

### 3

## O BNDES no mercado de capitais brasileiro

Criado em 1952, o BNDES foi constituído a partir da Lei nº 1.628 como autarquia federal. Em 1971, a Lei 5.662 o enquadrou como empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. Desde 1999, é ligado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior.

O BNDES ocupa posição de destaque no mercado financeiro brasileiro, por meio de seus programas, linhas de financiamento de longo prazo e subscrição de valores mobiliários. Por meio de sua subsidiária integral BNDESPAR<sup>1</sup>, realiza investimentos e desinvestimentos via ações e debêntures conversíveis e participa da estruturação de fundos de investimento (*venture capital* e *private equity*), nos quais atua como cotista.

Nos últimos anos, os volumes financeiros movimentados pelo BNDES tem sido representativos. Os valores desembolsados foram da ordem de R\$ 168 bilhões em 2010 e R\$ 140 bilhões em 2011. Em relação à subsidiária BNDESPAR, o valor de mercado da carteira alcançou R\$ 100,8 bilhões no final de 2011. Desse total, cerca de R\$ 87 bilhões referem-se à carteira de ações e derivativos, R\$ 11,7 bilhões em debêntures e R\$ 2,1 bilhões em cotas de fundos de investimento. A carteira era composta por títulos de emissão de 188 empresas (incluindo ações em 154 empresas) e de 38 fundos de *venture capital* e *private equity*. Das 154 empresas com participação acionária direta, o BNDES possuía 67 acordos de acionistas celebrados e indicou 27 membros para o conselho de administração e 11 para o conselho fiscal.

---

<sup>1</sup> A missão da BNDESPAR é fortalecer o mercado de capitais via aquisição de ações de empresas brasileiras, desenvolvê-las e prepará-las para atuarem no mesmo, oferecendo operações de garantia de subscrição em lançamento de ações e debêntures conversíveis em ações, financiamento aos acionistas controladores e crédito aos subscritores de ações.

Quando o BNDES celebra acordos de acionistas, suas cláusulas prevêm a adoção das melhores práticas de governança corporativa, entre elas, prazo para a abertura de capital no Novo Mercado ou no Bovespa Mais (conforme o porte da empresa), direito à indicação no conselho de administração, mandato unificado do conselho de administração não superior a um ano, participação de um conselheiro independente, respeito aos prazos para convocação de assembleia-geral, *tag-along*<sup>2</sup> de 100%, *drag-along*<sup>3</sup> e a adoção de padrões contábeis internacionais.

Em relação ao mercado secundário, o BNDES tem como objetivo estimular a liquidez e desenvolver o mercado pela administração de sua carteira de ações de companhias abertas e da criação de produtos, tais como o PIBB<sup>4</sup> e debêntures para pessoa física.

O BNDES também participa de fundos de liquidez ou governança, que agrupam lotes de ações pertencentes a dois ou mais investidores institucionais (formando blocos com tamanho suficiente para eleger representantes nos conselhos de administração ou fiscal). Os fundos de governança reúnem participações minoritárias dos investidores institucionais, buscam melhorias do desempenho das empresas investidas e adoção das boas práticas de governança. Nesses casos, o BNDES não participa do cotidiano da empresa investida, apenas adota uma postura de monitoramento visando melhorar seu desempenho e aumentar seu valor acionista.

O efeito da participação do BNDES no capital de suas investidas, enquanto investidor institucional, visa contribuir para o desenvolvimento das práticas de governança corporativa, melhorar a competitividade, diminuir o custo de capital e aumentar o retorno para o acionista.

---

<sup>2</sup> *Tag along* – mecanismo de proteção aos acionistas minoritários que garante, no caso de alienação do controle da companhia, o direito de deixarem a sociedade nas mesmas condições oferecidas aos acionistas controladores.

<sup>3</sup> *Drag Along* - ou direito de “arraste”, é uma proteção ao investidor minoritário. No caso de uma oferta, o acionista vendedor tem o direito de obrigar os outros acionistas a venderem as suas participações ao comprador nas mesmas condições, de forma a ser entregue a ele, comprador, a totalidade da companhia.

<sup>4</sup> PIBB -Papéis de Índice Brasil Bovespa - são quotas do fundo PIBB Fundo de Índice Brasil - 50 - Brasil Tracker, o primeiro fundo de investimento em índice de mercado, regulado pela Instrução 359 de 22 de janeiro de 2002 da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

No final de 2002, foi lançado o Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa (PIAPGC)<sup>5</sup>, com o objetivo de oferecer condições diferenciadas de financiamento aos clientes que adotassem, voluntariamente, melhores práticas de governança corporativa. De acordo com os níveis de exigência do programa, que contemplava quatro categorias - bronze, prata, ouro e platina - as empresas que aderissem ao programa receberiam um bônus de governança corporativa, o qual representava mais participação do BNDES no valor total do investimento, ampliação do prazo de pagamento e/ou diminuição do custo financeiro.

Adicionalmente, ainda no âmbito do PIAPGC, foram adotadas algumas regras obrigatórias aplicáveis a todas as empresas com faturamento líquido anual superior a R\$ 100 milhões, entre elas: i) vedação de mútuo, aval ou garantia da controlada para o controlador, caso as companhias tivessem sócios diferentes; ii) apresentação de demonstrativos financeiros auditados por empresa cadastrada na CVM; iii) vedação de partes beneficiárias para empresas fechadas; iv) transparência nas transações com partes relacionadas, que deveriam ser descritas nos demonstrativos financeiros e praticadas nas condições de mercado, fazer parte dos objetivos de negócios da empresa e ser submetida ao voto de todos os acionistas em assembleia-geral, caso a empresa fosse aberta e os valores dos contratos fossem superiores a 10% do patrimônio líquido da empresa.

Conforme vimos na seção anterior, já houve estudos acadêmicos sobre a atuação do BNDES no mercado de capitais (LAZZARINI & MUSACCHIO, 2011, INOUE, LAZZARINI E MUSACCHIO, 2011, LAZZARINI; et al., 2012, SILVEIRA, 2010a,b, 2011, PEREIRA, 2010). O presente estudo se diferencia dos demais por usar a mais ampla base de dados de empresas investidas pelo BNDES (117 companhias listadas no período de 2002 a 2009) e por analisar a relação entre a presença do BNDES e a governança da empresa após controlar pela endogeneidade da decisão de o BNDES de ser acionista.

---

<sup>5</sup> Embora o PIAPGC tenha sido cancelado, a qualidade da governança das empresas é analisada pelo BNDES na hora de se definir os termos e condições financeiras das operações de financiamento.