

# **DIREITO, DESENVOLVIMENTO E O BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL: A POLÍTICA INDUSTRIAL E O EMPREENDEDORISMO ESTATAL ATRAVÉS DA BNDESPAR**

LAW, DEVELOPMENT AND THE BRAZILIAN NATIONAL DEVELOPMENT BANK:  
INDUSTRIAL POLICY AND ENTREPRENEURIAL STATE THROUGH BNDESPAR

Sarah Morganna Matos Marinho<sup>1</sup>

## **RESUMO**

O presente artigo pretende agrupar as diversas linhas de pensamento que permearam as investigações em Direito e Desenvolvimento ao longo das últimas décadas e estabelecer qual a relação dessa disciplina com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e sua modalidade de financiamento por participação societária, no âmbito da qual sua política de investimento é implementada através de uma associação empresarial público-privada realizada mediante regras jurídicas de direito privado. Acredita-se surgir para o BNDES relacionamentos de agência específicos com as demais partes interessadas das empresas financiadas nessa modalidade de fomento em decorrência das motivações públicas que envolvem esse tipo de intervenção estatal na economia. O artigo está dividido em três tópicos, além da introdução e da conclusão. No primeiro, foi realizada revisão de literatura para agrupar as diferentes linhas de pensamento que permearam as investigações em Direito e Desenvolvimento conforme sua evolução histórica, até que fosse possível estabelecer em que consiste a noção de desenvolvimento atualmente e qual a importância do direito no contexto analisado. No segundo tópico, buscou-se esclarecer em que circunstâncias o BNDES foi criado, como se tornou parte da trajetória brasileira, por ser uma das principais fontes nacionais de financiamento corporativo, e como dialogou com reformas institucionais neoliberais. Por fim, no terceiro tópico, buscou-se investigar que conflitos de agência floresceriam a partir do relacionamento do BNDES com as demais partes interessadas das empresas financiadas por participação societária num contexto em que nem o Estado nem os agentes privados são protagonistas. Procurou-se demonstrar que o BNDES sofreu modificações ao longo dos diferentes momentos históricos em que esteve presente no panorama nacional e, hoje, num contexto em que o Estado não é mais o principal ator, vive numa relação imbricada de cooperação com a iniciativa privada.

## **PALAVRAS-CHAVE**

Direito e Desenvolvimento; Intervenção do Estado na economia; BNDES; Política industrial; Governança corporativa.

## **ABSTRACT**

This paper aims at grouping various lines of thought that permeated Law and Development thinking over the past decades and establishing which is the relationship of this discipline with Brazil's National Development Bank – BNDES in its Brazilian acronym – and its equity investment practice, under which its investment policy is implemented through a public-private business association regulated by private law legal rules. We believe that an agency conflict arises between BNDES and the other stakeholders of the invested companies as a result of the public motivations involving this type of state intervention in economy. The article is divided into three topics, beyond introduction and conclusion. In the first one, a literature review gather the different lines of thought that permeated Law and Development investigations concerning its historical evolution, until it was possible to establish what the current notion of development is and which is the importance of law in the context analyzed. In the second topic, we sought to clarify the circumstances under which BNDES was created, how it became part of Brazilian path, being one of the main sources of national corporate financing, and how it has

---

<sup>1</sup> Discente do mestrado em Direito e Desenvolvimento da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas - FGV. Bolsista de Pós-Graduação da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - CAPES. Graduada em Direito pela Universidade Federal do Ceará - UFC.

engaged in neoliberal institutional reforms. Finally, in the third topic, we sought to investigate which agency conflicts arise from BNDES's relationship with other stakeholders of the companies financed by equity purchase in a context in which neither the State nor private agents are the central actors. We tried to demonstrate that BNDES underwent changes over the different historical moments in which it was present in the national scenario and, today, in a context where the State is no longer the main actor, lives intertwined in an embedded relationship with the private sector.

## **KEYWORDS**

Law and Development; State intervention in economy; BNDES; Industrial policy; Corporate governance.

## **INTRODUÇÃO**

As investigações sobre a relação entre Direito e Desenvolvimento já passaram por várias fases e foram realizadas sob a ótica de diversas teorias que atribuíram diferentes funções ao direito e correspondentes conceitos ao desenvolvimento.

Entre as décadas de 1950 e 1970, a trajetória brasileira foi marcada por uma busca tardia pela industrialização na qual o direito foi amplamente utilizado como ferramenta para tornar o Estado o principal alocador de recursos. Nesse momento, desenvolvimento era sinônimo de crescimento econômico e foi perseguido no Brasil através da formação de poupança compulsória mediante tributação, de uma atuação marcante de empresas estatais e bancos públicos de desenvolvimento e da proteção do mercado interno em relação ao comércio exterior.

No começo da década de 1980, no entanto, as políticas desenvolvimentistas que marcaram o período anterior se esgotaram e o Estado brasileiro entrou em profunda crise fiscal. Para solucionar o problema, foram adotadas medidas como maior abertura ao mercado externo, privatização de empresas públicas, desregulação econômica e fortalecimento dos direitos de propriedade entre o final da década de 1980 e os anos 1990. Nesse período, a noção de desenvolvimento ainda estava ligada mais estreitamente à ideia de crescimento econômico, mas dessa vez o direito foi amplamente utilizado em busca de uma alocação de recursos através dos mercados.

As reformas que marcaram a década de 1990, por sua vez, não renderam os resultados esperados. Assim, percebeu-se que a desconsideração de fatores locais na implementação de reformas institucionais as tornavam descontextualizadas e, conseqüentemente, incertas e infrutíferas.

A partir dos anos 2000, então, o Brasil e outros países da América Latina retomaram o ativismo estatal que buscaram suplantarem anteriormente e a noção de desenvolvimento foi aperfeiçoada para que seus alvos não fossem mais tão rígidos. Ocorre que hoje nem o Estado

nem os agentes privados são mais os principais personagens, atuando em conjunto num cenário que requer instituições cada vez mais sensíveis ao contexto em que estão inseridas e que, por isso, são submetidas a um constante processo de experimentalismo institucional, para o qual o direito continua a ser um instrumento viabilizador.

Nesse sentido, o presente trabalho possui o objetivo inicial de agrupar algumas das linhas de pensamento que permearam a relação entre Direito e Desenvolvimento nas últimas décadas e identificar características que lhe conferem certa sistematicidade enquanto disciplina.

A partir de uma delimitação mais precisa da relação entre Direito e Desenvolvimento, procura-se estabelecer de que maneira essa matéria dialoga com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, arranjo jurídico-institucional criado para a intervenção direta do Estado na economia brasileira, e a sua modalidade de financiamento por participação societária, no âmbito da qual sua política de investimento é implementada através de uma associação empresarial público-privada realizada mediante regras jurídicas de direito privado. Acredita-se surgir para o BNDES relacionamentos de agência específicos com as demais partes interessadas das empresas financiadas nessa modalidade de fomento em decorrência das motivações públicas que envolvem o apoio estatal.

Para alcançar esses objetivos, o artigo está dividido em três tópicos, além da introdução e da conclusão. No primeiro, diferentes linhas de pensamento que permearam as investigações em Direito e Desenvolvimento foram agrupadas conforme sua evolução histórica, até que fosse possível estabelecer em que consiste a noção de desenvolvimento atualmente e qual a importância do direito no contexto analisado. No segundo tópico, buscou-se esclarecer em que circunstâncias o BNDES foi criado, como se tornou parte da trajetória brasileira, por ser uma das principais fontes nacionais de financiamento corporativo, e como dialogou com reformas institucionais neoliberais. Por fim, no terceiro tópico, buscou-se investigar que conflitos de agência floresceriam a partir do relacionamento do BNDES com as demais partes interessadas das empresas financiadas por participação societária num contexto em que nem o Estado nem os agentes privados são protagonistas.

Procurou-se demonstrar que o banco em si, enquanto arranjo jurídico-institucional voltado à intervenção do Estado na economia, sofreu modificações ao longo dos diferentes momentos históricos em que esteve presente no panorama nacional e, hoje, num contexto em que o Estado não é mais o principal ator, vive numa relação imbricada de cooperação com a iniciativa privada.

## **1 DEFININDO QUAL A RELAÇÃO ENTRE DIREITO E DESENVOLVIMENTO**

Desenvolvimento é uma noção que surgiu no período que sucedeu a II Guerra Mundial em algumas regiões em função da sua ausência. Tratava-se de países da América Latina e Leste Asiático, designados como atrasados ou retardatários, cujas economias eram predominantemente baseadas na exportação de produtos agrícolas e num processo de industrialização incipiente<sup>2</sup>.

Foi identificado um ciclo vicioso de baixa produtividade ocasionado pela escassez de renda nesses países, o que gerou ausência de acumulação de riqueza e, conseqüentemente, falta de investimento nos moldes em que ocorreu nas nações que viveram a revolução industrial (MARTINUSSEN, 1997). Diante desse diagnóstico, os países retardatários passaram a buscar meios de alcançar a modernização (BIELSCHOWSKY, 2000).

Nesse contexto, surgiu um interesse por parte de acadêmicos dos Estados Unidos e Europa em estudar qual seria o papel do direito no desenvolvimento almejado pelos países atrasados (TRUBEK, 2006, 2009; TAMANAHA, 2009).

Pode-se dizer então que Direito e Desenvolvimento, enquanto disciplina, possui um marco teórico na década de 1950 e é objeto de interesse de estudiosos dos países ricos que viam o desenvolvimento como um ponto de chegada para as nações retardatárias (TRUBEK, 2006, 2009; TAMANAHA, 2009), as quais alcançariam a modernização conforme concebida nos países industrializados através da superação dos valores tradicionais que supostamente as levavam ao atraso (MARTINUSSEN, 1997).

