



UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
FACULDADE DE DIREITO DO RECIFE

DAVID NICOLAU ALVES DE MELO

**QUANDO O ESTADO VAI AO MERCADO: UMA ANÁLISE JURÍDICA DA  
INTERVENÇÃO ESTATAL NA ECONOMIA ATRAVÉS DA ATUAÇÃO DA  
BNDESPAR NO MERCADO DE CAPITAIS**

RECIFE

2024

DAVID NICOLAU ALVES DE MELO

**QUANDO O ESTADO VAI AO MERCADO: UMA ANÁLISE JURÍDICA DA  
INTERVENÇÃO ESTATAL NA ECONOMIA ATRAVÉS DA ATUAÇÃO DA  
BNDESPAR NO MERCADO DE CAPITAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Direito da Faculdade de Direito do Recife – Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito.

**Área de Concentração:** Direito Empresarial  
**Orientador:** Prof. Dr. Luiz Felipe Monteiro Seixas

RECIFE

2024

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,  
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Melo, David Nicolau Alves de .

Quando o estado vai ao mercado: uma análise jurídica da intervenção estatal na economia através da atuação da BNDESPAR no mercado de capitais / David Nicolau Alves de Melo. - Recife, 2024.

58 p. : il., tab.

Orientador(a): Luiz Felipe Monteiro Seixas (Graduação) - Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Jurídicas, , 2024.

Inclui referências, anexos.

1. Direito Empresarial . 2. Direito Administrativo . 3. Direito Constitucional . 4. Direito Econômico . 5. Empresas Públicas e Sociedades de Economia Mista. I. Seixas , Luiz Felipe Monteiro . (Orientação). II. Título.

340 CDD (22.ed.)

DAVID NICOLAU ALVES DE MELO

**QUANDO O ESTADO VAI AO MERCADO: UMA ANÁLISE JURÍDICA DA  
INTERVENÇÃO ESTATAL NA ECONOMIA ATRAVÉS DA ATUAÇÃO DA  
BNDESPAR NO MERCADO DE CAPITAIS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Direito da Faculdade de Direito do Recife – Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Aprovado em: 04/10/2024

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Luiz Felipe Monteiro Seixas  
Faculdade de Direito do Recife - Universidade Federal de Pernambuco

---

Profa. Dra. Maria Antonieta Lynch de Moraes  
Faculdade de Direito do Recife - Universidade Federal de Pernambuco

---

Prof. Dr. Pablo Georges Cícero Fraga Leurquin (Examinador Externo)  
Universidade Federal da Paraíba

Esse trabalho é dedicado a todos que acreditam no desenvolvimento econômico nacional, inclusivo e sustentável.

## AGRADECIMENTOS

Minha conquista é uma conquista de muitas mãos e, por isso, não poderia ser sucinto nem que quisesse. Inevitavelmente, o encerramento de um grande ciclo representa um espaço de simbologias emotivas e o presente documento faz parte desse cenário. Se pensar é existir, lembrar é existir duas vezes.

Assim, torna-se impossível escrever tais agradecimentos e não recordar o cheiro de mofo do anfiteatro III, o frio na barriga no ato de levantar a mão para tirar uma dúvida nas aulas de introdução com Parini e do sentimento afável de não entender 9 das 10 palavras lidas de cada um dos inúmeros textos passados nas aulas do primeiro período. Nessa minha existência sou extremamente feliz por ter escolhido a FDR e por ter vivido estes momentos que entre vários outros, fizeram desta casa sonho, pesadelo e sonho novamente.

Início meus agradecimentos destinando um conjunto de palavras carinhosas a todos que fazem a Faculdade de Direito do Recife: aos professores, servidores técnicos e terceirizados que cuidam da nossa casa todos os dias.

Ao deixar o Cariri Cearense em busca desse diploma, deixei o seio de minha casa, mas nunca a deixei em memória e afeto. Agradeço primeiramente a minha mãe Naiza por toda educação, carinho, cuidado, orações e esforços para dar uma vida digna a todos os seus quatro filhos. Apesar do pouco estudo, a senhora nunca se entregou e nunca fugiu de batalhar por todos os seus, mesmo com todas as adversidades que a vida nos apresentou. Agradeço também a meu pai Tadeu pelo carinho e sustento, por ser um grande exemplo de trabalhador, além de ter me dado o convívio de uma família generosa.

