

1 INTRODUÇÃO

Ao tratar dos laços do capitalismo brasileiro, Lazarini¹ (2011) assevera que “um dos atores centrais nos mecanismos de crédito direcionado no Brasil e nas estratégias de financiamento das empresas é o BNDES”. Inegável, portanto, é o protagonismo do banco na economia brasileira, quer na concessão de crédito de longo prazo, quer na participação acionária direta em diversas empresas nacionais. Este relevante papel pode ser expressado em números como aqueles que apontam que os desembolsos do Banco em 2009 foram 30% superiores aos realizados pelo Banco Mundial em mais de 100 países no mesmo ano, ou mesmo pelo expressivo volume de investimentos realizados pela BNDESPAR² ao longo das 4 últimas décadas.

É a partir de tal posição privilegiada conjugada com a missão desenvolvimentista do banco estatal que se indaga se este tem aproveitado tal oportunidade para fomentar a adoção de mecanismos de boa governança corporativa pelas sociedades empresárias investidas. Vislumbra-se, neste cenário, a possibilidade de os investimentos realizados pelo BNDES funcionarem como verdadeiros catalizadores para a propagação de políticas de boa governança corporativa gerando, de forma mediata, um ambiente mais propício ao desenvolvimento do mercado e da economia nacional. Nesse sentido, parece ser salutar a existência de uma política de incentivo, o que poderá ser aferido nos documentos que consubstanciam a participação Banco como credor ou acionistas de sociedades empresárias brasileiras.

Assim, a partir da análise das exigências contratuais feitas pelo BNDES em suas principais linhas de financiamento e do comportamento das dez principais companhias investidas pela BNDESPAR, o presente trabalho investigará a existência ou não de uma política de incentivo a adoção de critérios de governança corporativa uniforme entre as empresas investidas, bem como, em existindo quais seria este critério mínimo.

Para tanto, em um primeiro momento, buscar-se-á, a partir do conceito de governança corporativa, delimitar a abrangência do termo para o presente trabalho, apontando quais as políticas e parâmetros de governança que buscamos encontrar exigidos nos contratos

¹ LAZARINI, Sérgio G. in *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões* – Ed. Elsevier 2011. p.49

² LAZARINI aponta que no ano de 2009 os desembolsos do BNDES perfizeram o montante de R\$137 bilhões enquanto o Banco Mundial, no mesmo ano, realizou investimentos de US\$ 59 milhões em cem países. Também se verifica que a BNDESPAR é responsável por 4% do mercado acionário brasileiro. In LAZARINI, Sérgio G., *ob. Cit nota 1 p. 49*

e uniformemente adotados nas Companhias investidas.

Após e a partir de tais conceitos, será feita análise dos contratos-modelo utilizados pelo banco para a contratação das linhas de crédito “FINAME” e “Cartão BNDES”, com os olhos voltados para a localização de tais parâmetros de governança nas declarações ou obrigações contratuais exigidas pelo banco em tais contratos.

Em seguida, a partir de um diagnóstico dos critérios de governança corporativa das dez principais Companhias investidas pela BNDESPAR, se averiguará a existência de um padrão mínimo e uniforme de governança adotado por estas de forma a se identificar um padrão determinado pelo Banco.

Por fim, analisar-se-á os dados obtidos em conjunto, apresentando algumas observações finais, sem a pretensão de esgotar, por completo tão vasto tema.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA – NOÇÕES GERAIS E DELIMITAÇÃO PARA ESTE TRABALHO

Ao final do século XIX, com o advento da revolução industrial, a estruturação da empresa por meio de sociedades ganha importância singular, quando a necessidade de associação para obtenção de capital se apresenta premente³ para fazer frente aos custos de tal método de produção. Assim, torna-se necessário estabelecer um método de junção de interesses que garanta conjunção do capital de terceiros, imprescindível a consecução da empreitada e, ao mesmo tempo, limitasse a exposição dos investidores aos riscos de tal atividade tornando-a, portanto atrativa para o detentor do capital.

Portanto, a partir de então, a figura do empreendedor e do detentor de capital a não, necessariamente, se confundem mais na mesma pessoa. Aquele responsável pela condução do negócio não pode não ser o responsável pela capitalização da empresa. É a partir dessa cisão que se percebe o surgimento de uma relação de agência entre acionistas (investidores) e administradores (responsáveis pela condução do negócio), na qual estes são eleitos para administração da empresa por aqueles, com o objetivo de agir para o sucesso da empreitada e, no limite, garantir os ganhos pretendidos pelos acionistas. É para regular essa convivência e minimizar os conflitos que daí possam surgir que as regras de governança corporativa atuam.

Nesse sentido, Silveira, Barros e Famá⁴ (2003) citando os estudos realizados por Jensen

³ MUNHOZ, Eduardo Secchi – Empresa Contemporânea e Direito Societário. P. 52. 1ª Edição 2002, Ed. Juarez de Oliveira.

⁴ SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A. B. de C. e FAMÁ, Rubens – Estrutura de Governança e o Valor das Companhias Abertas Brasileiras, 2003

e Mackling⁵ (1976, p.308) dissertam que:

“... Jensen e Meckling (1976) descrevem a existência de uma relação de agência entre acionistas e administradores na qual os últimos atuam como agentes dos primeiros, sendo pagos para agir sempre de acordo com os proprietários da corporação. Muitas vezes, entretanto, os gestores tomam decisões tendo em vista a maximização de sua utilidade pessoal e não o melhor interesse dos acionistas, resultando em expropriação da riqueza dos mesmos. A minimização dos prejuízos causados por esse problema, denominado de problema de agência dos gestores, depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação entre as partes. A esse conjunto de mecanismos de incentivo e controle para minimização dos problemas dá-se o nome de governança corporativa”.

Entretanto, o desenvolvimento da atividade empresarial por meio de grandes corporações, bem como, transnacionalização dos empreendimentos empresariais implicaram no surgimento de outras relações conflituosas entre a empresa e demais partes interessadas. Tais conflitos, expostos em escândalos empresariais como da Enron em 2008⁶, trazem para o ambiente da governança corporativa, preocupações ligadas ao relacionamento das companhias com seus clientes, fornecedores, empregados, governos, comunidades em seu entorno e meio ambiente, além de exigências ainda maiores pertinentes a transparência e clareza dos seus dados financeiros e contábeis e relação com acionistas.

Nesse sentido, os Professores Solange Paiva Viera e André Gustavo Salcedo Teixeira Mendes (2004, p.103-122)⁷ afirmam que:

“A prática de boa governança nas instituições aparece como um mecanismo capaz de proporcionar maior transparência a todos os agentes

⁵ JENSEN, Michael e MECKLING, William – Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure , in Journal of Financial Economics, v.3 p. 305-360, 1976.