Para esses acadêmicos, o subdesenvolvimento era apenas um estágio pelo qual as nações atrasadas passariam, numa visão que indicava existir uma linha de continuidade entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Com reformas jurídicas que transplantariam as instituições certas, importadas das nações modernas, e uma reestruturação no ensino do direito, para que os futuros profissionais fossem treinados para lidar com o arcabouço jurídico novo, os estudiosos do Direito e Desenvolvimento acreditavam que o crescimento econômico seria alcançado e os demais problemas sociais dos países atrasados poderiam ser conseqüentemente resolvidos. (TRUBEK, 2009)

---

<sup>2</sup> Bielschowsky (2000) traz visão específica da América Latina no contexto pós-II Guerra Mundial. Amsden (2001), por sua vez, analisa de forma mais ampla a situação dos países da América Latina e da Ásia que viveram uma industrialização tardia, designados pela autora como “the rest”.

Essa primeira fase de estudos da relação entre Direito e Desenvolvimento foi influenciada pelo contexto da guerra fria, em que estudiosos dos países ricos foram estimulados a buscar estratégias de modernização para os países atrasados não comunistas, dentre as quais o direito estava inserido como instrumento para que fossem transplantadas as instituições das nações industrializadas que se mostrassem adequadas ao desenvolvimento econômico (TRUBEK, 2006; TAMANAHA, 2009).

A teoria decorrente dessa fase da disciplina foi elaborada por acadêmicos que observavam o subdesenvolvimento de um ponto de vista externo e era caracterizada pelo etnocentrismo, o que foi reconhecido pelos próprios estudiosos do Direito e Desenvolvimento em meados da década de 1970 (TRUBEK; GALANTER, 2009), não tendo havido produção acadêmica voltada para a área por um longo período desde então.

Por outro lado, na prática, ao menos no que diz respeito à América Latina, o desenvolvimento almejado pelos países atrasados foi perseguido sob influência das ideias veiculadas pela Comissão Econômica para a América Latina - CEPAL, constituída em 1948 após decisão da Assembleia Geral das Nações Unidas (BIELSCHOWSKY, 2000).

Os pensadores da CEPAL abordavam o fenômeno do subdesenvolvimento sob uma perspectiva histórico-estrutural que rejeitava as ideias universais pregadas pelos teóricos da modernização. De acordo com o pensamento cepalino, o subdesenvolvimento não era um estágio pelo qual os países atrasados passariam, mas uma contra-face histórica da revolução industrial. (BIELSCHOWSKY, 2000)

O processo de industrialização ocorreu de forma que a oferta foi capaz de gerar sua própria demanda nos países desenvolvidos. Nas nações atrasadas, no entanto, a industrialização foi iniciada em torno de uma demanda já existente e nesses países não havia condições viáveis para a oferta num contexto orientado pelo mercado. (BIELSCHOWSKY, 2000)

Como a economia das nações retardatárias era baseada na exportação de produtos agrícolas aos países ricos, e o valor desses itens tende a ficar defasado em relação ao dos artigos industrializados ao longo tempo, ocorria uma deterioração dos termos de intercâmbio<sup>3</sup> entre países desenvolvidos e atrasados<sup>4</sup> que ocasionava o ciclo vicioso de baixa produtividade anteriormente mencionado e fazia com que o setor privado não fosse capaz de acumular riqueza o suficiente para custear a industrialização.

---

<sup>3</sup> A expressão “deterioração dos termos de intercâmbio” está relacionada ao trabalho de Raúl Prebisch (BIELSCHOWSKY, 2000, p. 26).

<sup>4</sup> Furtado (1950) realiza descrição detalhada da situação de persistente piora nas relações de troca no Brasil.

Diante da falta de estrutura para o financiamento privado nas nações atrasadas, o pensamento cepalino influenciou os países latino-americanos a perseguir o desenvolvimento de forma dirigida pelo Estado, através de uma política de substituição de importações, para que se tornasse possível suprir internamente a demanda industrial preexistente. Como consequência, esses países adotaram uma postura protecionista dos produtos nacionais e uma economia preponderantemente fechada em relação ao mercado externo.<sup>5</sup>

A partir do estabelecimento de uma agenda voltada para a industrialização através de uma política de substituição de importações implementada por uma forte intervenção do Estado na economia, identifica-se em termos práticos um ponto de encontro entre Direito e Desenvolvimento em que aquele foi visto e utilizado como instrumento para tornar o Estado o agente alocador de recursos econômicos e assim poder dirigir os países retardatários em direção ao crescimento.

No Brasil, a industrialização em massa foi viabilizada pela intensa atuação de empresas públicas, formação de poupança compulsória mediante tributação e constituição de bancos públicos voltados a financiar as atividades apoiadas pelos planos de desenvolvimento do Governo Federal (SCHAPIRO, 2010a).

Os países que adotaram a agenda de desenvolvimento característica do período realmente viveram um surto de crescimento durante as décadas de 1950 a 1970, apresentando taxas impressionantes diante do cenário mundial da época (AMSDEN, 2001)<sup>6</sup>.

Esse contexto foi atualmente identificado por Trubek e Santos (2006)<sup>7</sup> como o primeiro momento das discussões sobre Direito e Desenvolvimento, intitulado pelos autores como Direito e o Estado Desenvolvimentista.

No começo da década de 1980, no entanto, não apenas o ciclo de crescimento ocasionado pela política de substituição de importações havia chegado ao fim, como os estados nacionais viam-se em profunda crise fiscal e não tinham mais condições de manter as taxas de investimento (SCHAPIRO, 2011).

Diante do esgotamento do Estado Desenvolvimentista, floresceram ideias neoliberais a respeito do desenvolvimento, cujos defensores pregavam que a melhor maneira de alcançar o crescimento econômico seria através do livre mercado.

---

<sup>5</sup> Apesar de não ter sido essa a intenção dos formuladores de política da CEPAL, seu pensamento acabou influenciando também que os países latino-americanos mantivessem uma economia protecionista dos produtos nacionais e preponderantemente fechada em relação ao mercado externo (BIELSCHOWSKY, 2000).

<sup>6</sup> Esse ciclo de crescimento econômico, por outro lado, foi marcado por uma atuação autoritária do Estado e ocasionou má distribuição de renda, não tendo havido grandes reflexos sociais no processo de industrialização compreendido (MANTEGA, 1997).

<sup>7</sup> No texto original, os autores utilizaram o termo “Law and the Developmental State” (TRUBEK; SANTOS, 2006 p. 5).

Como o paradigma da substituição de importações, baseado numa economia fechada e voltada para o mercado interno, não rendia mais os mesmos resultados, passou-se a defender um capitalismo globalizado, com uma menor participação do Estado e a mitigação das barreiras internacionais. Instituições transnacionais de fomento, como o Banco Mundial e o FMI, adotaram uma agenda de ajuda financeira para reformas institucionais baseadas no que ficou conhecido como “rule of law”, um modelo apegado à premissa de que “one size fits all”. (SCHAPIRO, 2011, p. 341-344)

As ideias que deram origem à agenda “rule of law” consistem numa ortodoxia de que haveria uma chave preestabelecida de melhores instituições jurídicas concebidas como um legado para promover desenvolvimento econômico (MILHAUPT; PISTOR, 2008), que somente poderia ser alcançado satisfatória e permanentemente através do livre mercado (CAROTHERS, 2006).

O “rule of law”, assim, estava voltado ao fortalecimento de instituições de direito privado que facilitariam a alocação de recursos através do mercado. O Estado não deveria mais intervir diretamente na economia e reformas institucionais que o levassem apenas a garantir a proteção dos direitos de propriedade e a liberdade contratual necessitavam ser promovidas. A discricionariedade do Estado como agente de alocação de interesses econômicos deveria ser substituída pelo fortalecimento de instituições jurídicas que garantissem que atores privados pudessem agir livremente. O Estado precisaria assumir um caráter regulador, voltado a garantir previsibilidade e segurança jurídica à atuação dos agentes privados no mercado. (MILHAUPT; PISTOR, 2008; CAROTHERS, 2006)

As reformas institucionais desse período seguiram basicamente dez medidas que Williamson (1990, p. 7-20) identificou como Consenso de Washington, quais sejam: disciplina fiscal, reorientação de despesas orçamentárias, reforma tributária, liberalização financeira, liberalização comercial, atração de investimentos diretos estrangeiros, privatização, desregulação econômica, fortalecimento dos direitos de propriedade e viabilização de taxas de retorno econômicas competitivas.<sup>8</sup>

Seguindo essa tendência, o Banco Mundial declarou ter financiado 330 reformas baseadas no “rule of law” estabelecido no Consenso de Washington de 1990 a 2006, nas quais despendeu o valor de 2,9 bilhões de dólares (TRUBEK, 2006, p. 74).

Esse período marcou o retorno do interesse de estudiosos e formuladores de política pela relação entre Direito e Desenvolvimento e foi identificado como um segundo momento

---

<sup>8</sup> Schapiro (2011) realiza análise crítica da implementação desse tipo de reforma institucional.

da disciplina por Trubek e Santos (2006), chamado pelos autores de Direito e o Estado Neoliberal<sup>9</sup>.

## **1.1 UM TERCEIRO MOMENTO: A IMBRICAÇÃO ENTRE O PÚBLICO E O PRIVADO**

Embora tenha havido amplo esforço de implementação e grandes quantias de dinheiro empregadas, o transplante de instituições realizado na década de 1990 sem análise do contexto ocasionou uma ausência de resultados práticos.

Os adeptos das reformas baseadas no “rule of law” enxergaram uma relação de causalidade entre o direito e o crescimento econômico na qual a lei foi considerada meramente um fator exógeno e condicionante do desenvolvimento, o que pode ter tornado infrutíferas muitas das mudanças pretendidas (MILHAUPT; PISTOR, 2008).

Foi desconsiderada a circunstância de que as instituições estão socialmente inseridas e que não há como prever seguramente que resultados serão obtidos com reformas. Observou-se, assim, uma incerteza quanto ao alcance dos objetivos pretendidos e aos efeitos colaterais que instituições desinseridas poderiam ocasionar. (CAROTHERS, 2006)

De fato, constatou-se ao final da década de 1990 que os países atrasados que mostravam os melhores níveis de produtividade, renda e crescimento anual do PIB, entre outros indicadores, não tinham sido os que apostaram nas reformas estabelecidas no Consenso de Washington (RODRIK; SUBRAMANIAN, 2003; SCHAPIRO, 2011).