Também nutro a mais profunda gratidão a todos os meus irmãos e irmãs - que são muitos, inclusive. Agradeço a minha irmã Genaina por ser uma fortaleza e por cuidar de mamãe, nosso bem mais precioso; a Gê pelo companheirismo e por ligar todas as vezes para saber se estou bem. Ao meu irmão Mateus agradeço por me ensinar a ser responsável, zeloso e pelas duas preciosidades Madalena e Emmir (obrigado por ter vindo me deixar aqui em Recife).

Agradeço também a minha irmã Cynthia pelo carinho, pelo abrigo, pelas inúmeras conversas sobre os assuntos mais variados e pelos meus queridos sobrinhos João e José (sem sua ajuda e a de Júnior eu sequer teria conseguido vir morar aqui); a Estela por toda doçura, por manter as portas abertas quando me refugio em Amaraji e por ter dado a luz a Isa, Lulu e

Rodriguinho; a Tadeuzinho por ser exemplo de alegria, especialista em todo tipo de música e o papai da princesa Teodora.

Também não poderia esquecer dos meus cunhados e cunhadas de tantos momentos em família, farras e alegrias. Agradeço a Júnior por praticamente ter me criado como seu filho mais velho e por ter me acompanhado desde a matrícula; a Rodrigo por ter salvado a minha vida e sempre me receber tão bem em sua casa, a Irene por ser a mais perfeita tradução de boas energias e ser especialista em boas conversas e a Naira por sempre fazer graça em qualquer situação.

Morar e viver em Recife também só foi possível porque tenho a honra de ter uma família generosa. Agradeço a todos os meus tios e tias, especialmente a Tia Rita, Tio Moaci e Tia Côca por terem me acolhido como filho e a Tia Cici por me ajudar na realização dos meus sonhos. Agradeço também aos meus companheiros de praticamente todos os momentos, numa convivência às vezes harmoniosa e às vezes nem tanto: Paulo, Luiz e Marcos. A Fabiano e Carol sou grato por terem me acompanhado no meu primeiro concurso e por torcerem por mim mais do que eu mesmo.

A FDR também me concedeu o afago de conhecer gente de coração enorme. Agradeço a Fefa Pontes por ter sido minha companhia em boa parte desse caminho e a Dona Rejane, pessoa iluminada, que sabe quase tudo da vida e que me abrigou quase toda semana em sua casa.

Aqui fui apresentado aos melhores amigos que eu poderia ter. Essa nota de agradecimento também é dedicada a Alexandre, Brenno, Dante, David, Gustavo, Mateus, João e Abdon, e a todos as noites de alegria vividas na Rua Setúbal, 336.

Agradeço também aos Professores que me acompanharam na FDR, especialmente ao Professor Pedro Parini, cuja cadeira de introdução eu paguei 4 vezes (1 como aluno e 3 como monitor); a Professora Carina Barbosa Gouveia por ter me dado a primeira oportunidade enquanto pesquisador, me ensinado sobre a necessidade de ser responsável e por ter aguentado todas as minhas falhas; a Professora Juliana Teixeira Esteves pelo carinho e amizade e ao meu orientador Professor Luiz Felipe Monteiro Seixas por ter despertado um novo interesse numa matéria que jamais imaginei gostar como o Direito Empresarial.

A Faculdade de Direito do Recife também me possibilitou ter as minhas primeiras oportunidades profissionais no mundo jurídico e nesse ciclo eu fui agraciado com grandes

amizades e grandes oportunidades de aprendizado. Desejo meus sinceros agradecimentos aos amigos do Garcez & Ferreira Advogados, especialmente a Igor, Luciano, Graciliano, Pamilla, Angélica, Bruno, Felipe, Ives, Karina e Taciana.

