

# 1 Introdução

O tema governança corporativa refere-se à definição de práticas de transparência e regras sobre o relacionamento entre as diversas partes interessadas de uma companhia. Nesse contexto, destaca-se a atuação dos investidores institucionais na melhoria das práticas de governança das empresas investidas, que já foi objeto de diversos estudos, entre eles, Carleton, Nelson e Weisbach (1998), Gillan & Starks (1998, 2003), Giannetti & Laeven (2009) e Aggarwal et al. (2011).

Essa dissertação analisa o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES) na melhoria das práticas de governança das empresas brasileiras listadas. A atuação do BNDES merece um estudo de caso especial, dado que o Banco, através da BNDEPSAR, possui a maior carteira de ações no Brasil, em torno de R\$ 100 bilhões em 2011.

O presente estudo contribui para a literatura de três maneiras. Primeiro, a maioria das pesquisas sobre ativismo dos investidores institucionais no Brasil e no exterior é direcionada aos fundos de pensão e nos fundos de *private equity*. Segundo, esse trabalho utiliza uma ampla base de dados de 117 empresas investidas pelo BNDES no período de 2002 a 2009. Finalmente, essa pesquisa apresenta resultados inovadores e contrários às evidências de trabalhos anteriores, ao mostrar que o BNDES influencia positivamente a governança das empresas em que ele participa como sócio.

Existem diversos estudos de caso internacionais que mostram a atuação de determinados investidores institucionais na melhoria da governança das empresas investidas. Smith (1996) e Nesbitt (1994, 2001) analisam o ativismo do CALPERS (*California Public Employees' Retirement System*), e Carleton, Nelson e Weisbach (1998) examinam o TIAA-CREF (*Teachers Insurance and Annuity Association- College Retirement Equities Fund*).

Em análises mais agregadas, sem estudar especificamente um determinado investidor institucional, Gillan & Starks (2003) verificam a influência de um grupo de investidores institucionais em relação às empresas investidas, e Giannetti & Laeven (2009) analisam o ativismo de fundos de pensão e o aumento do valor das empresas investidas. Aggarwal et al. (2011) mostram que os investidores institucionais atuam na melhoria das práticas de governança, em especial em países com baixa proteção legal.

Existem poucos estudos sobre o papel de bancos de desenvolvimento estatais na melhoria das práticas de governança das empresas. Shleifer & Vishny (1994) avaliam os efeitos das participações acionárias do governo e mostram que a posição minoritária no capital das empresas pode ser considerada uma boa alternativa, pois os governos, além de reduzirem as restrições de capital, evitam as distorções políticas, que, muitas vezes, acompanham o controle estatal das corporações.

Em relação à atuação de bancos de desenvolvimento, Aghion (1999), Torres (2009) e Yeyati et al. (2004) estudaram a participação de tais instituições na redução das barreiras e restrições de crédito nos países emergentes. Rodrik (2004) examinou a sua importância como veículos de política industrial e fornecimento de capital de longo prazo para projetos arriscados.

Em relação à atuação do BNDES no mercado de capitais brasileiro, Lazzarini & Musacchio (2011), Inoue, Lazzarini e Musacchio (2011), e Lazzarini et al. (2012) mostram que a participação do BNDES influencia positivamente o retorno sobre ativos e os investimentos de longo prazo das empresas de 1995 a 2002, mas não em período mais recente (2003 a 2009).

Analisando especificamente a influência do BNDES na governança das empresas, Silveira (2010a,b, 2011) conclui que não existe uma relação positiva entre a atuação do Banco e a melhoria da governança das empresas investidas em 2009 e 2010. Por sua vez, Pereira (2010) mostra que, no período de 2001 a 2008, a governança das empresas com participação acionária do BNDES foi superior a das demais empresas listadas.

O objetivo da presente dissertação é avaliar se as empresas investidas pelo BNDES apresentam melhores práticas de governança em relação às demais companhias listadas, utilizando métricas objetivas, como o índice de governança de Leal & Carvalhal (2007) e a presença da empresa no Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

Uma avaliação adequada do efeito do BNDES na governança deve levar em conta características específicas das empresas que influenciam tanto a governança quanto a decisão do BNDES em ser acionista da empresa. Seguindo Campa & Kedia (2002), usamos três técnicas econométricas para controlar a endogeneidade da decisão do BNDES de se tornar acionista da empresa.

Nossa análise de 275 companhias listadas na BM&FBOVESPA no período de 2002 a 2009, das quais 117 presentes na carteira do BNDES, indicam que a presença do BNDES como acionista é positivamente relacionada com a governança da empresa, mesmo depois de controlar pela endogeneidade da decisão do BNDES de ser acionista.

O presente estudo se divide em 5 capítulos. O próximo capítulo apresenta a revisão bibliográfica, enquanto o terceiro descreve a atuação do BNDES no mercado de capitais brasileiro. O quarto capítulo apresenta os dados e a metodologia empregada, e o quinto capítulo mostra os resultados encontrados. O último capítulo discute as conclusões da pesquisa.