana nas ciências sociais**”. *Tempo Social*, Nov 2004, vol.16, no.2, p.35-64.

ALBERGONI, L. **A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil: Implicações para o Futuro**. *Dissertação de mestrado, Unicamp*, 2006

ALDRICH, H.E.; PFEFFER, J. **Environments of organizations**. *Annual Review of Sociology*, n.2, p.79-105, 1976.

ALVES, M. BNDESPar garante metade do lucro do banco, diz Coutinho. *Jornal Valor Econômico*, 2011.

ANDERSON, Perry. Balanço do neoliberalismo. In: SADER, Emir & GENTILI, Pablo (orgs.) *Pósneoliberalismo: as políticas sociais e o Estado democrático*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1995, pp. 09-23.

ANTUNES, R. **A desertificação neoliberal no Brasil: Collor, FHC e Lula**, Autores Associados, 2004

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

BOITO, A. (2003). **A hegemonia neoliberal no governo Lula**. *Revista Crítica Marxista*, nº 17, novembro de 2003. Campinas: Editora Revan.

BOITO, A. (2012). **A frente política neodesenvolvimentista e as classes populares**. Disponível em <http://www.viomundo.com.br/politica/armando-boito-jr-as-contradicoes-da-frente-neodesenvolvimentista.html> (consultado em 15 de junho 2012).

BOLTANSKI, L.; CHIAPELLO, E. **O novo espírito do capitalismo**. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

BOSCHI, Renato Raul. *Idéias de Pelica na América Latina: ismos comparados*. *Insight Inteligência* (Rio de Janeiro), v. 37, p. 126-136, 2007.

BOSCHI, Renato Raul ; GAITAN, F.. *Intervencionismo Estatal e Políticas de Desenvolvimento na América Latina*. *Caderno CRH* (UFBA. Impresso), v. 21, p. 305-322, 2008.

BOSCHI, R.. **Estado desenvolvimentista no Brasil: continuidades e incertidumbres**. *Revista Ponto de Vista*, v.20, n.2, p. 1-34, 2010.

BOURDIEU, P. **O poder simbólico**. Tradução de Fernando Tomaz. Lisboa: Difel, 1989.

BOURDIEU, P. (1998). **Miséria do mundo**, Vozes.

BOURDIEU, P. **Meditações Pascalianas**. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2001

BOURDIEU, P. **O Campo Econômico**. *Política & Sociedade*, n. 6, 2005, pp. 15-57.

BRESSER PEREIRA, L.C. *A reforma do estado dos anos 90: lógica e mecanismos de controle*. Revista lua nova n 45, 1998

BRESSER-PEREIRA, L. C. (2006). '**O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional**', *São Paulo em Perspectiva*, 20 (3), pp.5-24.

BNDES. Prospecto Atualizado Definitivo do Segundo Programa de Distribuição Pública de Debêntures de Emissão da BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. – BNDESPAR, dezembro de 2011. Disponível em www.bndes.gov.br

CAMPBELL, J.; PEDERSEN, O. **The rise of neoliberalism and institutional analysis**. New Jersey: Princeton University Press, 2001.

CAMPBELL, J.; LINDBERG, L. Property rights and the organization of economic action by the State. **American Sociological Review**, 55, 1990, p.634-647.

CHANDLER Jr., A.D. **The emergency of managerial capitalism**. 1990

DAVIS, G. F. **Managed by The Markets: How Finance Re-Shaped America**. Oxford: Oxford University Press, 2009.

DEZALAY, Y; GARTH, B. **A Dolarização do Conhecimento Técnico Profissional e do Estado: processos transnacionais e questões de legitimação na transformação do Estado, 1960-2000**. Revista Brasileira de Ciências Sociais, v.15, n. 43, p. 163-176, 2000.

DESIDERIO, W. Atores na reprodução do espaço: a dinâmica de atuação da BNDESPAR. Revista Espaço de Diálogos e Desconexões, no prelo.

DINIZ, Eli & BOSCHI, Renato. **A difícil rota do desenvolvimento: Empresários e a agenda pós-neoliberal**. Rio de Janeiro: Editora IUPERJ, 2007.