⁶ O escândalo Enron, marcou o mercado norte-americano no início da década de 2000. A Enron era uma companhia que atuava no mercado de energia dos EUA. Suas receitas em 2000 eram (supostamente) de US\$ 100 bilhões e o seu valor de mercado da empresa ultrapassou os US\$ 60 bilhões, o que significa 70 vezes o lucro e seis vezes o valor contábil. Tal valor foi alcançado graças a utilização de artifícios contábeis e práticas suspeitas de gestão, todas referendadas por sua auditoria externa a Arthur Andersen a época uma das cinco principais auditorias do mundo e que deixou de existir nesse mercado graças a seu envolvimento no caso. Dentre as práticas duvidosas da Enron incluía-se a manipulação do reconhecimento contábil das receitas para inflar lucros de curto prazo, o uso de marcação a um valor justo para contratos de longo prazo, apesar da complexidade e dificuldade de se estabelecer um valor de mercado a esses contratos, sem falar na falta de transparência dos cálculos. Mas não foi a criação de lucros falsos que levou à derrocada da empresa, e sim o imenso endividamento que a empresa foi contraindo para financiar suas atividades, já que as operações próprias não poderiam fazê-lo. Houve fraude também nessa parte, com “sociedades de propósito específico” sendo criadas para esconder as dívidas e canalizar os prejuízos. O mais chocante da história é que essas práticas não eram em si mesmas ilegais, apenas a maneira como foram feitas o que resultou na promulgação da lei Sarbanes-Oxley, que procurou aumentar a transparência e a qualidade das demonstrações contábeis das empresas de capital aberto com ações negociadas nos Estados Unidos

⁷ VIEIRA Solange P., MENDES, André G. S. T – Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. Revista do BNDES v. 11, n. 22, p. 103-122, dez 2004.

envolvidos com a empresa, minimizar a assimetria de informação existente entre administradores e proprietários e fazer com que os acionistas que não pertencem ao bloco de controle possam reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia. (...)”

Nesse sentido falar em boa governança corporativa significa:

“discutir a minimização da assimetria de informação existente entre a empresa e os diversos agentes envolvidos, a saber, acionistas credores, fornecedores e empregados. A maior transparência proposta pela governança tenderá a induzir à redução do custo de capital, uma vez que os credores terão maior credibilidade nos dados da empresa e os acionistas estarão dispostos a investir, se acreditarem que o grupo controlador ou gestor não poderá manipular as informações em proveito próprio.”

É esse sentido amplo de governança corporativa que se adota no presente trabalho, ou seja, entende-se esta como sendo todos os mecanismos que buscam mitigar ou eliminar o possível conflito existente entre a empresa e seus diversos interessados, sejam eles, acionistas, trabalhadores, clientes ou mesmo a sociedade em geral.

Portanto, a partir dessa delimitação pode-se afirmar que consiste no objeto desta pesquisa a identificação e análise de cláusulas contratuais e/ou políticas concernentes a boa governança em seu sentido amplo, exigidas pelo BNDES na concessão de crédito ou para a realização de investimentos diretos, buscando encontrar uma correlação positiva entre essas, de forma a poder afirmar que o banco atua como incentivador de tais práticas.

3 BNDES COMO CREDOR - EXIGÊNCIAS RELACIONADAS À GOVERNANÇA CORPORATIVA NOS CONTRATOS DAS LINHAS “CARTÃO BNDES” E “FINAME”.

Tidas como as linhas de crédito de acesso mais facilitado dentre aquelas oferecidas pelo BNDES, o Cartão BNDES e o FINAME ganharam importância vital para economia nacional, notadamente nos governos Lula e Dilma, quando houve um expressivo aumento nos desembolsos efetuados. Em apenas uma dessas linhas, o Cartão BNDES, os desembolsos chegaram a ultrapassar a cifra de um bilhão de reais mensais⁸

Nesse sentido e tendo em vista o imenso universo de empresas contratantes, uma vez que o conjunto das linhas analisadas concedem crédito para micro e pequenas empresas e

⁸ O valor foi ultrapassado no mês de agosto de 2014, consoante noticiado pelo próprio banco através da reportagem que pode ser acessada pelo seguinte endereço eletrônico: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Sala_de_Imprensa/Noticias/2014/Todas/20140902_cartaorecorde.html

também para grandes corporações, a análise detalhada das minutas padrão propostas pelo banco permitirá vislumbrar qual a sua real preocupação com as questões relacionadas à governança corporativa.

Dessa forma, na leitura dos contratos das referidas linhas buscar-se-á verificar a existência de cláusulas regulamentando:

- (i) a necessidade de comunicação ao banco em caso de alterações relevantes na composição societária da empresa financiada e/ou de seus administradores;
- (ii) a imposição, à contratante da linha, de obrigação de comunicar ao banco qualquer circunstância que possa afetar de forma relevante o andamento dos negócios da empresa;
- (iii) a imposição de obrigações concernentes a regularidade, fiscal, previdenciária, trabalhista e ambiental;
- (iv) regras de adoção de programa de conformidade com vistas ao atendimento das determinações da legislação anticorrupção brasileira e da lei de lavagem de dinheiro.

3.1 ANÁLISE DA MINUTA DO CARTÃO BNDES

A linha de crédito Cartão BNDES, foi criada pelo banco com o objetivo de financiar investimentos de micro e pequenas empresas. Similar a operação de um cartão de crédito o beneficiário dessa linha, após ter seu crédito aprovado por um dos bancos conveniados, poderá adquirir os produtos comercializados pela base de fornecedores cadastrados pelo banco e pagá-los em parcelas fixas⁹.

No tocante a estrutura contratual do negócio, essa se apresenta como um típico contrato de adesão, sendo que as condições gerais desse (denominada regulamento de utilização do Cartão BNDES) são registradas em cartório de registros de títulos e documentos por cada banco parceiro, não havendo qualquer variação entre as minutas registradas por tais instituições¹⁰.