Ao contrastar o desempenho econômico e as instituições jurídicas de países do Nordeste Asiático, por exemplo, Ohnesorge (2006, p. 71-99) constatou que um arcabouço jurídico inadequado do ponto de vista da proteção de mercados pode oferecer vantagens ao crescimento econômico de um local se as instituições existentes convergirem com o modo pelo qual o processo de desenvolvimento ali ocorre<sup>10</sup>. Nesse sentido, conforme o autor verificou, a ausência de regras jurídicas formais voltadas à proteção de direitos de propriedade e liberdade contratual pode não ser um problema se as relações de troca forem baseadas em contratos relacionais<sup>11</sup>.

Em última instância, a crença de que o “rule of law” adequado ao desenvolvimento consistiria em uma chave correta de instituições se mostrou estreita. Se formas heterodoxas de

---

<sup>9</sup> No texto original, os autores utilizaram o termo “Law and the Neoliberal State” (TRUBEK; SANTOS, 2006, p. 5-6).

<sup>10</sup> Pode-se extrair ideia convergente em Posner (1998).

<sup>11</sup> A respeito da teoria do contrato relacional ver Macaulay (1963), Macneil (1974) e Gordon (2007).



direito estiveram presentes em diversos países ao mesmo tempo em que estes apresentaram desempenho econômico satisfatório, provavelmente há um hiato não apenas entre as supostas conexões causais das reformas baseadas no Consenso de Washington com o desenvolvimento, mas também em relação às próprias instituições em que seria mais apropriado que o “rule of law” consistisse.<sup>12</sup>

Percebe-se, dessa maneira, uma tendência a reconhecer as falhas da ortodoxia estabelecida na década de 1990, num movimento de convergência de ideias que Trubek e Santos (2006) identificam como um terceiro momento da disciplina de Direito e Desenvolvimento, o qual se encontra em fase de construção.<sup>13</sup>

A partir dos anos 2000, provavelmente diante da superação do dogma do “rule of law”, observou-se que os países da América Latina começaram a retomar o ativismo estatal que vinham se esforçando para suplantar desde o início da década de 1990 (SCHAPIRO; TRUBEK, 2012).

O Estado voltou à cena para atuar em conjunto com os diversos agentes privados num ambiente mais democrático e, assim, as instituições jurídicas passaram a se traduzir tanto em ferramentas de coordenação pública, típicas do primeiro momento, como em direitos privados, característicos do segundo momento (SCHAPIRO; TRUBEK, 2012, p. 49-51). O contexto atual, portanto, não compartilha nem o caráter dirigista e autoritário que permeou o Estado Desenvolvimentista nem a ortodoxia do “rule of law” e da infalibilidade dos mercados que caracterizou o Estado Neoliberal.

Por outro lado, não apenas foi assumida a diversidade de agentes, que dialogam de forma própria com cada contexto e com as instituições ali encontradas, como a ideia de desenvolvimento foi aperfeiçoada<sup>14</sup>.

Nesse sentido, é possível associar desenvolvimento e descoberta e identificar uma agenda na qual somente os pontos de partida são preestabelecidos<sup>15</sup>. O desenvolvimento,

---

<sup>12</sup> “Rule-of-law aid practitioners can probably prescribe rule-of-law programs with a safe belief that these initiatives may well be helpful to both economic development and democratization, but they really do not know to what extent there are direct causal connections at work and whether similar resources directed elsewhere might produce greater effect on economic and political conditions. (...) Rule-of-law aid practitioners know what the rule of law is supposed to look like in practice, but they are less certain what the essence of the rule of law is” (CAROTHERS, 2006, p. 19).

<sup>13</sup> O terceiro momento é mais que uma reação às reformas neoliberais, significando também uma maior preocupação com desenvolvimento humano e aspectos sociais, mas é com aquele primeiro aspecto da convergência de ideias que este trabalho de relaciona. (TRUBEK; SANTOS, 2006, p. 7-13).

<sup>14</sup> Pode-se dizer também que a ideia de desenvolvimento foi ampliada pela inclusão de aspectos sociais (TRUBEK; SANTOS, 2006, p. 1-18).

<sup>15</sup> Schapiro e Trubek (2012, p. 42-44) elaboram relação entre desenvolvimento e descoberta a partir de uma análise conjunta de Amartya Sen (2000) e Hausmann e Rodrik (2003). De acordo com os autores, “em última instância, não existe um alvo substantivo, previamente estipulado, a ser alcançado. O desenvolvimento, portanto,

nesse contexto, resulta de um processo experimental em que a incerteza do resultado final é previamente assumida.

Para fins deste trabalho, pode-se dizer que no terceiro momento a noção de desenvolvimento está em constante construção por diferentes atores inseridos num ambiente mais democrático que deverão desenhar as instituições jurídicas mais adequadas para o que convencionaram designar por desenvolvimento<sup>16</sup>.

Como se procurará demonstrar nos próximos tópicos, a imbricação de instituições jurídicas públicas e privadas que caracteriza a modalidade de financiamento do BNDES por participação societária pode ser elucidativa das ideias que convergiram nesse terceiro momento. Da mesma forma, os conflitos de agência resultantes dessas operações de fomento podem evidenciar como o Estado interage com agentes privados nesse contexto.

## **2 O BNDES DO ESTADO CONTROLADOR AO ESTADO ACIONISTA**

No Brasil, assim como em outros países atrasados, nem o mercado de capitais nem os bancos privados foram capazes de suprir as necessidades de financiamento características da corrida pela industrialização iniciada na década de 1950. Assim, as alternativas jurídico-institucionais brasileiras voltadas a solucionar o problema do financiamento da industrialização se basearam na intervenção direta do Estado na economia, mediante a formação de poupança compulsória através da tributação e de bancos públicos de fomento, soluções típicas do primeiro momento de convergência de ideias identificado nas discussões entre Direito e Desenvolvimento. (SCHAPIRO, 2010a)

Dentre essas alternativas, encontra-se o BNDES. Criado em 1952, no governo do presidente Getúlio Vargas, com o nome Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, o BNDES foi o grande financiador da política desenvolvimentista de substituição de importações do período de sua criação até o final da década de 1970 (MONTEIRO FILHA, 1994; PAIVA, 2012; SCHAPIRO, 2010a).

---

não seria mais uma função necessária do planejamento e do dirigismo econômico, mas um objetivo a ser alcançado por um processo institucional dinâmico, assentado na mútua colaboração entre Estado e comunidade e entre Estado e mercado” (SCHAPIRO; TRUBEK, 2012, p. 43-44).

<sup>16</sup> “Law is also seen as the primary vehicle for managing the relationship between both public and private institutions – checking against rent seeking or capture by special interests, and ensuring that administrative agencies, courts, and legislatures keep their focus on legitimate regulation supportive of market transactions and remedying market failure, rather than distorting prices and disrupting markets. The focus on institution and State building in recent development thinking has also relied on law as vehicle for democratic transformation – law reform, elections, checks and balances, judicial review” (KENNEDY, 2006, p. 160).

Nesse período inicial, não obstante sempre tenha havido cuidado no sentido de formar um corpo técnico e profissional para conduzir a gestão do banco, era o Governo Federal que determinava diretamente que setores e quais empresas seriam beneficiados com os investimentos do BNDES (MONTEIRO FILHA, 1994), o que caracterizava uma ação central e dirigista do Estado brasileiro como alocador de recursos econômicos.

Em 1974, foram constituídas três subsidiárias integrais do BNDES: a Mecânica Brasileira S.A. – Embramec, a Insumos Básicos S.A. – Fibase e a Investimentos Brasileiros S.A. – Ibrasa. O objetivo das subsidiárias era subscrever ações e outros valores mobiliários em empresas nacionais, públicas ou privadas, que se enquadrassem no II Plano Nacional de Desenvolvimento<sup>17</sup>, mas necessitassem de capital de giro. (PAIVA, 2012)

A partir desse ano, então, o BNDES passou a dispor de dois tipos de investimento direto<sup>18</sup>: as operações de renda fixa, consistentes em empréstimos concedidos a taxas subsidiadas mediante a apresentação de contrapartidas como garantia; e as operações de renda variável, realizadas mediante a subscrição de valores mobiliários de emissão das empresas financiadas. O banco intencionava que a modalidade de financiamento por renda variável consistisse em investimentos transitórios e que as participações societárias fossem preferencialmente minoritárias (VELASCO JR., 2010; PAIVA, 2012).

Em 1982, por sua vez, o chamado Sistema BNDES<sup>19</sup> foi reestruturado, tendo ocorrido a fusão da Embramec com a Fibase e a Ibrasa para a criação da BNDES Participações S.A. – BNDESPAR, que passou a ser a única subsidiária integral de participações do banco de fomento (PAIVA, 2012), tornando-se responsável por todos os investimentos de renda variável a partir de então.

Durante a década de 1950 até o final da década de 1970, conforme exposto no tópico anterior, o Brasil cresceu a elevadas taxas se comparado ao restante do mundo (AMSDEN, 2001), tendo sido o BNDES o grande financiador dos projetos de alto risco e longo prazo de

---

<sup>17</sup> O II Plano Nacional de Desenvolvimento foi lançado em 1974, no Governo Geisel, com o objetivo de “complementar de forma mais eficaz a política de substituição de importações do Governo Médici” (PAIVA, 2012, p. 60).

<sup>18</sup> Hoje, além das operações de financiamento direto, o BNDES também disponibiliza formas de apoio financeiro indiretas, realizadas através da intermediação de instituições financeiras terceiras, e mistas, quando as modalidades direta e indireta são combinadas no financiamento do mesmo projeto, conforme informações obtidas no sítio eletrônico do BNDES. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Apoio\\_Financeiro/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/)>. Acesso em: 25 julho 2013.

<sup>19</sup> Conforme informações obtidas no sítio eletrônico do banco, o Sistema BNDES é hoje composto pelo BNDES, pela BNDESPAR e pela Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/A\\_Empresa/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/)>. Acesso em 26 julho 2013.

maturação no âmbito da política de substituição de importações que marcou esse período (SCHAPIRO, 2010a).