DINIZ, Eli . Depois do Neoliberalismo: Rediscutindo a articulação Estado e Desenvolvimento no Novo Milênio. Ponto de Vista, v. 02, p. 02, 2008

DIMAGGIO, P.J. e POWELL, W.W. The iron cage revisited: institucional isomorphism and collective rationality in organisational fields. In: POWELL W.W.; DI MAGGIO, P.J.(org.). **The Neo-institutionalism in organization analysis**. Chicago: Chicago Press, 1991.

DONADONE, J.C.; SZNELWAR, L.I. **Dinâmica Organizacional, crescimento das consultorias e mudanças nos conteúdos gerenciais nos anos 90**. Revista Produção v. 14 n.2, p. 58-69, 2004.

DOUGLAS, M. **Como as instituições pensam**. Tradução de Carlos Eugênio Marcondes de Moura. São Paulo: EDUSP.

FAGUNDES, E. **BNDES incentivará pequenas e médias à listagem em Bolsa**. Diário Comércio e Indústria *Online*. 2012

FLIGSTEIN, N. **The transformation of corporate control**. Cambridge: Harvard University Press, 1990.

FLIGSTEIN, N. **O mercado enquanto política: Uma abordagem político-cultural às instituições de mercado**. In: MARQUES, R.; PEIXOTO, J. (org.). *A Nova Sociologia Econômica: uma antologia*. Oeiras: Celta Editora, 2003.

FLIGSTEIN, N. **Habilidade social e a teoria dos campos**. In: MARTES, A.C.B. (org) *Redes e sociologia econômica*. São Carlos: EdUFSCar, 2009.

FLIGSTEIN, N. **The Architecture of Markets: An Economic Sociology of twenty first-century**. Princeton University Press, 2001.

FOLKMAN ET. AL. Working for themselves?: Capital market intermediaries and present day capitalism. **CRESC, The University of Manchester**. November 2006. <http://www.cresc.ac.uk/publications/documents/wp25.pdf>

FROUD, J.; WILLIAMS, K. Private equity and the culture of value extraction. **CRESC, The University of Manchester**. Version 2 – February 2007. <http://www.cresc.ac.uk/publications/documents/wp31.pdf>

Folha de S. Paulo. **BNDESPar engorda lucro no 1º semestre com venda de ações. 2011**

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV (2011). **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. **What drives venture capital fundraising?** Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999 NBER Working Paper Series, 6906).

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The venture capital revolution**. *Journal of Economic Perspectives*, v.15, n.2, p.145-168, 2001.

GORGULHO, Luciane F. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES**. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996 (Dissertação de Mestrado).

GRUN, R. **Convergência das Elites e Inovações Financeiras: a governança corporativa no Brasil**. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, vol.20, n. 58, pp. 67- 90, 2005.

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.

_____. **Difusão dos fundos de *private equities* (PES) e transformações do capitalismo no Brasil recente.** In: CARLETTO et. al. Sociologia econômica e das finanças: um projeto em construção. São Carlos: EdUFSCar, p. 225-256, 2009.

HALL, R.H. **Desarrollos recientes en teoria organizacional: una revision.** Ciencia Y Sociedad, v.XV, n.4, Outubro-Diciembre, 1990.

HANNAN, M.T.; FREEMAN, J. **The population ecology of organizations.** American Journal of Sociology, v.82, n.5, p.929-924, 1977.

HIRSH, P.M.; “**Mãos Sujas**”versus “**Modelos Limpos**” **estará a sociologia em risco de ser seduzida pela economia?** In: MARQUES, R.; PEIXOTO, J. (org.). *A Nova Sociologia Econômica.* Oeiras: Celta editora, 2003.

IBARRA, David. o neoliberalismo na america Latina. Revista de Economia Política, vol. 31, nº 2 (122), pp. 238-248. 2011.

JARDIM, M. A. C.; MUNDO NETO, M. **O Estado brasileiro em tempos de globalização: reflexões teórico-empíricas a partir das finanças.** Em julgamento, 2012.

JARDIM, M. A. C. **Entre a solidariedade e o risco: sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula.** Tese de Doutorado. São Carlos: UFSCar, 2007.

JARDIM, M. A. A.; SÉPIA, R. **A construção social dos mercados.** Revista REDD: 2012.

MARQUES, L. **Para Gleisi, dinheiro da BNDESPAR não é público.** Revista Veja *online*, 2011.

MARTINS, R. A. **Princípios da pesquisa científica.** In: MIGUEL, Paulo A.M (org.). Metodologia de pesquisa em engenharia de produção e gestão de operações. Rio de Janeiro: Elsevier, p. 5-29, 2010.