⁹ Detalhes da operação do Cartão BNDES podem ser obtidos por meio do seguinte site: <https://www.cartaobndes.gov.br/cartaobndes/PaginasCartao/FAQ.ASP?T=1&Acao=R&CTRL=&Cod=90,90#P>

¹⁰ Tendo em vista que não foram localizadas qualquer variação significativa entre as minutas registradas pelos Bancos credenciados pelo BNDES para a intermediação do Cartão BNDES, utilizaremos para o

Assim, partindo para análise objetiva das condições gerais e demais formulários, podemos afirmar a presença dos critérios elegidos pelo presente estudo, conforme a tabela 1 abaixo:

Contrato Cartão BNDES	
Critério	Resultado
Cláusula de comunicação obrigatória ou imposição de penalidade em caso de alteração do controle da sociedade contratante.	Atendido em parte
Cláusula de comunicação obrigatória ou imposição de penalidade em caso de alteração de administradores.	Atendido em parte
Imposição de obrigação de divulgar resultados e de informar eventuais fatos que possam afetar, de forma relevante, o andamento dos negócios da empresa contratante.	Atendido em parte
Declaração de regularidade fiscal, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido em parte
Declaração de regularidade previdenciária, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido em parte
Declaração de regularidade trabalhista, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido em parte
Declaração de regularidade ambiental, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido em parte
Obrigação de adesão ao programa de compliance do banco ou de a contratante ter o seu próprio programa	Inexistente

Como pode-se notar, grande parte dos critérios elegidos pelo presente estudo foram atendidos apenas em parte. É o caso, por exemplo, da inclusão de cláusula que imponha a obrigação de comunicação em caso de alteração do controle da sociedade financiada (e consequentemente a penalidade por conta do descumprimento). Isso porque o item “e” da cláusula VIII¹¹ do regulamento, aponta para obrigação da empresa beneficiária, manter o seu cadastro atualizado junto ao banco, contudo não aponta de maneira clara que a alteração do controle da sociedade sem a prévia anuência do banco acarretaria no vencimento da dívida. Em verdade, sequer há uma menção direta a tal possibilidade que está prevista somente no documento denominado “Disposições Aplicáveis aos Contratos BNDES”, o que não é salutar e dificulta sua execução.

Dessa forma, em que pese tenhamos disposições de aplicação mediata e que acarretariam no dever de informação de alteração da composição societária pela sociedade contratante ao BNDES, essas não são suficientes para garantir a boa governança e,

presente estudo a minuta registrada pelo Banco Bradesco S/A sob nº 282.282 junto ao 2º Tabelião de Registros de Títulos e Documentos da Comarca de Osasco, Estado de São Paulo.

¹¹ Dispõe o item “e” da Cláusula VIII – Obrigações especiais da beneficiária - Obriga-se a beneficiária a: (...) e) manter atualizado o seu cadastro no PORTAL DE OPERAÇÕES DO CARTÃO BNDES.

consequentemente proteger os próprios interesses da instituição financeira, razão pela qual classifica-se apenas como parcial o atendimento do critério.

Com efeito, espera-se, para o cumprimento do critério, a existência de cláusula clara no instrumento contratual apontando a obrigação de a devedora informar a alteração em seu controle acionário facultando ao Banco, a seu exclusivo critério, romper o contrato ou não. Assim, o BNDES estaria protegido de ver-se obrigado a manter um contrato que, por razões legais ou estratégicas, não quer ou não pode manter¹².

Os mesmos dispositivos podem ser aplicáveis ao segundo critério eleito no presente estudo. Ou seja, da mesma forma como quando da análise da questão da comunicação de alteração do controle societário, inexistente disposição no Regulamento que, objetivamente, obrigue à contratante a informar eventuais alterações nos seus quadros de administradores, apenas a obrigação de manter atualizado o cadastro junto ao banco emissor sem a imposição de penalidade específica, o que não atende, por completo, o critério.

Outrossim, chama a atenção a inexistência de cláusula que mencione, ainda que indiretamente, a obrigação das empresas contratadas de possuírem um programa de *compliance*¹³ ou, ao menos, da imposição de regras de atendimento às determinações de conformidade do banco.

Tal fato, tem maior protagonismo após a promulgação da Lei 12.846/2013 (chamada lei anticorrupção) que dispõe, a grosso modo, sobre a imposição de penas administrativas às empresas envolvidas, direta ou indiretamente, em casos de corrupção. Tendo em vista o controle estatal do BNDES, parece-nos natural que o banco incentive a criação de programas de conformidade ou, ao menos, que imponha a adoção de determinados procedimentos para a preservação de seus interesses e/ou imagem como, por exemplo, a obrigação de informar ao banco caso de instauração de qualquer procedimento civil, criminal e/ou administrativo com base na referida legislação, o que não ocorre.

Com relação à saúde financeira da empresa contratante, verifica-se a preocupação do BNDES na conservação do caráter de micro, pequena ou média empresa da

¹² Como razão de impedimento para manutenção do Contrato podemos citar a alienação do controle da sociedade à empresa de capital estrangeiro, retirada de garantias outorgas pelos antigos sócios, inclusão de empresa em grupo de sociedades que não possa ser beneficiado pela linha em tela, dentre outros motivos.

¹³ Programas de Compliance, também chamados como Programas de Conformidade, são programas empresariais voltados ao monitoramento do cumprimento das leis, regulamentos e normas internos por seus sócios, diretores, empregados e fornecedores.

sociedade financiada, uma vez que a alínea “f” da cláusula VIII¹⁴ do Regulamento determina que o Banco seja informado caso a sociedade seja desenquadrada de tais critérios. No entanto, aparentemente o banco não achou por bem impor obrigações de divulgação de resultados o que poderia contribuir para a transparência do mercado como um todo.

Por sua vez, a questão ambiental é tratada de forma superficial ao final do texto de uma das declarações exigidas e especificamente com relação a questões envolvendo a cultura da cana-de-açúcar¹⁵ e a pecuária bovina¹⁶. Não há, contudo, a existência de penalidades específicas, em caso de descumprimento da legislação ambiental. Não obstante a existência de uma preocupação setorial, não podemos afirmar, ao menos nesse momento, que o banco possui uma política de governança ambiental clara.

O mesmo ocorre com relação as obrigações fiscais, previdenciárias e trabalhistas (incluindo trabalho escravo). Isso porque, dentre os documentos que devem ser apresentados pela empresa financiada para contratação da linha está uma declaração informando que:

“não haver, contra si e seus dirigentes, decisão administrativa final, exarada por autoridade ou órgão competente, em razão de práticas de atos que importem em discriminação de raça ou de gênero, trabalho infantil ou trabalho escravo e/ou sentença condenatória transitada em julgado, proferida em decorrência dos referidos atos, ou ainda, de outros que caracterizem assédio moral ou sexual, ou importem em crime contra o meio ambiente.[...] não estar em situação de inadimplência perante a União, seus órgãos e entidades das Administrações direta e indireta, ressalvadas as obrigações cujo adimplemento se comprova por meio de certidão, em razão da legislação vigente.”

Especificamente quanto a atividade frigorífica é imposta, em adição as declarações anteriores, a seguinte:

¹⁴ Cláusula VIII, alínea “f”: informar ao EMISSOR qualquer alteração em seu faturamento que importe em sua desclassificação como empresa de micro, pequeno ou médio porte, segundo critérios definidos pelo BNDES.