Na década de 1980, no entanto, o paradigma de substituição de importações havia se esgotado e o Estado brasileiro, assim como outros que adotaram políticas afins, encontrava-se em profunda crise fiscal (SCHAPIRO, 2011).

Seguindo a tendência das reformas neoliberais que marcaram o período, então, o BNDES foi pioneiro na experiência de desestatização brasileira, levando sua subsidiária a colocar em prática os pressupostos de financiamento transitório e minoritário no que diz respeito às participações acionárias (VELASCO JR., 2010).

Não obstante o caráter que se esperava imprimir aos investimentos de renda variável, a BNDESPAR se encontrava no controle acionário de boa parte das empresas financiadas em meados da década de 1980, uma vez que tinha adotado a prática de apoiar empreendimentos em crise, convertendo em participação acionária dívidas de empresas públicas e privadas inadimplentes com o BNDES (VELASCO JR., 2010; PAIVA, 2012).

Ocorre que a subsidiária não possuía estrutura jurídica para exercer o controle das financiadas, assim como sua situação econômica não permitia qualquer intervenção financeira em porte suficiente para que as empresas revertissem o quadro de crise (VELASCO JR., 2010). O desinvestimento, dessa forma, foi a única saída encontrada pelo corpo técnico do banco naquele momento (MOURÃO, 1994; VELASCO JR., 2010).

De fato, a BNDESPAR se encontrava em situação financeira deficitária desde a fusão de suas antecessoras, em 1982, e sem condições de investir de maneira eficiente nem em empresas promissoras novas nem nas já financiadas, que também se encontravam em quadro agudo de crise. De 1987 a 1989, então, 17<sup>20</sup> empresas estatais das quais a subsidiária participava foram privatizadas, o que lhe rendeu situação financeira superavitária em 1988, pela primeira vez em seis anos. A partir desse ano, a BNDESPAR passou a investir preponderantemente em projetos novos, consistindo os aportes em empresas já financiadas num percentual mínimo dos valores despendidos, o que caracterizou uma renovação na carteira de clientes do BNDES e viabilizou a continuidade do seu modelo de financiamento corporativo mediante participação societária. (VELASCO JR., 2010)

A experiência do banco com as privatizações empreendidas no final da década de 1980, por sua vez, influenciou os planos nacionais de desestatização que marcaram o cenário

---

<sup>20</sup> Das 17 empresas estatais privatizadas nesse período, 11 eram controladas pela BNDESPAR (VELASCO JR., 2010, p. 313).

brasileiro na década de 1990<sup>21</sup>. De fato, outras 36 empresas estatais brasileiras foram privatizadas de 1991 a 2000, em meio a um conjunto de ações governamentais voltadas a implementar reformas institucionais nos moldes estimulados pelo Consenso de Washington (SCHAPIRO; TRUBEK, 2012, p. 36-37).

Apesar dos esforços empreendidos pelo Governo nacional para se adequar à agenda internacional de reformas neoliberais, no entanto, o resultado das privatizações brasileiras serve para provar que as instituições realmente estão inseridas socialmente.

Ao analisar a estrutura societária de um total de 804 das maiores empresas brasileiras, dentre as quais constam várias resultantes das privatizações, Lazzarini (2011) constata que na complexa pirâmide de acionistas que caracteriza as empresas nacionais o Estado brasileiro consta como um dos principais proprietários últimos, através de fundos de pensão de servidores públicos e da BNDESPAR.

Esse diagnóstico permite concluir que o Estado controlador do período da década de 1950 a 1980 perdeu seu protagonismo como dirigista da economia brasileira, mas ainda exerce influência como acionista minoritário. E pode-se dizer ainda que os agentes se diversificaram, mas o mesmo não ocorreu de maneira profunda com o modo de financiamento.

Durante o período das privatizações, na década de 1990, o BNDES não apenas não deixou de figurar como acionista minoritário de algumas empresas como financiou outras, de modo a viabilizar a aquisição das estatais (VELASCO JR., 2010).

Atualmente, o banco continua a ter importância inegável para a economia nacional, sendo a segunda maior fonte de financiamento das empresas brasileiras, ficando atrás somente dos lucros retidos (COUTINHO, 2010). Acrescente-se a isso a circunstância de que os valores dos desembolsos realizados pelo Sistema BNDES têm crescido vertiginosamente desde o ano 2000, demonstrando que sua relevância no cenário nacional encontra-se hoje em plena ascensão<sup>22</sup>.

O caso da atuação do BNDES nas privatizações serve para elucidar que as reformas inspiradas no Consenso de Washington não foram capazes de atingir um dos seus principais desígnios no Brasil, que seria extirpar a intervenção direta do Estado em assuntos

---

<sup>21</sup> Para mais detalhes acerca da participação do BNDES nas privatizações brasileiras ver Mantega (2001) e Velasco Jr. (2010).

<sup>22</sup> Informação obtida no sítio eletrônico do BNDES. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Relacao\\_Com\\_Investidores/Desempenho/](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Desempenho/)>. Acesso em: 22 abril 2013.

econômicos<sup>23</sup>. Isso mostra que o processo de desestatização ocorreu aqui de forma contextualizada, não se alcançando o objetivo exato que à época convergiu internacionalmente<sup>24</sup>.

Dessa forma, pode-se dizer que foram promovidas privatizações no âmbito das reformas neoliberais no Brasil, mas nem por isso o mercado passou a ser o protagonista das decisões econômicas. Por outro lado, se é certo que as mudanças empreendidas na década de 1990 não retiraram o caráter institucional da intervenção do Estado brasileiro na economia<sup>25</sup>, também é inegável que este não é mais o ator principal e que a iniciativa privada se tornou mais relevante para decidir sobre a alocação de recursos econômicos após as reformas.

O momento atual revela uma relação de cooperação entre o Estado e o setor privado na qual se espera que o primeiro absorva do último que atividades precisam de fomento e que desenhos institucionais são os mais adequados ao financiamento público (EVANS, 1995; RODRIK, 2009).

No que diz respeito ao contexto brasileiro, portanto, o segundo momento de convergência de ideias sobre Direito e Desenvolvimento foi capaz de provocar uma agenda de reformas, mas não de modificar a realidade local tão profundamente.

## **2.1 O BNDES E O ESTADO ACIONISTA NO TERCEIRO MOMENTO**

Atualmente, não é fácil determinar o que se espera do BNDES ou das empresas que dele recebem investimento, restando dificultada a avaliação das políticas industriais<sup>26</sup> que permeiam seus financiamentos (ALMEIDA, 2009).

---

<sup>23</sup> Para Carothers (2006, p. 19), de uma forma mais ampla, “rule-of-law aid providers seem confident that they know what the rule of law looks like in practice. Stated in shorthand form, they want to see law applied fairly, uniformly, and efficiently throughout the society in question, to both public officials as well as ordinary citizens, and to have law protect various rights that ensure the autonomy of the individual in the face of state power in both the political and economic spheres”.

<sup>24</sup> Isso se coaduna com a observação de Carothers (2006, p. 21), para o qual “aid providers know what endpoint they would like to help countries achieve – the Western-style, rule-oriented systems they know from their own countries. Yet, they do not really know how countries that do not have such systems attain them. That is to say they do not know what the process of change consists of and how it might be brought about”.

<sup>25</sup> Fala-se em caráter institucional da intervenção do Estado em referência ao chamado direito econômico institucional. Quando o Estado intervém na economia de maneira indireta, mediante a estipulação das regras que os agentes econômicos deverão obedecer, fala-se em direito regulamentar econômico. Por outro lado, se o Estado atua nos mercados diretamente, mediante empresas estatais ou bancos públicos, a regulamentação jurídica voltada a esse tipo de intervenção é tratada no âmbito do direito econômico institucional (VENÂNCIO FILHO, 1968; SCHAPIRO, 2010a)

<sup>26</sup> Para fins deste trabalho, considerar-se-á política industrial “policies that stimulate specific economic activities and promote structural change” (RODRIK, 2009, p. 03). Esse conceito abrange inclusive atividades econômicas que não se enquadrariam perfeitamente no que se tem como indústria, como aquelas voltadas à prestação de serviços, por exemplo, mas que sejam beneficiadas por subsídios ou qualquer outro tipo de incentivo governamental. Mudanças estruturais consistem em produzir “new goods with new technologies and transferring

Apesar do recuo do Estado brasileiro em relação ao papel de protagonista que exerceu no domínio econômico no passado, não é possível afirmar que a política industrial tenha deixado de permear sua intervenção em algum momento. Na verdade, ela só perdeu os contornos que a caracterizaram no período desenvolvimentista e passou a ser implementada no âmbito de uma parceria de maior cooperação entre Estado e particulares ao invés do dirigismo estatal de outrora. O próprio movimento de apoio do BNDES às privatizações pode ser considerado uma política industrial<sup>27</sup>, uma vez que os aportes do banco que as financiaram não deixam de ser uma forma de intervenção do Estado de caráter institucional com o escopo de promover uma mudança estrutural no domínio econômico. Dessa forma, considera-se que toda vez que o BNDES decide realizar um investimento deve fazê-lo a partir de uma motivação de política industrial (SCHAPIRO, 2010b). Não fosse assim, o artigo 3º do seu estatuto social não o consideraria o “principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal”<sup>28</sup>.

Ocorre que, se Governo nacional estabelecia diretamente que projetos seriam financiados pelo BNDES no período desenvolvimentista (MONTEIRO FILHA, 1994), hoje, o corpo técnico do banco ainda atua de acordo com uma discricionariedade considerável na escolha dos projetos que serão financiados, não obstante reconhecido pelo profissionalismo e especialidade nas funções que exerce<sup>29</sup>. Isso pode ser reflexo da abrangência dos atuais planos de desenvolvimento nacionais<sup>30</sup> e do próprio escopo de atuação do BNDES<sup>31</sup>, assim como da ausência de uma instância de prestação de contas substancial da sua atuação<sup>32</sup>.

---

resources from traditional activities to these new ones” e/ou corrigir falhas de mercado em determinados setores da economia (RODRIK, 2009, p. 05).