MELO, C.; ROCHA, F.C. **BNDESPAR e BNDES: uma só missão.** Folha de São Paulo *online*, 2011.

MUNDO NETO, M.; DESIDÉRIO, W. A.; Investidores Institucionais e Estratégias Corporativas: empresas operando na BM&FBOVESPA e na NYSE. XVII **Simpósio Nacionalde Engenharia de Produção – SIMPEP**, de 08 a 10 de novembro, Bauru, SP, 2010.

MUNDO NETO, M.; DESIDERIO, W. A. ; DONADONE, J. C. **Fundos Privados com Governança: A recente atuação da BNDESPAR na construção do modelo "brasileiro" de *Private Equities***. Interface Tecnológica (São Paulo), v. 8, p. 61-72, 2011.

NASSIF, L. **O BNDES e a política industrial**. Luis Nassif Online, 2013

NOHRIA, N.; GULATI, R. **Firms and their environments**. In: SMELSER, N.J.; SWEDBERG, R. The handbook of economic sociology. Princeton University Press, 1994.

REGISTRO SENADO. **Depoimento de Luciano Coutinho**. 2011

SARTORE, M. **A sociologia dos índices de sustentabilidade**. Tempo Social (USP. Impresso), v. 24, p. 169-187, 2012.

SCHAPIRO, M. Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia. Tese de doutorado USP, 2008.

STEINER, P (2006). **A Sociologia Econômica**. São Paulo: Atlas.

SWEDBERG, Richard (2004). Sociologia Econômica: Hoje e amanhã. *Tempo Social*, Nov 2004, vol.16, no.2, p.7-34

TEREZA I.; VALLE S. **BNDESPAR nega estatização e diz querer democratizar mercado de capitais**. Jornal Estadão *Online*. 2011

USEEM, M. **Globalizando o conselho de administração: lições da empresa chinesa Lenovo**. In: DONADONE, J.C; JARDIM, M.A.C. (org.). As centralidades e as fronteiras das empresas do século 21. Edusc, p. 107-156, 2011.

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

VALOR ECONOMICO. Lucro do BNDES cresce 29,5% no acumulado do ano. 2011

VALOR ECONÔMICO. **BNDESPAR garante metade do lucro do banco, diz Coutinho**. Jornal Valor Econômico *Online*, 2011

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.

ZILBOVIVIVUS, M. **Modelos para a Produção, Produção de Modelos: Gênese, Lógica e Difusão do Modelo Japonês de Organização da Produção**. São Paulo, FAPESP / Annablume, 1999.

**ANEXO A – ÍNDICES DA BOVESPA OBTIDOS PELAS EMPRESAS INVESTIDAS
PELA BNDESPAR**

EMPRESA	Participação	Segmento GC	IBOVESPA	IBRX50	IBRX	ISE	IGC	ITAG	IDIV
AES ELPA	0,01	TRAD.							
AES TIETE	0,01	TRAD.			SIM	SIM			SIM
ALL	12,18	NM	SIM	SIM	SIM		SIM	SIM	
AMERICEL	0,62	TRAD.							
BCO. BRADESCO	0,25	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
BCO. BRASIL	0,01	NM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
BCO. NORDESTE	0,46	TRAD.							
BEMATECH	8,64	NM					SIM	SIM	
BIOMM	14,36	TRAD.							
BMF	0,41	NM	SIM	SIM	SIM		SIM	SIM	
BOMBRIL	10,61	TRAD.							
BRADESPAR	0,57	N1	SIM	SIM	SIM		SIM	SIM	
BR. TELECOM	2,2	TRAD.	SIM		SIM				
BRASKEM	5,53	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
BRF	2,55	NM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
CCR	0,14	NM	SIM	SIM	SIM		SIM	SIM	SIM
CENTRAIS ELETROBRAS	14,75	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM		SIM
CESP	5,55	N1	SIM		SIM	SIM	SIM	SIM	
CIA. BR. DISTRIBUIÇÃO	0,21	N1	SIM	SIM	SIM		SIM		
COTEMINAS	10,35	TRAD.						SIM	
CIA. BRASILIANA	53,85	TRAD.							
CIA. AMBEV	0,12	TRAD.		SIM	SIM				SIM
CIA. REC. SECUNDARIA	30	MB							
CIA. SAN. MG - COPASA	0,01	NM			SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CEG	34,56	TRAD.							
CEMIG	1,7	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM		SIM
COPEL	23,96	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM		
CSN	2,14	TRAD.	SIM	SIM	SIM				
CONTAX	2,14	TRAD.							SIM
CPFL	8,42	NM	SIM		SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
CTEEP	0,12	N1							
ECORODVIAS	3,76	NM			SIM		SIM	SIM	
ELETROPAULO	0,44	N2	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
EMBRAER	5,37	NM	SIM		SIM	SIM	SIM	SIM	
ENERGISA	0,59	TRAD.						SIM	
FIBRIA	30,42	NM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
GERDAU	3,3	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
IND ROMI	7,13	NM				SIM	SIM	SIM	
INEPAR ENERGIA	27,63	TRAD.					SIM	SIM	