Igualmente feliz, agradeço a todos aqueles que me acolheram no BNDES. Dirijo-me especialmente a Leonardo Nunes, Leonardo Tenório e Luciana Holanda por compartilharem comigo tarefas, fofocas, amenidades e por terem me incentivado a começar a estudar para os concursos. Viverei feliz em lembrar dos nossos almoços olhando a silhueta dos prédios de Boa Viagem.

Por fim, mas não menos importante, gostaria de eternizar a memória de Escolástica (*in memoriam*), uma das mulheres que tive a grata oportunidade de conviver e de me espelhar - a conclusão desse curso também é fruto do seu esforço e cuidado. Transmito meu carinho e agradecimento às três pessoas que seguem na terra representando a memória dessa grande mulher: seu filho João Gilberto, sua nora Ana Raquel e a princesa Amélia.

## RESUMO

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) desempenha um papel central na condução econômica do Brasil. Este estudo tem como objeto de pesquisa a seguinte questão: a intervenção do Estado no mercado de capitais por meio da BNDESPar beneficia ou prejudica o desenvolvimento desse mercado? A hipótese testada é que a atuação da BNDESPar, desde que realizada em conformidade com as regulamentações do mercado de capitais e os objetivos previstos em sua lei de criação e estatuto, não prejudica o mercado de capitais, mas sim complementa as suas operações, reforçando o desenvolvimento econômico do país. O objetivo geral do estudo é analisar se a atuação do Estado, via BNDESPar, impacta positivamente ou negativamente o mercado de capitais brasileiro. Na condução da pesquisa foi realizada uma revisão bibliográfica conjuntamente da análise de dados obtidos em diferentes estudos, na análise das informações obtidas, a pesquisa traçou como objetivos específicos: revisar a fundação do Sistema BNDES e sua evolução histórica; examinar a ordem econômica e financeira estabelecida na Constituição Federal de 1988 e as diretrizes para a atuação de empresas estatais, com destaque para a Lei das Estatais; analisar a atuação da BNDESPar no mercado de capitais, comparando seu discurso oficial com sua prática real; e avaliar a compatibilidade da intervenção estatal por meio da BNDESPar com as regulamentações e princípios do mercado de capitais. O estudo permite concluir que a relação entre o Sistema BNDES e o mercado de capitais é complexa e colaborativa, não permitindo simplificações sobre seu impacto no sistema financeiro brasileiro.

**Palavras-chaves:** BNDESPAR; Direito e Desenvolvimento; Mercado de Capitais; Intervenção do Estado na Economia; Ordem Econômica e Financeira.

## ABSTRACT

The National Bank for Economic and Social Development (BNDES) plays a central role in Brazil's economic management. This study addresses the following research question: does state intervention in the capital market through BNDESpar benefit or hinder the development of this market? The hypothesis tested is that BNDESpar's actions, provided they comply with capital market regulations and the objectives established in its founding law and statute, do not harm the capital market but instead complement its operations, strengthening the country's economic development. The general objective of the study is to analyze whether the state's actions, through BNDESpar, positively or negatively impact the Brazilian capital market. Accordingly, the specific objectives of the research are: to review the founding of the BNDES System and its historical evolution; to examine the economic and financial order established by the 1988 Federal Constitution and the guidelines for state-owned companies, with emphasis on the State-Owned Enterprises Law; to analyze BNDESpar's role in the capital market, comparing its official discourse with its actual practices; and to assess the compatibility of state intervention via BNDESpar with capital market regulations and principles. The study concludes that the relationship between the BNDES System and the capital market is complex and collaborative, not allowing simplifications about its impact on the Brazilian financial system.

**Keywords:** BNDESPAR; Law and Development; Capital Market; State Intervention in the Economy; Economic and Financial Order

## **LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

FIGURA 1: Rentabilidade da Carteira de Ações do Sistema BNDES	<b>20</b>
FIGURA 2: Desembolsos do Sistema BNDES	<b>30</b>
FIGURA 3: Consultas, aprovações e desembolsos do BNDES (2018-2023)	<b>30</b>
FIGURA 4: Captação mercado de capitais x desembolsos BNDES em % do PIB	<b>40</b>
FIGURA 5: Debêntures e destinação dos recursos	<b>43</b>
FIGURA 6: Emissão de debêntures incentivadas e participação do BNDES	<b>44</b>