¹⁵ Dentro os documentos solicitados para a celebração do contrato, é solicitado o preenchimento de uma declaração em que o solicitante declara que realiza o plantio de cana-de-açúcar em áreas de permitidas por lei, que a sua (eventual) usina está em área permitida por lei e só aceita insumos de regiões onde o plantio de cada de açúcar. Tais declarações só devem ser prestadas por aquelas empresas que prestam tal atividade.

¹⁶ O Regulamento prevê como causa de vencimento antecipado do contrato a conduta da Contratante que “não atualizar ou mantiver a disposição do Emissor ou do BNDES o cadastro de fornecedores diretos contendo lista acompanhada das seguintes informações: nome ou razão social, CPF ou CNPJ, nome do imóvel, município, unidade da federação, ponto de georeferenciamento da propriedade rural, número de inscrição no Sistema Nacional de Cadastro Rural e número da licença ambiental relação as beneficiárias que possuam, dentre as suas atividades o abate e/ou fabricação de produtos de carne, conforme a Classificação Nacional de Atividades Econômicas – CNAE 1011-02/01 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas – IBGE apenas no que se refere a bovinos.”

“que inexistente contra si, decisão administrativa final sancionadora, exarada por autoridade ou órgão competente, e/ou sentença condenatória transitada em julgado, em razão do descumprimento da legislação trabalhista referente à proteção à segurança, saúde, higiene conforto nos locais de trabalho, especialmente as Normas Regulamentadoras do Ministério do Trabalho e Emprego , inclusive no tocante aos intervalos ergonômicos a serem observados durante a jornada de trabalho”.

No entanto, apenas a questão específica relacionada a atividade frigorífica ganha reforço para seu cumprimento por meio do item “VI”¹⁷ da alínea “a” da cláusula IX, de forma que o seu descumprimento implicaria no vencimento antecipado do contrato.

3.2 ANÁLISE DA MINUTA DO FINAME

O FINAME é uma linha de crédito promovida pela Agência de Financiamento Industrial do BNDES que tem como objeto o financiamento de máquinas e equipamentos para indústria. Nesse sentido, a linha em análise possui caráter mais seletivo, uma vez que não é qualquer produto que pode ser financiado por meio desta.

Em comparação com os instrumentos que compõem a contratação do Cartão BNDES, percebe-se uma maior sofisticação naqueles exigidos para contratação do FINAME sendo que, como no caso anterior, independentemente da instituição financeira intermediadora, não há qualquer variação significativa nos documentos¹⁸.

Da mesma forma em que na análise realizada nos documentos que compõem a contratação do Cartão BNDES, os instrumentos utilizados para contratação do FINAME foram submetidos a oito critérios de governança corporativa. Como resultado, sinteticamente podemos afirmar o exposto na tabela 2, abaixo:

¹⁷ Acarreta a rescisão antecipada do Contrato “vi – existência de decisão administrativa final sancionadora exarada por autoridade ou órgão competente e/ou sentença condenatória transitada em julgado, em razão do descumprimento da legislação trabalhista referente à proteção, saúde, higiene e conforto nos locais de trabalho especialmente das Normas Regulamentadoras do Ministério do Trabalho e Emprego em relação as Beneficiárias que possuam dentre suas atividades, a atividade de frigorífico, inclusive no tocante aos intervalos ergonômicos a serem observados durante a jornada de trabalho;

¹⁸¹⁸ Por essa razão utilizaremos como base para essa presente análise, a Cédula de Crédito Bancário emitida pelo Banco Santander (Brasil) S.A.

FINAME	
Critério	Resultado
Cláusula de comunicação obrigatória ou imposição de penalidade em caso de alteração do controle da sociedade contratante.	Atendido
Cláusula de comunicação obrigatória ou imposição de penalidade em caso de alteração de administradores.	Atendido em parte
Imposição de obrigação de divulgar resultados e de informar eventuais fatos que possam afetar, de forma relevante, o andamento dos negócios da empresa contratante.	Atendido em parte
Declaração de regularidade fiscal, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido
Declaração de regularidade previdenciária, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido
Declaração de regularidade trabalhista, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido
Declaração de regularidade ambiental, com imposição de penalidade em caso de descumprimento	Atendido
Obrigação de adesão ao programa de compliance do banco ou de a contratante ter o seu próprio programa	Não atendido

Como se pode notar, os resultados obtidos nos contratos de FINAME são, sensivelmente mais favoráveis a boa governança corporativa do que aqueles verificados na análise do Cartão BNDES. Diversos motivos podem ser apontados para tanto como, por exemplo, o valor médio das contratações das operações FINAME que é mais expressivo do que aquelas contratadas por meio do Cartão BNDES¹⁹, ou mesmo o foco da presente linha, que não se limita as micro, pequenas e médias empresas, podendo o FINAME ser contratado por grandes corporações²⁰.

Ao se analisar os dados coletados, verifica-se a existência de previsão clara proibindo a empresa beneficiada de realizar alteração do seu controle social sem a prévia e expressa anuência do Banco, sendo o descumprimento desta obrigação implica no vencimento antecipado do contrato, conforme se depreende da alínea “h” da Cláusula 8^a²¹ da Cédula de Crédito Bancário. Assim, de forma diversa do Contrato da linha Cartão BNDES, verificamos o atendimento do primeiro critério de governança corporativa eleito no presente estudo.

¹⁹ As operações com cartão BNDES são limitadas ao valor de R\$ 500 mil, ao passo que aquelas realizadas pelo FINAME não possuem limite pré-estabelecido, variando conforme o valor da máquina ou equipamento financiado.

²⁰ Em certo ponto a contratação de operações FINAME por grandes grupos empresariais é até incentivada, uma vez que um dos principais objetivos do crédito subsidiado é modernizar o parque industrial nacional, como pode-se perceber pelo próprio site do Banco, ao delimitar objetivo da linha.