INEPAR IND E CONST.	2,37	N1						SIM	SIM	
IOCHPE	6,77	NM				SIM		SIM	SIM	
ITAU	0,25	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
ITAUSA	0,26	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
JBS	17,02	NM	SIM	SIM	SIM		SIM	SIM		
KLABIN	11,54	N1	SIM			SIM		SIM	SIM	SIM
LIGHT	15,02	NM	SIM			SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
L. AMERICANAS	0,06	TRAD.	SIM	SIM	SIM				SIM	
L. RENNER	0,2	NM	SIM	SIM	SIM			SIM	SIM	
LUPATECH	11,44	NM						SIM	SIM	
MAGNESITA	2,88	NM						SIM	SIM	
MANGELS	8,38	N1						SIM		
MARFRIG	13,89	NM	SIM	SIM	SIM			SIM	SIM	
METALFRIO	3,99	NM						SIM		
M. GERDAU	0,33	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	
MPX ENERGIA	2,6	NM				SIM		SIM	SIM	
NATURA	0,14	NM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
NUTRIPLANT	10,73	MB								
PARANAPANEMA	17,23	N1				SIM		SIM	SIM	
PDG	2,23	NM	SIM	SIM				SIM	SIM	
PETROBRAS	11,61	TRAD.	SIM	SIM	SIM					
REDE ENERGIA	21	TRAD.	SIM							
REDECARD	0,26	NM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
SAM	5,39	TRAD.								
SÃO MARTINHO	1,39	NM						SIM	SIM	
SPRINGS	6,21	NM						SIM	SIM	
SUZANO	4,36	N1				SIM	SIM	SIM		
TELE NORTE LESTE PART.	1,63	TRAD.	SIM			S				SIM
TELEMAR NORTE LAETE	0,09	TRAD.	SIM			SIM				SIM
TELEMAR PART.	13,08	TRAD.	SIM	SIM	SIM	SIM				SIM
TOTVS	5,27	NM				SIM		SIM	SIM	
TRACTEBEL ENERGIA	0,95	NM				SIM	SIM	SIM	SIM	
TUPY	35,57	TRAD.								
USIMINAS	1,87	N1	SIM	SIM	SIM			SIM		
VALE	5,34	N1	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM		
VIVO	0,15	TRAD.								
VULCABRAZ	0,46	TRAD.								

ANEXO B – CONSELHOS DAS EMPRESAS INVESTIDAS

Empresa	CONSELHO FISCAL	COMITE	PRESIDENTE DA DIRETORIA É O MESMO DO CONSELHO
AES ELPA	SIM		SIM
AES TIETE	SIM		NÃO
ALL	SIM	SIM	NÃO
AMERICEL	SIM	SIM	NÃO
BCO. BRADESCO	SIM	SIM	NÃO
BCO. BRASIL	SIM	SIM	NÃO
BCO. NORDESTE	-	-	-
BEMATECH	SIM		NÃO
BIOMM	-	-	-
BMF		SIM	NÃO
BOMBRIL	SIM		NÃO
BRADESPAR			NÃO
BR. TELECOM	SIM	SIM	NÃO
BRASKEM	-	-	-
BRF	SIM	SIM	NÃO
CCR	SIM		NÃO
CENTRAIS ELETROBRAS	SIM	SIM	NÃO
CESP	SIM		NÃO
CIA. BR. DISTRIBUIÇÃO	SIM	SIM	NÃO
COTEMINAS	-	-	-
CIA. BRASILIANA	SIM		NÃO
CIA. AMBEV	SIM	SIM	NÃO
CIA. REC. SECUNDARIA	-	-	-
CIA. SAN. MG - COPASA	-	-	-
CEG	SIM		-
CEMIG	SIM		NÃO
COPEL	SIM		NÃO
CSN	SIM		SIM
CONTAX	SIM		NÃO
CPFL	SIM	SIM	NÃO
CTEEP	SIM	SIM	NÃO
ECORODVIAS		SIM	NÃO
ELETROPAULO		SIM	SIM
EMBRAER	SIM		NÃO
ENERGISA	SIM		NÃO
FIBRIA	SIM	SIM	NÃO