<sup>27</sup> Além do financiamento das privatizações, o BNDES também atuou de acordo com a política industrial de desenvolvimento de um setor exportador de produtos de maior valor agregado no Brasil a partir da década de 1990, a qual foi bastante significativa para a economia nacional mesmo no período em que a liberalização econômica chegou ao seu ápice (CARTEMOL, 2005, p. 3-30; SCHAPIRO, 2010b).

<sup>28</sup> A expressão “política de investimento do Governo Federal” não passa de uma outra maneira de chamar aquilo que se tem tratado como política industrial no presente trabalho. Aqui, acolhe-se a proposta de Rodrik (2009), para o qual assumir as estratégias econômicas veladas como verdadeiras políticas industriais pode ocasionar não apenas um ganho analítico para os acadêmicos, mas um parâmetro de atuação e prestação de contas mais claro para os Estados.

<sup>29</sup> A Área de Crédito do BNDES tem expertise reconhecida para realizar análises de risco/retorno, mas a escolha de que tipos de atividades econômicas serão financiadas não adota parâmetros preestabelecidos (SCHAPIRO, 2010b, 2012).

<sup>30</sup> Conforme Almeida (2009), os planos de desenvolvimento, largamente utilizados nas décadas de 1950 a 1970 para as políticas de substituição de importações, só voltaram a ser adotados no Brasil no governo Lula, mas retornaram num modelo bastante abrangente, englobando muitas frentes e tipos diferentes de atividades econômicas, sem uma perspectiva da performance que se espera nem esclarecimentos do modo pelo qual se dará apoio ao setores abrangidos.

<sup>31</sup> De acordo o artigo 3º do seu estatuto social, o BNDES atua conforme o amplo objetivo de “apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do País”. Disponível em:

No mesmo sentido em que se delimitou na descrição do terceiro momento de convergência de ideias sobre Direito e Desenvolvimento, é possível dizer que o BNDES fomenta o desenvolvimento nacional através de uma parceria entre Estado e particulares. A imbricação da atuação pública e privada que caracteriza as operações do banco, no entanto, torna bastante complexo compreender que papel cabe a cada agente na implementação das políticas industriais de que fazem parte os projetos financiados.

O fato é que, embora o BNDES seja um banco público, a parceria entre a BNDESPAR e os demais acionistas das empresas financiadas por participação societária está submetida a regras de direito privado no que diz respeito a sua estruturação jurídica<sup>33</sup> e “da mesma forma que nos anos 1960 e 1970, a relação entre Estado e empresários no Brasil ainda se dá por meio de canais diretos entre a elite empresarial e o governo” (ALMEIDA, 2009, p. 54)<sup>34</sup>.

Considerando assim que, independentemente da intenção dos formuladores de política, as instituições já existentes e o contexto social local dialogam com as reformas empreendidas e que a intervenção do Estado por meio de bancos públicos faz parte da trajetória brasileira, não tendo se tornado irrelevante mesmo diante das diversas reformas institucionais que transcorreram nos últimos vinte anos, resta saber que papel coube ao Estado e aos particulares num contexto em que a implementação de políticas industriais está inserida na lógica de mercado. Parece pertinente a observação de Almeida (2009, p. 54) de que “não estão claros, na atual política industrial, os mecanismos de disciplina que o Estado possui sobre o capital”.

Procurar-se-á, dessa maneira, compreender melhor como atores públicos e privados interagem no terceiro momento de convergência de ideias em Direito e Desenvolvimento à luz de um contexto bastante específico, qual seja, o dos conflitos de agência que exurgem das operações de financiamento por participação societária do BNDES. O objetivo é descobrir

---

<[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/Legislacao/estatuto\\_bndes.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/estatuto_bndes.html)>. Acesso em: 26 julho 2013.

<sup>32</sup> Como o escopo de atuação do BNDES é muito abrangente e não há parâmetros de performance preestabelecidos, a avaliação substantiva da atuação desenvolvimentista do banco resta dificultada (SCHAPIRO, 2012).

<sup>33</sup> Os únicos regimes especiais existentes na legislação brasileira para a atuação empresarial do Estado são os da empresa pública e da sociedade de economia mista. Previstas diretamente no texto da Constituição Federal (artigos 37, inciso XIX, e 173, dentre outros) e reguladas pelo Decreto-lei n.º 200/67, a empresa pública possui capital composto exclusivamente por ativos públicos e a sociedade de economia mista tem seu patrimônio formado tanto por capital público como privado, mas a maioria de suas ações com direito a voto devem pertencer ao ente estatal vinculado. Portanto, em nenhuma dessas modalidades de atuação empresarial do Estado se encaixaria a linha de financiamento do BNDES em estudo, que ocorre mediante participações minoritárias e sem controle acionário.

<sup>34</sup> Pesquisa empírica realizada por Lazzarini et al. (2012) possui resultados convergentes com essa ideia.



que interesses estatais o banco de fomento procura proteger ao estruturar consensualmente esse tipo de parceria com agentes privados.

### **3 A ASSOCIAÇÃO EMPRESARIAL DO ESTADO ATRAVÉS DA BNDESPAR: QUAL O CONFLITO DE AGÊNCIA?**

O relacionamento de agência surge numa empresa quando alguém (principal) resolve ali realizar um investimento delegando a um terceiro (agente) as decisões a serem tomadas acerca da exploração dos recursos empreendidos. Diferentes relações desse tipo podem ocorrer numa mesma associação empresarial entre as diferentes partes interessadas existentes. Quando os acionistas minoritários atuam como principais, por exemplo, pode-se encontrar o grupo controlador ou os administradores na qualidade de agentes. Os próprios acionistas controladores, por sua vez, podem ser considerados principais no seu relacionamento com os administradores contratados. (SAITO; SILVEIRA, 2008)

Assim, tem-se como essência do conflito de agência de uma empresa a separação entre a propriedade acionária, o seu controle e a sua gestão, que pode fazer com que acionistas minoritários, controladores e administradores venham a ter interesses antagônicos. Para equilibrar os eventuais conflitos que surgirem entre as partes interessadas de uma associação empresarial emergem as regras de governança corporativa. (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SAITO; SILVEIRA, 2008)

Da mesma forma que floresceram diferentes padrões de financiamento industrial em localidades diversas, também se observou conflitos de agência específicos em cada ambiente e correspondentes regras de governança corporativa.

Em alguns países, desenvolveu-se o que pode ser designado como economia de mercado liberal<sup>35</sup>, na qual o financiamento corporativo se dá através do mercado de capitais, com investidores pulverizados que não possuem nem participação direta nem influência individual na gestão das empresas. Em outros lugares, identifica-se o que pode ser chamado de economia de mercado coordenada<sup>36</sup>, cujo financiamento corporativo não depende do mercado de capitais, sendo baseado em bancos e investidores institucionais, que detém

---

<sup>35</sup> A expressão “economia de mercado liberal” (“liberal market economies” no texto original) é identificada por Hall e Soskice (2001, p. 8) como um tipo ideal de padrão institucional de financiamento corporativo com base na observação dos sistemas legais dos seguintes países: Austrália, Canadá, Irlanda, Nova Zelândia, Reino Unido e Estados Unidos.

<sup>36</sup> A expressão “economia de mercado coordenada” (“coordinated market economies” no texto original) também é identificada por Hall e Soskice (2001, p. 8) como um tipo ideal de padrão institucional de financiamento corporativo, dessa vez com base na observação dos sistemas legais dos seguintes países: Áustria, Bélgica, Dinamarca, Finlândia, Islândia, Alemanha, Japão, Holanda, Noruega, Suécia e Suíça.

participação em bloco nas empresas e mantém relação e influência mais direta na gestão. (ROE, 1993; HALL; SOSKICE, 2001)

No âmbito de uma associação empresarial, o ponto de encontro entre o direito e o financiamento diz respeito às regras de governança corporativa que se desenvolvem em cada contexto (HALL; SOSKICE, 2001). Uma economia que dialogue com o tipo ideal de mercado liberal procurará proteger os direitos dos acionistas pulverizados individualmente, aos quais restará uma saída facilitada pelo próprio mercado de capitais em caso de insatisfação com os rumos que os controladores ou administradores derem à empresa<sup>37</sup>. Um modelo que se aproxima da economia de mercado coordenada, por sua vez, prezará por um arranjo jurídico que favoreça a composição coletiva das diferentes partes interessadas, mediante mecanismos de voz<sup>38</sup>. (SCHAPIRO, 2010a)

Ocorre que ambas as modalidades de economia apresentadas são apenas tipos ideais. Apesar de ser possível encontrar padrões dominantes em alguns lugares, pode-se observar uma diversidade de fontes de financiamento num mesmo país<sup>39</sup>. Assim, a função protetiva típica da economia de mercado liberal tende a conviver com a função coordenadora característica da economia de mercado coordenada nas regras de governança corporativa aplicadas individualmente a cada associação empresarial<sup>40</sup>, conforme os diferentes conflitos de agência que forem identificados.

Além disso, em outras localidades, como o Brasil, observa-se a coexistência das fontes de financiamento mencionadas com bancos públicos, dentre os quais se encontra o BNDES (SCHAPIRO, 2010a; 2012).

Ao operacionalizar os investimentos por participação societária do banco de fomento, a BNDESPAR subscreve valores mobiliários apenas em sociedades anônimas e atua

---

<sup>37</sup> Proteger o investidor individualmente significa procurar preservar seu direito de propriedade através de mecanismos que facilitem a valorização de suas ações no mercado, os quais consistem no monitoramento das informações financeiras da empresa, que devem ser disponibilizadas ao público, em prêmios aos administradores que conseguirem melhorar seu desempenho econômico e na facilitação de operações societárias que envolvam transferência de ações, por exemplo (HALL; SOSKICE, 2001, p. 27-29). Caso o investidor não esteja satisfeito com a condução dos negócios da empresa em algum momento, o próprio mercado de capitais pode oferecer uma rápida opção de saída, numa alusão aos mecanismos identificados por Hirschman (1973, p. 13-60) como reações (ou consequências) ao declínio de empresas e outros tipos de organização.