²¹ Cláusula 8^a Ocorrerá o vencimento antecipado nas seguintes situações: (...) h) se CLIENTE e/ou AVALISTAS tiverem seu controle direto ou indireto transferido a terceiro ou vierem a ser incorporados, ou ocorrer a fusão ou a transferência seja por cisão ou por qualquer outra forma, de ativos operacionais para outra entidade sem que o AGENTE tenha manifestado, formalmente, a decisão de manter vigente esta Cédula, antes de tal transferência;

O mesmo ocorre com os critérios relativos ao cumprimento de obrigações fiscais/previdenciárias²², trabalhistas²³ e ambientais. Nota-se, por exemplo, um sensível aumento na preocupação sobre a questão ambiental, uma vez que três alíneas da cláusula de obrigações da Contratante são dedicadas ao tema. Vejamos:

Obriga-se a CLIENTE:

[...] f) Cumpra o disposto na legislação referente à política nacional do meio ambiente, adotando durante o prazo de vigência desta Cláusula, medidas e ações destinadas a evitar e corrigir danos ao meio ambiente, segurança e medicina do trabalho, que possam vir a ser causados pelos bens financiados;

g) Manter em situação regular suas obrigações junto aos órgãos do meio ambiente, durante o prazo de vigência dessa cédula; [...]

j) Comprovar, quando solicitado pelo AGENTE, o cumprimento das condições especiais “f” e “g” acima.

O tema ainda volta a ser abordado como uma das condicionantes para a liberação de parcelas do financiamento (cláusula 7ª alínea “e”²⁴), ou ainda como causa de vencimento antecipado da dívida (cláusula 8ª, inciso I)²⁵.

Com efeito, maior preocupação sobre questões ambientais pode ser explicada pela natureza dos bens financiados (máquinas, equipamentos e veículos utilizados na indústria), mas também pelo maior volume financeiro dispendido pelo Banco nessa linha. De certo, no presente caso, garantir o correto funcionamento e a preservação do bem ganha maior

²² Dispõe a alínea “c” da Cláusula 7ª do Contrato que para o desembolso de cada parcela do financiamento o CLIENTE deverá apresentar Certidão Negativa de Débitos (ou positiva com efeitos de Negativa) emitida pela Receita Federal do Brasil, enquanto a alínea “f” determina que os desembolsos só sejam realizados mediante a comprovação da regularidade previdenciária, o que atende aos requisitos de governança, uma vez que, na prática, tais medidas suspendem a execução do contrato em caso de irregularidades, fiscais ou previdenciárias.

²³ A questão trabalhista é abordada, como nos instrumentos que compõe a contratação da linha Cartão BNDES, em declarações de conformidade. Contudo, o contrato em análise, determina o vencimento antecipado do contrato caso “seja constada a existência de sentença penal condenatória transitada em julgado em razão da prática de atos. Pela CLIENTE ou por seus dirigentes que importem em trabalho infantil, trabalho escravo” (...) (Cláusula 8ª inciso i), além da previsão de vencimento antecipado em caso de falsidade nas declarações prestadas para contratação (Cláusula 8ª, inciso II alínea “e”).

²⁴ Cláusula 7ª alínea “e” – Comprovação de regularidade de situação perante os órgãos ambientais ou quando tal comprovação já tenha sido apresentada e esteja em vigor, declaração do CLIENTE a respeito.

²⁵ Cláusula 8ª, inciso I – Sem prejuízo das hipóteses previstas nos artigos 39 e 40 das “Disposições Aplicáveis aos Contratos BNDES”, poderá ocorrer, também o vencimento antecipado desta Cédula, com exigibilidade da dívida caso seja constada a existência de sentença penal condenatória transitada em julgado em razão da prática de atos. Pela CLIENTE ou por seus dirigentes que importem em trabalho infantil, trabalho escravo ou crime contra o meio-ambiente, bem como a falsidade da declaração nesse sentido, salvo se efetuada a reparação imposta quando estiver sendo cumprida a pena imposta à CLIENTE.”

importância, quer pelo envolvimento direto do banco com o bem²⁶, quer por tal bem ser garantidor da própria operação²⁷.

Desta forma, verifica-se uma maior preocupação com relação a saúde da empresa financiada. Isso porque dentre as obrigações contraídas pela empresa financiada está a de outorgar ao BNDES e o Banco agente, livre acesso às suas dependências e aos seus registros contábeis efeito de controle da colaboração financeira, prestando toda a informações solicitadas²⁸. Ademais, a alínea “b” da cláusula 7ª, prevê como condição para liberação de cada parcela do financiamento:

b) Inexistência de qualquer fato que, a critério do BNDES e/ou AGENTE, venha alterar substancialmente a situação econômico-financeira do CLIENTE ou que possa comprometer a utilização do equipamento ora financiado de forma a alterá-lo ou impossibilitar sua utilização, nos termos homologados pelo BNDES/FINAME.

Ainda, como causa de vencimento antecipado da dívida, a Cédula de Crédito Bancário prevê, em sua cláusula 8.1 alínea “d”²⁹ a possibilidade do Banco dar por vencido o contrato caso a empresa financiada tenha títulos protestados ou sofra execução ou arresto de bens que possam comprometer a sua capacidade de pagamento.

Nesse sentido, por todo o apresentado, não se pode negar o grande avanço que os instrumentos que compõe a contratação FINAME trazem para a questão da avaliação da saúde financeira da empresa financiada quando comparados com os instrumentos do Cartão BNDES. Não obstante, os avanços são no sentido de prover saídas ao Banco caso a situação da empresa devedora se deteriore e não no sentido de obrigar a empresa a divulgação periódica sobre o andamento de seus negócios e de sua saúde financeira.

Portanto, nota-se uma maior preocupação com a governança corporativa nos contratos de FINAME frente aos contratos do Cartão BNDES. A exceção dos critérios relacionados à alteração de administradores e aos programas de *compliance*, que permanecem da mesma forma avaliados, todos critérios propostos apresentaram melhores resultados neste

²⁶ O envolvimento é tamanho que um dos requisitos contratuais exigidos é a fixação de placa identificando a empresa como beneficiária de FINAME/BNDES em sua sede e banners em seu site na internet.

²⁷ Conforme o disposto na Cláusula 14 da CCB, os bens financiados por meio do FINAME são cedidos em alienação fiduciária em garantia, como forma de assegurar o pagamento das parcelas do empréstimo definidas no próprio instrumento.

²⁸ Texto extraído da alínea “d” da cláusula 6ª da CCB.

²⁹ Cláusula 8.1 alínea “d” – se a CLIENTE e/ou avalistas tiverem títulos de sua responsabilidade ou coobrigação protestados, ou sofrerem execução ou arresto de bens que, a critério do AGENTE possa comprometer a capacidade de pagamento de suas obrigações.

contrato quando comparado com o primeiro analisado. Nesse sentido, é possível perceber uma tendência de maiores preocupações com questões de governança corporativa à medida que os empréstimos ganham maior relevância.