GERDAU	SIM	SIM	NÃO
IND ROMI	SIM		NÃO
INEPAR ENERGIA			NÃO
INEPAR IND E CONST.			NÃO
IOCHPE	SIM	SIM	NÃO
ITAU	SIM	SIM	NÃO
ITAUSA	SIM	SIM	NÃO
JBS	SIM		NÃO
KLABIN	-	-	-
LIGHT	SIM	SIM	NÃO
L. AMERICANAS	SIM		-
L. RENNER	SIM	SIM	NÃO
LUPATECH	SIM		SIM
MAGNESITA	SIM		NÃO
MANGELS			SIM
MARFRIG	SIM	SIM	SIM
METALFRIO	SIM		NÃO
M. GERDAU	SIM	SIM	NÃO
MPX ENERGIA	SIM	SIM	NÃO
NATURA		SIM	NÃO
NUTRIPLANT			NÃO
PARANAPANEMA	SIM		NÃO
PDG	SIM		NÃO
PETROBRAS	SIM	SIM	NÃO
REDE ENERGIA	SIM		NÃO
REDECARD	SIM	SIM	NÃO
SAM	-	-	-
SÃO MARTINHO	SIM		NÃO
SPRINGS	SIM		SIM
SUZANO	-	-	-
TELE NORTE LESTE PART.	SIM	SIM	NÃO
TELEMAR NORTE LAETE	SIM	SIM	NÃO
TELEMAR PART.	SIM	SIM	NÃO
TOTVS	SIM	SIM	SIM
TRACTEBEL ENERGIA	SIM	SIM	NÃO
TUPY	SIM	SIM	NÃO
USIMINAS			NÃO
VALE	SIM	SIM	NÃO
VIVO	SIM		NÃO
VULCABRAZ			NÃO

ANEXO C – EXECUTIVOS DO BNDES E BNDESPAR

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DA BNDEDESPAR

MIGUEL JORGE
LUCIANO GALVÃO COUTINHO
IVAN JOÃO GUIMARÃES RAMALHO
LUIZ MARINHO
ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA
CLARA LEVIN ANT

CONSELHO FISCAL DA BNDESPAR

EDUARDO COUTINHO GUERRA
RICARDO SCHAEFER
CLÁUDIO DE ALMEIDA NEVES
NINA MARIA ARCELA
FÁBIO ESTORTI DE CASTRO
ANTÔNIO PEDROSA PARRACHO –

DIRETORIA DA BNDESPAR

LUCIANO GALVÃO COUTINHO
ARMANDO MARIANTE CARVALHO JÚNIOR
JOÃO CARLOS FERRAZ
ELVIO LIMA GASPAR
EDUARDO RATH FINGERL
MAURÍCIO BORGES LEMOS
WAGNER BITTENCOURT DE OLIVEIRA

Conselho de administração BNDES

- Fernando Damata Pimentel (presidente)
- Luciano Galvão Coutinho (vice-presidente)
- Alessandro Golombiewski Teixeira
- Carlos Roberto Lupi
- Eduardo Eugênio Gouvêa Vieira
- Artur Henrique da Silva Santos
- Roberto Atila Amaral Vieira
- Miriam Aparecida Belchior
- Orlando Pessuti

DIRETORIA BNDES

LUCIANO GALVÃO COUTINHO – Diretor- Presidente

ARMANDO MARIANTE CARVALHO JÚNIOR – Diretor Superintendente

JOÃO CARLOS FERRAZ – Diretor

ELVIO LIMA GASPAR – Diretor

EDUARDO RATH FINGERL – Diretor

MAURÍCIO BORGES LEMOS – Diretor

WAGNER BITTENCOURT DE OLIVEIRA – Diretor