<sup>38</sup> Esse arranjo jurídico tende a permitir que investidores influenciem a condução dos negócios da empresa, mediante participação nos órgãos deliberativos da administração, por exemplo. Trata-se do que Hirschman (1973, p. 13-60) chamaria de mecanismos de voz, através dos quais a parte insatisfeita tenta modificar os rumos da empresa ao invés de retirar seus recursos dela.

<sup>39</sup> Pelo menos esses 6 países não demonstram afinidade preponderante com qualquer dos tipos ideais encontrados por Hall e Soskice (2001): França, Itália, Espanha, Portugal, Grécia e Turquia.

<sup>40</sup> Milhaupt e Pistor (2008, p. 6-7) identificam diferentes padrões de governança corporativa em torno da sua função predominantemente protetora de direitos de propriedade ou coordenadora de interesses divergentes.

preferencialmente como acionista minoritária <sup>41</sup>. Além disso, sua participação é essencialmente transitória (VELASCO JR., 2010), embora deva durar por um considerável período de tempo, tendo em vista que os investimentos do BNDES são de longo prazo de maturação. Por fim, tem-se que os financiamentos realizados pelo banco ocorrem no contexto de uma política industrial.

Há um consenso na literatura sobre política industrial no sentido de existirem alguns elementos essenciais para fazê-la funcionar adequadamente (AMSDEN, 2001; EVANS, 1995; RODRIK, 2009). Um deles trata-se do condicionamento dos incentivos governamentais a performances específicas das empresas investidas voltadas a ocasionar externalidades positivas, que estariam associadas a mudanças estruturais mais abrangentes previamente pretendidas para certos setores da economia, deixando-se ir à falência os empreendimentos que não gerarem as externalidades esperadas se necessário for<sup>42</sup>. Para isso, o Estado deve possuir mecanismos de controle sobre seus investimentos<sup>43</sup> e, no caso das operações por participação societária do BNDES, acredita-se que as regras de governança corporativa das empresas financiadas podem se prestar a essa função.<sup>44</sup>

Considera-se, assim, que a política industrial faz parte do conflito de agência que se dá entre a BNDESPAR e as demais partes interessadas das empresas financiadas por participação societária, podendo as regras de governança corporativa pactuadas servir para coordenar a imbricação de interesses que envolve seu processo de implementação, de modo a permitir que o BNDES controle e avalie os resultados de cada investimento a partir das motivações que levaram a sua realização.

Como as operações de financiamento em estudo ocorrem preferencialmente mediante participações acionárias minoritárias<sup>45</sup>, acaba a BNDESPAR por ficar afastada do

---

<sup>41</sup> Artigo 5º, inciso I, do estatuto social da BNDESPAR. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/O\\_BNDES/Legislacao/estatuto\\_bndespar.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Legislacao/estatuto_bndespar.html)>. Acesso em: 26 julho 2013.

<sup>42</sup> “If industrial policy is in part about self- discovery, which is inherently uncertain, many promoted enterprises will necessarily fail. Optimal policy under these conditions requires acceptance of a certain failure rate. (...) The appropriate question therefore is not whether a government can always pick winners — it shouldn’t even try — but whether it has the capacity to let the losers go” (RODRIK, 2009, p. 22).

<sup>43</sup> A partir de uma leitura de Almeida (2009) e Amsden (2001), esses mecanismos permitiriam ao Estado disciplinar sua política de fomento ao monitorar o desempenho dos empreendimentos financiados e condicionar sua manutenção aos parâmetros e externalidades esperados.

<sup>44</sup> Os outros elementos seriam: uma relação de cooperação entre o Estado e o setor privado que permita ao primeiro absorver do último que atividades precisam de fomento e que desenho institucional deve ser utilizado para o investimento; e a prestação de contas pública do Estado a respeito das suas escolhas de fomento e dos resultados obtidos, a fim de que a sociedade possa fiscalizar as consequências geradas pelos investimentos estatais, que devem se propor a beneficiar a coletividade e não apenas as empresas financiadas individualmente (RODRIK, 2009, p. 18-23).

<sup>45</sup> A política de atuar preferencialmente por participações minoritárias é levada a sério pela BNDESPAR. De acordo com a carteira de ações divulgada nas suas demonstrações financeiras de 2012, a subsidiária detinha

controle societário<sup>46</sup> e a proteção dos interesses estatais que decorrem da motivação de política industrial pode restar dificultada pela necessidade de uma composição consensual dos interesses públicos e privados na estruturação societária da empresa financiada.

Existem indicadores de que o BNDES tende a escolher empresas que teriam facilidade para obter financiamento privado e que os impactos dos investimentos do banco nos resultados econômicos das empresas financiadas não são tão significativos (LAZZARINI et al., 2012). Além disso, há também indícios de que a estruturação societária das empresas que compõe a carteira de ações da BNDESPAR utiliza padrões diferenciados de governança corporativa e que isso pode exercer influência sobre o desempenho dessas empresas (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2011). As pesquisas que chegaram a tais conclusões, no entanto, adotaram um viés bastante específico em suas análises. O objetivo era apenas saber se o financiamento do BNDES leva as empresas beneficiadas a apresentar um melhor desempenho econômico, sem considerar as mudanças estruturais mais abrangentes que o investimento nesses empreendimentos poderia ter se proposto a ocasionar nos setores da economia a que pertencem<sup>47,48</sup>.

É certo que analisar especificamente o desenho institucional de governança corporativa das empresas de que a BNDESPAR participa não garantirá que esses empreendimentos realmente conseguiram provocar alguma mudança estrutural na economia nacional, mesmo que o conflito de agência encontrado leve em consideração as motivações de política industrial que ocasionaram o financiamento.

Desvendar esse conflito, no entanto, pode esclarecer se o desempenho que o BNDES espera dos seus investimentos envolve externalidades positivas socialmente mais abrangentes, com mudanças estruturais nos setores da economia envolvidos, ou apenas uma boa perspectiva de retorno dos projetos financiados individualmente. Para lançar alguma luz sobre essa questão, ainda que de forma ilustrativa, serão analisadas as estruturas societárias de

---

participação acionária majoritária em apenas uma das 142 empresas financiadas. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/BND-ESPAR\\_DFP-2012.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/BND-ESPAR_DFP-2012.pdf)>. Acesso em: 26 julho 2013.

<sup>46</sup> No direito brasileiro, apenas é controlador, conseguindo impor sua vontade aos demais acionistas, aquele que for “titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral” da companhia (artigo 116 da Lei n.º 6.404/1976).

<sup>47</sup> “Therefore, our findings using data from BNDES lending in Brazil partially support the political view. We find only extremely weak evidence of the industrial policy view (i.e., that the loans are financing projects that would not be financed by the market or are helping to finance latent capabilities of Brazilian firms). A caveat, however, is that we focus only on profitability and investment; we do not measure if allocations support social initiatives or if they yield externalities that are not measured in our database (e.g., employment). For instance, a private project, even if individually unprofitable, may encourage complementary investments in related industries”. (LAZZARINI et al., 2012, p. 08).

<sup>48</sup> “Our study contributes to the evolving literature on the performance effects of government ownership” (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2011, p. 03).

algumas empresas encontradas na carteira de ações da BNDESPAR divulgada nas suas últimas demonstrações financeiras<sup>49</sup>.

### 3.1 BUSCANDO O CONFLITO DE AGÊNCIA NA PRÁTICA

A legislação brasileira que se aplica à organização interna de sociedades anônimas traz regras jurídicas abertas e uma ampla possibilidade de ajuste consensual entre as partes interessadas acerca da estruturação societária a ser elaborada<sup>50</sup>. Por isso, a maneira mais segura de se descobrir que interesses de que partes as regras de governança corporativa de qualquer empresa brasileira protegem se dá através da análise seus documentos societários internos.

Em busca de saber que tipos de interesses estatais as regras de governança corporativa das empresas que recebem financiamento por participação societária do BNDES costumam proteger, analisou-se os estatutos sociais e acordos de acionistas de 10 sociedades anônimas encontradas na carteira de ações da BNDESPAR divulgada nas suas últimas demonstrações financeiras<sup>51</sup>.

Conforme a estruturação societária das empresas analisadas tenha concedido ou não prerrogativas de veto à subsidiária do BNDES na deliberação de determinadas matérias, classificou-se suas participações societárias em ativas para os casos em que se observou algum tipo de prerrogativa de veto e passivas para as ocasiões contrárias. A partir do tipo de matéria que a BNDESPAR pudesse vetar, por sua vez, considerou-se que a subsidiária exercia influência relativa comercial, quando a possibilidade de veto se desse em deliberações que visassem modificar o objeto social da empresa<sup>52</sup>, ou financeira, quando essa opção se desse em relação a assuntos como parâmetros de liquidez e limites de endividamento esperados<sup>53, 54</sup>.

---

<sup>49</sup> Disponível em:

<[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/BNDESPAR\\_DFP-2012.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/BNDESPAR_DFP-2012.pdf)>. Acesso em: 26 julho 2013.

<sup>50</sup> A Lei n.º 6.404/1976 regula as sociedades anônimas brasileiras.

<sup>51</sup> As 10 companhias analisadas foram escolhidas propositamente dentre as 81 sociedades anônimas abertas de que a BNDESPAR é acionista, pois representam os dois tipos de influência societária que o BNDES exerce através das participações de sua subsidiária, os quais serão explicitados adiante. Os documentos societários analisados foram obtidos no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 26 julho 2013). Tais sociedades anônimas estão listadas em diferentes níveis de governança corporativa da BM&FBovespa (Novo Mercado: JBS S.A., Marfrig Alimentos S.A, Fibria Celulose S.A., MMX Mineração e Metálicos S.A., Totvs S.A., Lupatech S.A., Linx S.A.; Nível 1: Oi S.A.; e mercado tradicional: Souza Cruz S.A. e Rede Energia S.A.), conforme informações obtidas no sítio eletrônico da bolsa de valores (Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 julho 2013).