4 BNDES COMO INVESTIDOR – ANÁLISE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS 10 MAIORES EMPRESAS INVESTIDAS PELA BNDESPAR

O braço de investimentos diretos do BNDES, a BNDESPAR cumpre um relevante papel no fomento da econômica nacional. Isso porque a participação direta nas empresas tornou-se um mecanismo de extrema relevância para o financiamento de longo prazo e para, no limite, a operacionalização da política industrial do governo. Nesse cenário, mecanismos de governança corporativa ganham relevância, não só como instrumentos de proteção ao investimento público realizado³⁰, mas para elucidar “importantes características do modelo contemporâneo de atuação empresarial do Estado e lançando-se luz sobre os objetivos que o levam a investir diretamente como acionista no cenário atual³¹”.

Mais do que isso, pretende investigar a relevância dada ao tema governança corporativa para a realização de investimentos pelo Banco, ou seja, se o banco como investidor usa a sua influência nas empresas investidas para fomentar as mais modernas práticas sobre o tema.

Dessa forma, através da análise de dados coletados em plataformas públicas³² dos dez maiores investimentos realizados pela BNDESPAR, é que se buscará traçar a eventual existência um padrão de características de governança corporativa que seja exigido pelo banco, esperando que esses sejam superiores aqueles exigidos pelo banco para a contratação da linha FINAME

Nesse sentido, buscará se verificar:

- (i) se essa empresa é listada no novo mercado da bolsa de valores e em qual grau;
- (ii) se suas demonstrações financeiras são publicadas de maneira clara e devidamente auditadas;

³⁰ Investimento público, uma vez que o capital do BNDES é estatal, proveniente da arrecadação de impostos e contribuições federais.

³¹ MARINHO, Sarah M. M., Como são os laços do Capitalismo Brasileiro, 2015.

³² O objetivo é a análise das informações disponíveis ao investidor, ou seja, analisar os dados ofertados em páginas de relação com investidores das empresas, da CVM, BMF/Bovespa, ou mesmo aquelas facilmente encontradas é que se tentará encontrar os critérios eleitos.

- (iii) se existe um código de conduta de seus funcionários divulgado em seu site;
- (iv) se há algum programa ou política ambiental e/ou social realizada ou divulgada;
- (v) se a empresa tem programa de compliance instituído.

Com efeito, como pode-se notar, partimos de critérios básicos como a listagem ou não da companhia em bolsa, para abordarmos questões mais amplas como a existência ou não de um programa de compliance. Isso porque a resposta de algumas dessas perguntas já traz consigo conclusões importantes ao presente trabalho. Por exemplo, a não listagem das ações da empresa investida em bolsa, significa, aos olhos de um terceiro externo à Sociedade, que não se pode afirmar, com segurança, a existência de uma política consistente de valoração da governança corporativa, o que lança uma sombra sobre a real avaliação do custo/benefício do investimento. Outro exemplo é a questão da listagem da companhia no Novo Mercado, uma vez que a listagem nesse traz consigo diversas obrigações de governança³³ importantes para a preservação do mercado e dos interesses da instituição financeira estatal.

³³ São regras que devem ser adotadas pelas empresas listadas no Novo Mercado da BMF/Bovespa: (i) Emitir somente ações ordinárias; (ii) Conceder a todos os acionistas o direito de venda conjunta (“tag along”), em caso de alienação do controle acionário da Companhia, devendo o adquirente do controle realizar oferta pública de aquisição das ações aos demais acionistas, oferecendo para cada ação o mesmo preço pago por ação do bloco controlador; (iii) Assegurar que as ações da Companhia, representativas de, no mínimo, 25% do capital total, estejam em circulação (free float); (iv) Adotar procedimentos de oferta que favoreçam a dispersão acionária; (v) Cumprir padrões mínimos de divulgação trimestral de informações (vi) Seguir políticas mais rígidas de divulgação com relação às negociações realizadas pelos acionistas controladores da Companhia, conselheiros e diretores envolvendo valores mobiliários de sua emissão; (vii) Submeter quaisquer acordos de acionistas e programas de opção de compra de ações existentes à Bovespa; (viii) Disponibilizar aos acionistas um calendário de eventos societários; (ix) Limitar a dois anos o mandato de todos os membros do Conselho de Administração que deve ser composto de no mínimo cinco membros; (x) elaborar, a partir do segundo exercício social encerrado após a admissão no Novo Mercado, demonstrações financeiras anuais, inclusive demonstrações de fluxo de caixa, em idioma inglês, de acordo com normas contábeis internacionais, tais como o U.S. GAAP ou o IFRS; (xi) Adotar exclusivamente as normas do regulamento de arbitragem da Bovespa, pelas quais a Bovespa, a companhia, o acionista controlador, os administradores, e os membros do Conselho Fiscal da Companhia, se instalado, comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ao regulamento de listagem por meio de arbitragem; (xii) Realizar, pelo menos uma vez ao ano, reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas; e (xiii) Em caso de saída do Novo Mercado, para que as ações sejam negociadas fora do Novo Mercado, o acionista controlador deve fazer oferta pública de aquisição das ações em circulação, pelo valor econômico apurado mediante laudo de avaliação elaborado por empresa especializada e independente

Dessa forma, se quer encontrar sinais visíveis do papel exercido pelo banco na difusão da boa governança corporativa, conforme afirma Silva e Zorman³⁴ (2013 p. 5):

“O efeito da participação do BNDES no capital de suas investidas, enquanto investidor institucional, contribui para o desenvolvimento das práticas de governança corporativa, diminui custo de capital, aumenta o retorno para o acionista, melhora as condições para os minoritários, impactando positivamente o desempenho do fluxo de caixa livre, a estrutura de capital e sua competitividade. “

Tomando como base a informação coletada no Jornal Valor Econômico³⁵, uma vez que o BNDES não provém essa informação de maneira clara, as empresas listadas abaixo representam os 10 (dez) maiores investimentos realizados pelo BNDESPAR no ano de 2012 (tabela 4) e nelas serão verificados os critérios estipulados acima:

FINAME	
Empresa	Valor em R\$ milhões
Petróleo Brasileiro S.A - Petrobrás	26.385
Vale S/A	18.589
Fibria Celulose S.A	3.815
JBS S/A	3.483
Brasília (AES)	2.807
Copel	1.823
CPFL	1.728
Suzano Papel e Celulose S/A.	1.387
CEG	1.166

Uma vez submetidas as empresas acima, aos critérios eleitos pelo presente estudo, podemos afirmar que, em resumo, foram obtidos os seguintes resultados:

Estudo BNDESPAR							
Empresa	Listada na Bolsa	Novo Mercado	Demonstrações financeiras padronizadas (IFRS)	Quem audita	Código de conduta divulgado no site	Existe algum programa ou política ambiental e/ou social realizada pela sociedade que seja divulgada?	Existe um programa de Compliance?
Petrobrás	Sim	Não	Sim	PWC	Sim	Sim	Não
Vale	Sim	Não	Sim	KPMG	Sim	Sim	Sim
Fibria	Sim	Sim	Sim	PWC	Sim	Sim	Sim
JBS	Sim	Sim	Sim	BDO	Sim	Sim	Não
Brasília (AES Brasil)	Não, apenas as subsidiárias	Não	Sim	E&Y	Sim	Não, apenas as subsidiárias	Sim
Copel	Sim	Não	Sim	KPMG	Sim	Sim	Não
CPFL	Sim	Sim	Sim	Deloitte	Sim	Sim	Sim
Suzano	Sim	Não	Sim	KPMG	Sim	Sim	Não
CEG	Sim	Não	Sim	PWC*	Sim	Não	Não

* A partir de 2015. Até 2014 a empresa era auditada pela Performance auditores

³⁴ SILVA, André L. C. e ZORMAN, Fernanda F. – Influência do BNDES na Governança das Empresas Brasileiras 2012.