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

ADI Ação Direta de Inconstitucionalidade

ANBIMA Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

B3 Brasil Bolsa Balcão

BNDES Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPAR BNDES Participações

CF Constituição Federal

CRI Certificados de Recebíveis Imobiliários

EMBRAMEC Mecânica Brasileira S.A

FIBASE Financiamento e Participações

FINAME Agência Especial de Financiamento Industrial

IBRASA Investimentos Brasileiros S.A

IFD Instituição Financeira de Desenvolvimento

IOF Imposto de Operações Financeiras

LSA Lei das Sociedades Anônimas

PCDOB Partido Comunista do Brasil

SEST Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>14</b>
<b>2 A FUNDAÇÃO DO BNDES E DA BNDESPAR: SEUS PAPEIS E OBJETIVOS NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NACIONAL.....</b>	<b>16</b>
<b>3 OS CONTORNOS JURÍDICOS DA ATUAÇÃO DO ESTADO NO MERCADO: UMA RELAÇÃO DE DISPUTA POLÍTICA.....</b>	<b>22</b>
3.1 A Constituição Econômica de 1988.....	22
3.2 O art.173 da Constituição Federal e sua cláusula aberta.....	27
3.3 O cenário infraconstitucional: o estatuto jurídico das empresas estatais.....	30
<b>4 COMO A BNDESPAR ATUA NO MERCADO DE CAPITAIS.....</b>	<b>35</b>
4.1. Uma breve contextualização do mercado de capitais brasileiro.....	35
4.2. O discurso oficial de atuação da BNDESPAR no mercado de capitais.....	36
4.3. Além do discurso: a atuação efetiva da BNDESPAR no mercado de capitais.....	39
4.4 A atuação do sistema BNDES é prejudicial ao mercado de capitais nacional?.....	41
<b>5 CONCLUSÃO.....</b>	<b>48</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>49</b>
<b>ANEXO A: CARTEIRA DE INVESTIMENTO DA BNDESPAR EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO OU BAIXA LIQUIDEZ.....</b>	<b>54</b>
<b>ANEXO B – CARTEIRA DE INVESTIMENTOS DA BNDESPAR CAPITAL ABERTO.....</b>	<b>58</b>
<b>ANEXO C - TABELA PARTICIPAÇÃO DA CARTEIRA DA BNDESPAR POR SETOR .....</b>	<b>59</b>
<b>ANEXO – D – NÚMERO DE CLIENTES DO BNDES – POR PORTE E POR ANO...60</b>	
<b>ANEXO – E – VALOR E NÚMERO DE OPERAÇÕES COM PRAZO ACIMA DE 20 ANOS.....</b>	<b>61</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A intervenção estatal na economia consiste num tema bastante controverso tanto na área econômica quanto no direito. A história da formação econômica brasileira sempre atribuiu ao Estado uma ampla gama de oportunidades de atuação. Diante da Constituição Federal de 1988 (CF/88), essa atuação ganhou uma maior concorrência do ambiente privado e do terceiro setor<sup>1</sup>.

A partir da segunda metade do século XX, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES) ocupou um papel de relevância na direção econômica do país, atuando com o objetivo de desenvolver o capitalismo brasileiro e construindo as bases para a política econômica de industrialização<sup>2</sup>. Posteriormente, já na década de 1970, o BNDES, através de suas subsidiárias, iniciou sua atuação no mercado de capitais brasileiro.

Em 1982, nasceu a BNDES Participações S/A (BNDESpar), que assumiu o objetivo de fomentar e desenvolver projetos através dos mercados de valores mobiliários, além de atuar com o objetivo de modernizar o mercado de capitais brasileiro.

Diante da importância da tarefa assumida pela estatal, o presente estudo busca analisar juridicamente a atuação da sua subsidiária no mercado de capitais com o objetivo de estabelecer os critérios e resultados desse modo de intervenção estatal na economia. Assim, para conduzir a pesquisa, foi realizada uma revisão bibliográfica em conjunto a uma análise de dados, estes obtidos em diversos órgãos do setor e em diferentes estudos, a fim de responder qual seria a relação entre a atuação da BNDESpar e o mercado de capitais.