<sup>52</sup> O objeto social de uma sociedade anônima precisa ser definido de modo preciso e completo, mas pode abranger qualquer tipo de atividade econômica lícita (artigo 2º da Lei n.º 6.404/1976). A prerrogativa de veto

Procurou-se observar também se as regras de governança corporativa dessas empresas concediam alguma estratégia de desinvestimento consensualmente estabelecida à BNDESPAR, fosse em caso de livre escolha da subsidiária ou para situações de má performance<sup>55</sup>.

Das 10 empresas analisadas, a BNDESPAR detinha participação societária ativa com influência relativa comercial na JBS, na Marfrig, na Oi, na Fibria e na Rede Energia<sup>56</sup>. A subsidiária também exercia influência relativa financeira sobre todas elas. Em relação às demais empresas analisadas, a BNDESPAR detinha participação societária passiva na Totvs, na Lupatech, na Linx, na MMX e na Souza Cruz.

Em todas as empresas em que detinha participação societária ativa, a BNDESPAR também possuía a prerrogativa de indicar pelo menos um membro de sua confiança ao conselho de administração<sup>57</sup>. Diante dos quóruns de deliberação observados para as reuniões desse órgão de gestão em cada uma dessas empresas, no entanto, verificou-se que essa quantidade de membros não garante nem prerrogativas de veto nem maioria de votos nas deliberações, não ficando claro que tipo de interesse do BNDES esses conselheiros protegerão, já que sua presença não significa nem influência relativa nem dominante sobre as decisões tomadas pelo conselho de administração.

---

sobre sua modificação, então, não significa necessariamente que o BNDES pretende ocasionar mudanças estruturais aos setores da economia a que os empreendimentos financiados pertencem. Existe apenas um indício disso, tendo em vista que o investimento fica condicionado ao exercício de atividades em setores específicos pelas empresas beneficiadas.

<sup>53</sup> Como, por exemplo, contratações que excedam um certo limite de endividamento e distribuição de dividendos sem observância do quociente máximo preestabelecido para a divisão entre a dívida líquida e o lucro líquido do período.

<sup>54</sup> Nas sociedades anônimas, o voto de cada acionista é contabilizado pelo percentual de ações detido (artigo 110 da Lei n.º 6.404/1976). Assim, prerrogativas de veto podem ser estabelecidas pela previsão de quóruns diferenciados de deliberação para certas matérias em assembleia geral ou, ainda, por ajustes de voto contratados em acordos de acionistas (artigo 118 da Lei n.º 6.404/1976). A tipologia de participações societárias ativas e passivas e os tipos de influência foram elaborados a partir de classificações similares realizadas para fins de apuração de práticas anticoncorrenciais (OECD, 2008; RAGAZZO, 2010). Considera-se influência relativa a exercida pela BNDESPAR em contraposição à influência dominante, classificada pela OECD (2008, p. 189-195) como aquela pela qual o acionista tem completa autonomia para decidir sobre certas matérias, numa situação similar ao controle acionário legal. No caso, o poder de veto consiste no exercício de influência relativa, pois a BNDESPAR não tem autonomia para aprovar uma deliberação de sua iniciativa sem o voto dos demais acionistas que bastarem ao alcance do quórum social estabelecido, mas apenas de impedir que sejam aprovadas decisões com as quais não concorde em determinadas matérias.

<sup>55</sup> Conforme as regras de governança corporativa encontradas, má performance consistiria no desrespeito às prerrogativas de veto da BNDESPAR.

<sup>56</sup> A subsidiária poderia vetar também operações comerciais não contempladas no plano de negócios aprovado anualmente pelo conselho de administração da JBS.

<sup>57</sup> O conselho de administração é um órgão de deliberação colegiada das sociedades anônimas que fixa determinações sobre a orientação geral dos seus negócios que não couberem à assembleia geral de acionistas (artigos 138 a 142 da Lei n.º 6.404/1976).

Além disso, em três<sup>58</sup> das empresas em que a BNDESPAR detinha participação societária ativa também era possível que a subsidiária indicasse pelo menos um membro ao conselho fiscal, mas como as deliberações desse órgão possuem caráter meramente opinativo acerca das atividades da administração das sociedades em que são instalados<sup>59</sup>, presume-se que a indicação desse tipo de conselheiro pelo BNDES sirva apenas para que o banco possa monitorar a empresa financiada sem controlar suas atividades.

Em relação às estratégias de desinvestimento, observou-se que em quatro<sup>60</sup> das empresas em que detinha participação societária ativa a BNDESPAR teria opção de venda conjunta das suas ações caso algum membro estratégico do grupo de controle dessas sociedades resolvesse vender as suas, ou ao menos parte significativa delas. Por fim, em apenas uma dessas empresas, a Rede Energia, o grupo de controle teria obrigação de comprar as ações da BNDESPAR como uma sanção para os casos de inobservância das prerrogativas de decisão detidas pela subsidiária em decorrência do acordo de acionistas.

A partir da amostra analisada, percebe-se que o BNDES pode ou não exigir certas prerrogativas de decisão para financiar empresas por participação societária. Não está claro, no entanto, o motivo pelo qual o banco financia essas empresas mediante esses tipos diferentes de influência societária. E, a não ser pelos aspectos de liquidez e endividamento detalhadamente controlados pela subsidiária através das prerrogativas encontradas em todos os acordos de acionistas analisados, também não está claro que externalidades positivas mais abrangentes o banco esperaria dos investimentos por participação societária ativa além de um desempenho econômico satisfatório para que gerem retorno financeiro.

Os documentos analisados demonstram que o BNDES não tende a exigir o estabelecimento de sanções consensuais para as empresas cujos acionistas ou administradores vierem a desrespeitar suas prerrogativas de decisão. Por outro lado, o banco tem interesse em optar pela venda conjunta de suas ações se certos componentes do grupo de controle de empresas das quais sua subsidiária detém participação societária ativa resolverem fazê-lo. Presume-se que a racionalidade que se esconde por trás dessa opção de venda resida na eventual dificuldade de negociar as prerrogativas de decisão com outros agentes, mas se afirma isso apenas como uma hipótese.

Por fim, esses documentos não esclarecem que tipo de atitude o banco eventualmente tomaria se os parâmetros de desempenho econômico estabelecidos restassem impossibilitados

---

<sup>58</sup> JBS, Marfrig e Oi.

<sup>59</sup> Artigos 161 a 165-A da Lei n.º 6.404/1976.

<sup>60</sup> Marfrig, Oi, Fibria e Rede Energia.

por qualquer motivo que não o descumprimento das suas prerrogativas de decisão, ou mesmo se eventuais externalidades positivas mais abrangentes aqui não observadas não ocorressem na prática.

## **CONCLUSÃO**

Mostra-se necessário saber de que forma certas instituições fazem parte da trajetória de um local e como dialogam com reformas mais amplas que eventualmente ocorram no cenário em que estão inseridas para que se compreenda os resultados alcançados. Da década de 1950 aos dias atuais, o Estado brasileiro passou por profundas transformações e, por isso, o BNDES precisou se renovar para se adaptar a cada fase que presenciou nos diferentes contextos.

O atual debate em Direito e Desenvolvimento, por sua vez, não tem mais como foco saber que instituições jurídicas devem ser empregadas para que se aloque poder de decisão econômica preponderantemente ao Estado ou à iniciativa privada.

Agora, o grande desafio posto aos estudiosos e formuladores de política diz respeito à elaboração de instituições jurídicas que se mostrem cada vez mais adequadas ao contexto em que estão inseridas, o qual, no caso da política industrial brasileira, se trata de um cenário de imbricação de interesses públicos e privados. Aqui, a própria noção de desenvolvimento acaba se confundido com o processo de descoberta que se espera da cooperação entre Estado e particulares.

Diante da atual abrangência do escopo de atuação do BNDES e dos planos de desenvolvimento nacionais, resta saber qual política industrial motiva os financiamentos do banco e que tipo de externalidade com ela se busca.

Afirmar que o BNDES exerce influência relativa comercial sobre certas empresas em que investe por participação societária não garante que ele escolhe os empreendimentos financiados objetivando externalidades positivas mais abrangentes para a sociedade ou mudanças estruturais em determinados setores da economia.

A especificidade das prerrogativas de decisão que implicam no exercício de influência relativa financeira sobre algumas dessas empresas, por outro lado, demonstra uma grande preocupação com questões de risco e retorno dos empreendimentos, o que indica realmente existirem mecanismos de controle do banco nesse sentido, embora apenas para essas empresas e somente para fins de monitoramento.



De fato, a não ser por uma das empresas analisadas, não se observou possibilidades de sanção, ou simples indicação de que não haveria mais apoio, se o desempenho econômico preestabelecido ou certas externalidades positivas não fossem alcançados, ou ainda se as empresas financiadas viessem a desrespeitar as prerrogativas de decisão da BNDESPAR.

Não se pode ignorar também que a participação societária passiva é uma prática recorrente da subsidiária do BNDES, na qual não foi possível identificar a proteção de eventuais interesses estatais em função da motivação de política industrial do investimento pela inexistência de prerrogativas de decisão ou de indicação de membros a órgãos de gestão.

A incompletude das conclusões que podem ser retiradas tanto da reduzida amostra como do material analisado talvez possa ser melhor esclarecida em entrevistas a membros do corpo técnico do banco. Podem existir outros parâmetros de desempenho internamente estabelecidos e não divulgados ao público, assim como eventuais externalidades positivas mais abrangentes pretendidas com os financiamentos e circunstâncias em que o desinvestimento se procede ou o apoio é interrompido.

A amostra analisada demonstra que a atuação da subsidiária do BNDES adota uma tipologia societária com padrões de governança corporativa diferenciados a partir da classificação utilizada.

Uma pesquisa mais abrangente da carteira de ações da BNDESPAR, com a análise de um número mais significativo de empresas e a inclusão de entrevistas como fontes, por sua vez, seria útil para desvendar que razões levam o BNDES a atuar mediante diferentes tipos de participação societária.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Mansueto. **Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI**. Texto para discussão nº. 1452. Brasília: IPEA, 2009. 70 p. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1452.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1452.pdf)>. Acesso em: 10 junho 2013.