³⁵ Jornal Valor Econômico, 17 de julho de 2013.

A análise da presente tabela nos apresenta dados interessantes. De uma maneira geral, notamos na tabela “Estudo BNDESPAR” que apenas quatro das dez empresas verificadas possuem programa de *compliance*, importante ferramenta na prevenção e combate à corrupção e, porque não garantia de fomento a perpetuação dos valores da sociedade. Acreditamos que tal critério deveria ganhar maior relevância na decisão de investimento do banco estatal uma vez que, no limite, poder-se-ia chegar ao extremo de vislumbrar um caso em que dinheiro estatal esteja sendo usado para corromper o próprio Estado.

Assim, principalmente após o advento da Lei 12.846/2013, a existência de um programa de conformidade deveria ser um pressuposto básico para a decisão de investimento do banco. Isso torna-se mais claro, ao se vislumbrar que uma das penalidades previstas na referida Lei Anticorrupção é a proibição de a empresas objeto receber incentivos e/ou financiamentos públicos³⁶.

Outrossim, nota-se que inexistem ganhos significativos de padrões de governança adotados, como o ocorrido quando da análise da estrutura do FINAME frente ao Cartão BNDES. Em verdade, sequer podemos afirmar a existência de um padrão de governança exigido pela instituição financeira, uma vez que os dados que apresentam uma consistência (como por exemplo a existência de demonstrações financeiras padronizadas) podem ter fundamentos diversos, como exigência legal ou de mercado. Se, por exemplo, verificássemos que as empresas investidas pertencessem ao Novo Mercado da Bovespa, ou que todas tinham políticas ambientais abrangentes, poder-se-ia vislumbrar um padrão de exigência, o que não é o caso, uma vez que apenas três das empresas analisadas aderiram a tais padrões de governança.

De certo, poderia se argumentar que os investimentos nas Companhias listadas no nível 1 da Bovespa são antigos, anteriores à criação do Novo Mercado. Todavia, a relevância dos investimentos e, conseqüentemente, a influência exercida pelo banco na administração da companhia³⁷ poderia ser usada para determinar a adesão aos padrões de governança corporativa

³⁶ Art. 19. Em razão da prática de atos previstos no art. 5º desta Lei, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, por meio das respectivas Advocacias Públicas ou órgãos de representação judicial, ou equivalentes, e o Ministério Público, poderão ajuizar ação com vistas à aplicação das seguintes sanções às pessoas jurídicas infratoras:

(...)

IV - proibição de receber incentivos, subsídios, subvenções, doações ou empréstimos de órgãos ou entidades públicas e de instituições financeiras públicas ou controladas pelo poder público, pelo prazo mínimo de 1 (um) e máximo de 5 (cinco) anos.

³⁷ Sarah M. M. Marinho desenvolve um interessante trabalho sobre os laços do capitalismo brasileiro, demonstrando os meios de influência da BNDESPAR nas empresas investidas. MARINHO, Sarah M. M., como são os laços do Capitalismo Brasileiro, 2015

do novo mercado, o que representaria um significativo avanço para o mercado de ações brasileiro³⁸.

Tomemos como exemplo a Petrobrás que se apresenta como uma empresa que tem uma política de governança consolidada, tendo, seus balanços divulgados conforme os padrões da IFRS³⁹ e auditados por uma das maiores empresas de auditoria independente do mundo⁴⁰. No entanto, alguns pontos negativos chamam atenção, principalmente porque se trata de uma empresa controlada pela União e significativamente investida pelo BNDES. Nesse sentido, a inexistência de um programa de compliance efetivo é algo extremamente prejudicial, que pode ser apontado por uma das causas dos desvios levados à tona pela Operação Lava-Jato, da Polícia Federal. Como ficou comprovado, a ouvidoria da companhia não fazia as vezes de um programa de compliance sendo que seus instrumentos estão sendo completamente reformados após a criação da diretoria de governança corporativa, após os escândalos de 2014. Ademais, a adesão da mais importante empresa nacional ao Novo Mercado traria um significativo ganho de relevância desse, o que poderia ser incentivado pelo banco.

O mesmo podemos afirmar com relação à JBS. É de extrema importância que uma companhia mundial tenha um programa de conformidade, não só para atendimento da legislação brasileira, mas para preservação da empresa frente a legislações muito mais severas como a Norte-Americana. Dever-se-ia dispensar a mesma preocupação ao tema que se tem com o programa ambiental, que é certificado pelo programa ISO 14.001.

Portanto, a partir dos dados coletados percebe-se a existência de um padrão de governança muito parecido com aquele exigido para contratação FINAME, notadamente com relação as políticas de divulgação de resultados e ambientais, muito porque essas refletem obrigações legais assumidas em razão de escolhas societárias. Tais apontamentos refletem uma estrutura de governança pobre, de forma que não se pode afirmar que o há o incentivo do banco para adoção de padrões mais elevados. Nesse sentido, a esperada relação entre o aumento da

³⁸ Diversos estudos apontam para uma relação do aumento das regras de governança corporativa significaria uma melhora quantitativa e qualitativa do Mercado de Ações correspondente nesse sentido vide CARDOSO FILHO, Gamaliel F. e SIMÃO FILHO, Adalberto – Governança Corporativa e a Nova Empresalidade: Mecanismos de Contribuição para Cidadania e de Inclusão Social, *in Anuário do Congresso Brasileiro de Processo Coletivo e Cidadania nº 2 p. 62-68, out. 2014*. Em sentido contrário vide SILVEIRA, Alexandre M. Os Mitos da Governança Corporativa no Brasil. 2008

³⁹ IFRS é a sigla para International Financial Reporting Standarts ou Normas Internacionais de informações financeiras.