Para tanto, o trabalho aborda o contexto constitucional brasileiro, destacando as possibilidades elencadas pela ordem econômica e financeira instituídas na CF/88, passando por uma pequena contextualização da fundação do Sistema BNDES. Além disso, o trabalho aborda o contexto da autonomia gerencial positivada na Lei nº 13.303/2016 (Estatuto Jurídico das Estatais).

Após o delineamento dos contornos jurídicos da intervenção estatal na economia, a pesquisa se debruça em compreender a atuação da BNDESpar no mercado de capitais, tanto sob os aspectos daquilo que é escrito como discurso oficial, quanto o que seria, de fato, da sua

---

<sup>1</sup> BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. O Estado e a Ordem Econômica. In: CLÈVE, Clèmerson Merlin; BARROSO, Luís Roberto (Org.). *Direito Constitucional: constituição financeira, econômica e social*. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 6, 2011, p. 271-287

<sup>2</sup> PAIVA, Márcia de. *BNDES: Um banco de história e do futuro*. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012. p.17

atuação real. Por fim, a análise tenta responder à seguinte pergunta: a intervenção do Estado a partir do BNDESpar é benéfica ou prejudicial, de alguma maneira, ao mercado de capitais?"

## 2. A FUNDAÇÃO DO BNDES E DA BNDESPAR: SEUS PAPEIS E OBJETIVOS NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NACIONAL

O BNDES é uma Empresa Pública brasileira, criada em 1952 no governo do ex-presidente Getúlio Vargas, com o objetivo de impulsionar o desenvolvimento econômico nacional e possibilitar uma política de fomento à industrialização do país. Como já se apresenta expresso em seu próprio nome, o BNDES é uma Instituição Financeira de Desenvolvimento, e este conceito, apesar de não possuir na literatura consenso sobre sua definição, engloba os bancos de desenvolvimento, agências de fomento e agências de crédito à exportação<sup>3</sup>.

Denise Andrade Rodrigues, José Roberto Afonso e Sílvia Maria Paiva caracterizam as Instituições Financeiras de Desenvolvimento da seguinte forma:

Em geral, as IFDs são públicas e costumam ter como foco os financiamentos de projetos de investimentos por meio de empréstimos de longo prazo de maturação. [...] Atuam de forma complementar ao mercado privado e, em sua maioria, operam indiretamente, por meio de instituições financeiras privadas, enquanto outras operam diretamente, também, em segmentos específicos. As IFDs podem ser regionais, nacionais ou multilaterais.<sup>4</sup>

Atualmente, o chamado “Sistema BNDES” é composto por três empresas, sendo elas além do próprio Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social: a Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME, uma empresa pública controlada pelo banco, e a BNDES Participações S/A, uma subsidiária integral da estatal.

A fundação do BNDE<sup>5</sup> na década de 1950 está ligada aos trabalhos da Comissão Mista Brasil - Estados Unidos, um projeto de cooperação internacional realizado no contexto dos anos iniciais da Guerra Fria cujo objetivo principal consistiu em elaborar estudos e projetos de infraestrutura então considerados cruciais para a superação de gargalos do desenvolvimento brasileiro.

---

<sup>3</sup> ALÉM, Ana Cláudia.; FERRAZ, João Carlos.; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 40, dez. 2013. Disponível em: <http://bit.ly/2aAj0nM>. Acesso em: 13 ago. 2024.

<sup>4</sup> RODRIGUES, Denise Andrade; AFONSO, José Roberto; PAIVA, Sílvia Maria. Instituições financeiras de desenvolvimento: revisitando lições das experiências internacionais. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n.48, dez. 2017. p.12 Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13856/1/RB%2048%20IFDs\\_P.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13856/1/RB%2048%20IFDs_P.pdf). Acesso em: 13. ago. 2024.