AMSDEN, Alice H. **The rise of “the rest”**: challenges the west from late-industrializing economies. New York: Oxford University Press, 2001. 405 p.

BIELSCHOWSKY, Ricardo (Org.). **Cinquenta anos de Pensamento na CEPAL**. Rio de Janeiro: Record, 2000, p. 15-44.

CAROTHERS, Thomas. The Problem of Knowledge. “In”: CAROTHERS, Thomas. **Promoting the Rule of Law Abroad: In Search of Knowledge**. Washington: Carnegie Endowment for International Peace, 2006, p. 15-28.

CARTEMOL, Fabrício. BNDES-exim: 15 Anos de Apoio às Exportações Brasileiras. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 3-30, dez. 2005.

COUTINHO, Luciano. **As perspectivas de investimentos na economia brasileira e o desafio das fontes de financiamento de longo prazo**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010. 32 p. Disponível em:

<[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/empr esa/download/apresentacoes/Coutinho\\_ChallengesForSustainedDevelopment.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empr esa/download/apresentacoes/Coutinho_ChallengesForSustainedDevelopment.pdf)>. Acesso em: 30 março 2013.

EVANS, Peter. **Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation**. Princeton: Princeton University Press, 1995. 336 p.

FURTADO, Celso. Características gerais da economia brasileira. **Revista brasileira de economia**. Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, mar. 1950, p. 7-37.

GORDON, Robert W. Macaulay, Macneil e a descoberta da solidariedade e do poder no direito contratual. trad. e notas Marcos de Campos Ludwig, rev. José Rodrigo Rodriguez. **Revista Direito GV**. São Paulo, vol. 3, n. 1, jan-jun. 2007, p. 187-202.

HALL, Peter A.; SOSKICE, David. Introduction. "In": HALL, Peter; SOSKICE, David. **Varieties of Capitalism** – the institutional foundations of comparative advantage, New York, Oxford Press, 2001, p. 1- 68.

HAUSMANN, Ricardo; RODRIK, Dani. **Economic Development as Self-Discovery**, paper, mimeo, 2003.

HIRSCHMAN, Albert. **Saída, Voz e Lealdade**: reações ao declínio de firmas, organizações e estados. Trad. Angela de Assis Melim. 1. ed. São Paulo: Editora Perspectiva, 1973. 159 p.

KENNEDY, David. The "Rule of Law", Political Choices, and Development Common sense. TRUBEK, David; SANTOS, Alvaro. **The new law and economic development: a critical appraisal**. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, p. 95-173.

LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de laços**: Os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. 184 p.

\_\_\_\_\_.; MUSACCHIO, Aldo; BANDEIRA-DE-MELO, Rodrigo; MARCON, Rosilene. **What Do Development Banks Do?** Evidence from Brazil, 2002-2009. 2012. 45 p. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1969843>>. Acesso em: 06 março 2013.

\_\_\_\_\_.; MUSACCHIO, Aldo. **Leviathan as a Minority Shareholder**: A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. 2011. 24 p. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1745081>>. Acesso em: 03 abril 2013.

MACAULAY, Stewart. Non-contractual relations in business: A preliminary study. **American Sociological Review**. Wisconsin, v. 28, n. 1, fev. 1963, p. 1-23.

MACNEIL, Ian Roderick. The Many Futures of Contract. **Southern California Law Review**, Los Angeles, v. 47, 1974, p. 691-712

MANTEGA, Guido. **Teoria da dependência revisitada** – Um balanço crítico. Relatório de pesquisa n. 27/1997. São Paulo: EAESP/FGV/NPP – Núcleo de Pesquisas e Publicações, 1997. 84 p. Disponível em:  
<[http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3003/P00187\\_1.pdf?sequence=1](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3003/P00187_1.pdf?sequence=1)>. Acesso em: 06 março 2013.

\_\_\_\_\_. **O modelo econômico brasileiro dos anos 90**. Relatório de pesquisa n. 11/2001. São Paulo: EAESP/FGV/NPP – Núcleo de Pesquisas e Publicações, 2001. 69 p. Disponível em:  
<<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2883/Rel%2011-2001.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 06 março 2013.

MARTINUSSEN, John. **State, Market & Society: a guide do competing theories of development**. London & New York: Zed Books, 1997.

MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. **Law and Capitalism: what corporate crisis reveal about legal systems and economic development around the world**. Chicago and London: The University of Chicago Press, 2008.

MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa. O BNDES e seus critérios de financiamento industrial: 1952 a 1989. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, dez. 1994, p. 415-430.

MOURÃO, Julio Olimpio Fusaro. A Integração Competitiva e o Planejamento Estratégico no Sistema BNDES. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v.1, n. 2, dez. 1994, p. 3-26.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **Minority Shareholding**. 2008. 275 p. Disponível em:  
<<http://www.oecd.org/daf/competition/mergers/41774055.pdf>>. Acesso em: 26 julho 2013.

OHNESORGE, John K.M. **Developing Development Theory: Law & Development Orthodoxies and Northeast Asian Experience**. Legal Studies Research Paper Series. Paper n. 1024. Wisconsin: University of Wisconsin Law School, 2006.

PAIVA, Márcia de. **BNDES: Um banco de história e do futuro**. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012. 215 p. Disponível em:  
<[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/livro\\_BNDES\\_um\\_banco\\_de\\_historia\\_e\\_do\\_futuro.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/livro_BNDES_um_banco_de_historia_e_do_futuro.pdf)>. Acesso em: 27 março 2013.

POSNER, Richard A. Creating a Legal Framework for Economic Development. **The World Bank Research Observer**, v. 13, n. 1, 1998, p. 1–11.

RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Voto no ato de concentração n.º 53500.012487/2007**, 07 abril 2010. Disponível em  
<<http://www.cade.gov.br/upload/Voto-AC-2007-53500-012487-Telefonica-RAGAZZO.pdf>>. Acesso em: 26 julho 2013.

RODRIK, Dani; SUBRAMANIAN, Arvind. The Primacy of Institutions (and what this does and does not mean). International Monetary Fund. **Finance & Development**. p. 31-34, jun. 2003.

\_\_\_\_\_. Industrial Policy: Don't Ask Why, Ask How. **Middle East Development Journal**. Cairo, v. 1, n. 1, p. 1-29, 2009.

ROE, Mark J. Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan and the United States. **The Yale Law Journal**. New Haven, v. 102, n. 8, p. 1927-2003, jun.1993.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE – Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SCHAPIRO, Mario Gomes. **Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia**. São Paulo: Saraiva, 2010a. 327 p.

\_\_\_\_\_. Administrative Governance, Institutional Dynamics and Industrial Financing in Brazil: New Parameters, Old Problems. **Harvard-Stanford International Junior Faculty Forum**. 2010b. 59 p. Disponível em: <<http://blogs.law.stanford.edu/hsforum/files/2010/09/Administrative-Governance.pdf>>. Acesso em: 10 de julho de 2013.

\_\_\_\_\_. Amarrando as próprias botas do desenvolvimento: A nova economia global e a relevância de um desenho jurídico-institucional nacionalmente adequado. **Revista Direito GV**. São Paulo, v. 7, n. 1, jan-jun 2011, p. 341-352.

\_\_\_\_\_.; TRUBEK, David M. Redescobrimo o Direito e Desenvolvimento: experimentalismo, pragmatismo democrático e diálogo horizontal. “In”: SCHAPIRO, Mario; TRUBEK, David. (Org.) **Direito e Desenvolvimento: um diálogo entre os Brics**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 27-70.

\_\_\_\_\_. Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. “In”: TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario G. (Org.) **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**. São Paulo: Saraiva, 2012a, p. 259-301.

\_\_\_\_\_. **Making the Developmental State Work: How Does a Mandate Matter for the Brazilian Development Bank?** 2012b. 36 p. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1986850](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1986850)>. Acesso em: 01 março 2013.

SEN, Amartya. **Desenvolvimento Como Liberdade**. Trad. Laura Teixeira Motta. Rev. Ricardo Mendes. 3ª reimp. São Paulo: Companhia das Letras, 2000. 409 p.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**. Aldan, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

TAMANAH, Brian Z. As lições dos estudos sobre direito e desenvolvimento. Trad. Tatiane Honório Lima. **Revista Direito GV**. São Paulo, v. 5, n. 1, jan-jun 2009, p. 187-216.

TRUBEK, David M. The “Rule of Law” in Development Assistance: Past, Present and Future. “In”: TRUBEK, David M.; SANTOS, Alvaro. **The new law and economic development: a critical appraisal**. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, p. 74-94.

\_\_\_\_\_.; SANTOS, Alvaro. Introduction: The Third Moment in Law and Development Theory and the Emergence of a New Critical Practice. “In”: TRUBEK, David;

SANTOS, Alvaro. **The new law and economic development**: a critical appraisal. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, p. 1-18.

\_\_\_\_\_. Para uma teoria social do direito: um ensaio sobre o estudo de direito e desenvolvimento. Trad. Pedro Maia Soares. Rev. José Rodrigo Rodriguez. “In”: RODRIGUEZ, José Rodrigo (org.). **O novo direito e desenvolvimento**: presente, passado e futuro. Textos selecionados de David M. Trubek. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 51-122.

\_\_\_\_\_.; GALANTER, Marc. Acadêmicos auto-alienados: reflexões sobre a crise norte-americana da disciplina “direito e desenvolvimento”. Trad. José Rodrigo Rodriguez e José Rafael Zullo. “In”: RODRIGUEZ, José Rodrigo (Org.). **O novo direito e desenvolvimento**: presente, passado e futuro. Textos selecionados de David M. Trubek. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 123-184.

VELASCO JR., Licínio. Documento Histórico – a privatização no Sistema BNDES. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, n. 33, p. 307-382, jun. 2010.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. **A Intervenção do Estado no Domínio Econômico** – o direito público econômico no Brasil. Ed. fac-similar de 1968. Rio de Janeiro: Renovar, 1998. 614 p.

WILLIAMSON, John. What Washington Means by Policy Reform. “In” WILLIAMSON, John. **How Much Has Happened?** Institute for International Economics. Washington, 1990, p. 7-20.