⁴⁰ A Petrobrás é auditada pela Price Waterhouse Coopers, uma das chamadas Big four.

relevância do investimento e a maior preocupação com mecanismos de governança corporativa também não se confirmam, ao menos através dos dados publicamente divulgados.

5 CONCLUSÃO

Sem dúvida, a implantação de elementos de boa governança corporativa contribui para o desenvolvimento econômico e social. Isso se dá, não apenas pela contribuição que uma maior governança corporativa traz para o desenvolvimento do mercado de capitais local⁴¹, mas também pelos efeitos indiretos de políticas como as ambientais e de conformidade, que somam de maneira positiva para todos os agentes envolvidos na cadeia empresarial.

A atuação do principal agente financiador brasileiro em prol de boas políticas de governança corporativa é de vital importância para o desenvolvimento e sedimentação dessas, principalmente se levarmos em consideração o controle estatal de tal agente. Assim, o Estado, na figura de investidor, pode usar a influência que tem junto as empresas investidas para desenvolver uma melhor política de governança e, conseqüentemente diversificar e desenvolver a economia e a sociedade nacional.

Nesse sentido, o que o presente trabalho procurou investigar foi se o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, na prática, incentiva a adoção de políticas de governança corporativa. Para tanto, se iniciou o presente trabalho procurando demonstrar o conceito amplo de governança corporativa, adotado no presente trabalho. Após, voltou-se para a atuação do BNDES como financiador. Aqui, a partir de critérios pré-definidos, analisamos as minutas contratuais padrão das duas linhas de financiamento mais populares do banco, o cartão BNDES e o FINAME, bem como a administração das dez empresas com maior investimento da BNDESPAR..

A partir da submissão dos instrumentos utilizados para a contratação do Cartão BNDES aos critérios eleitos, verifica-se que as questões relacionadas à governança corporativa são uma preocupação marginal para o banco, ao menos para tal linha. Parte dessa questão pode ser justificada, de forma insuficiente, pela afeição dessa aos micro e pequenos negócios ⁴², ou mesmo pelo valor envolvido em cada operação que não é muito expressivo se comparado as

⁴¹Até porque, como já vimos acima, há quem questione o papel da governança corporativa no desenvolvimento do mercado de capitais nacional, a exemplo do citado trabalho do professor Alexandre de Micelli da Silveira.

⁴² Entendemos que a atribuir a desnecessidade de adoção de políticas de governança corporativa para micro e pequenas empresas, ou mesmos para empresários individuais é um desserviço ao desenvolvimento da economia, uma vez que a adoção de critérios padronizados incentiva a profissionalização dos negócios, bem como, a maior transparência contribui para a diminuição dos custos de capital em geral.

demais linhas de créditos analisadas. Contudo, o insucesso na localização dos critérios eleitos na minuta, demonstra que não há uma preocupação sobre o tema.

Não obstante, percebe-se que a medida que os dispêndios do banco atingem maior vult, a preocupação com temas relacionados com a governança corporativa também aumenta. Isso porque a análise dos instrumentos contratuais da linha FINAME aponta para uma maior preocupação com questões relacionadas a boa governança, uma vez que houve o atendimento de diversos critérios eleitos pelo presente estudo.

O mesmo pode se dizer com a análise da figura do BNDES como investidor, através da BNDESPAR, como pode se depreender através da análise de dados públicos dos dez maiores investimentos do banco.

No entanto, uma análise criteriosa, aponta que a boa governança não é uma preocupação tão relevante, uma vez que não há sinais de que o banco tem incentivado a adoção de políticas modernas sobre o tema, quer como financiador ou mesmo como investidor. Exemplo de tal fato, é a inexistência de qualquer exigência para adoção de programas de compliance pelas empresas financiadas ou investidas, tema de grande relevância após a entrada em vigor da lei 12.856/13, o que pode gerar efeitos negativos diretos ao banco⁴³.

Assim, podemos concluir, nesse momento, que os sinais emergidos a partir do modelo empírico proposto, apontam que (i) a preocupação com temas relacionados à governança corporativa é diretamente proporcional ao dispêndio realizado pelo BNDES e que (ii) as questões abordadas visam notadamente a preservação dos interesses do banco como investidor ou acionista minoritário.

Portanto, dos dados coletados, não se pode infringir que exista uma política de desenvolvimento do mercado a partir da implantação de políticas de governança corporativa modernas. Ao contrário, as disposições relacionadas com o tema são estreitamente ligadas à preservação de interesses financeiros do banco e não ao fomento de um mercado mais desenvolvido no que concerne à governança. Pelo o que se foi apurado neste trabalho, o principal financiador da economia brasileira, não aproveita de sua especial posição no mercado para adoção e desenvolvimento de políticas de governança com vistas a fomentar o crescimento e a dinamização destas em nosso mercado.

⁴³ O banco, em tese, estaria sujeito as penalidades previstas em tal lei na qualidade de sócio de uma empresa punida.

6 BIBLIOGRAFIA.

LAZARINI, Sérgio G. - **Capitalismo de Laços – Os donos do Brasil e suas conexões** – Ed. Elsevier 3ª edição;

KLAPPER, Leora F. e LOVE, Inessa - **Corporate Governace, Investidor Protection, and Performance in Emerging Markets** – The World Bank

MASHAW, Jerry Louis - **Accountability and Institutional Design: Some Thoughts About the Grammar of Governance** – Yale Law School.

KHAN, Musthaq – **Governance and Anti-Corruption reforms in development countries, policies, evidence and ways forward** – G 24 discussion paper, 2006.

KHAN, Musthaq – **Corruption e governance in early capitalism. World Bank strategies and their limitation**

KHAN, Musthaq and TOFIQUE, Kazi A. – **Sand or Oil in the Machine? A Comment on Corruption and Entrepreneurship** – Bangladesh Development Studies, 1995.

PINCUS, J. and WINTERS, J. (eds) **Reinventing the World Bank, Ithaca: Cornell University Press** 2002.

VIEIRA Solange P., MENDES, André G. S. T – **Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro.** Revista do BNDES.

MUNHOZ, Eduardo S. – **Empresa Contemporânea e Direito Societário.** P. 52. 1ª Edição 2002, Ed. Juarez de Oliveira.

SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A. B. de C. e FAMÁ, Rubens – **Estrutura de Governança e o Valor das Companhias Abertas Brasileiras,** 2003

JENSEN, Michael e MECKLING, William – **Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure** , in Journal of Financial Economics.

SILVEIRA, Alexandre M – **Mitos da Governança Corporativa no Brasil.**

MARINHO, Sarah M. M. - **Como são os laços do capitalismo brasileiro?** – As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR.

SILVA, André L. C. e ZORMAN, Fernanda F. – **Influência do BNDES na Governança das Empresas Brasileiras 2012.**