<sup>5</sup> Originalmente o Banco foi fundado sob o nome de Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDE). Em 1982 como reflexo da integração das preocupações sociais à política de desenvolvimento a instituição passou a se chamar Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

“A ideia original do BNDE era criar um órgão de financiamento da contrapartida. Quando se criou a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, tinha-se em vista organizar um programa de reaparelhamento econômico, dado que a infraestrutura econômica brasileira tinha sido substancialmente delapidada durante a guerra pela escassez de importações e de investimentos. Delapidada em termos de sistema ferroviário, de sistema portuário e de sistema rodoviário. Havia também grande escassez de dois produtos básicos: o cimento e a energia elétrica, insumo básico da industrialização. A Comissão Mista Brasil-Estados Unidos foi uma tentativa, primeiro de planejar esses setores de infraestrutura, e segundo de criar, a rigor, uma técnica de ‘projeto’.”<sup>6</sup>

A necessidade de industrialização do país era evidente: o mesmo tempo que havia diversos empecilhos, o país carecia de infraestrutura básica principalmente nas áreas de transporte e energia elétrica. Dessa forma, antes mesmo de industrializar se fazia necessário desenvolver uma rede básica de projetos indispensáveis ao desenvolvimento da economia nacional<sup>7</sup>.

Dando corpo a essa fundação das bases econômicas do Brasil industrial, estaria o BNDES que além de financiar, seria responsável por desenvolver análises econômicas a fim de entender e buscar soluções aos principais problemas do país. Assim, estariam definidos os objetivos de fundação da instituição que a acompanham até o presente estágio de sua existência: ser o braço de desenvolvimento econômico e modernização do país.

A ideia de modernização econômica por meio da indústria era uma novidade em relação às perspectivas jurídicas nacionais da época. Curiosamente, a Constituição de 1946, vigente na época de fundação do banco, em seu capítulo da ordem econômica e social, não possibilitou maiores preocupações com a industrialização nacional, destinando somente considerações ao desenvolvimento agrícola a partir das possibilidades de reforma agrária. Mais específico era o disposto em seu art. 150, que previa a construção de estabelecimentos de crédito de amparo à lavoura e à pecuária<sup>8</sup>.

A partir da fundação do BNDES, o Estado brasileiro construiu um mecanismo de intervenção econômica voltado às empresas e principalmente à indústria. Nesse primeiro momento, o *funding* do banco era constituído de recursos que viriam do chamado Fundo de

<sup>6</sup> BNDES. *Depoimento de Roberto de Oliveira Campos para o Projeto Memória 30 anos*, BNDES, 2016. 1 vídeo (4 min) Disponível em: <https://youtu.be/qyUbhyQmdC8?si=tLtl7T9y7D4TNm8>. Acesso em: 20 set. 2023.

<sup>7</sup> PAIVA, Márcia de. *BNDES: Um banco de história e do futuro*. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012. p. 17

<sup>8</sup> “Art. 150 - A lei criará estabelecimentos de crédito especializado de amparo à lavoura e à pecuária.”

Reaparelhamento Econômico que funcionava, basicamente, a partir de um adicional sobre o Imposto de Renda<sup>9</sup>.

Se nos primeiros anos o contexto de financiamento estava ligado aos investimentos no setor público, já na década de 60 houve uma reconfiguração do volume, fazendo com que o apoio ao setor privado aumentasse acima de 50% do total<sup>10</sup>. É nessa mesma década que a FINAME, um fundo destinado ao desenvolvimento industrial, torna-se uma Autarquia, surgida com o objetivo de consolidar o parque industrial brasileiro.

Posteriormente, no ano de 1971, o BNDES que também detinha natureza jurídica de autarquia se torna por meio da Lei nº 5.562 uma empresa pública federal baseada na disposição administrativa do estado brasileiro advinda do Decreto-Lei nº 200, de 1967. Nesse momento, o banco constituiu sua personalidade jurídica de direito privado, tornando-se assim uma empresa propriamente dita, contando com uma maior autonomia e flexibilização na sua atuação e definitivamente tornando-se parte do mercado financeiro nacional<sup>11</sup>.

A ideia de atuação no ambiente de mercado foi ainda mais fortalecida na década de 80. Como resultado da fusão de suas subsidiárias criadas ao longo dos anos anteriores, EMBRAMEC, FIBASE e IBRASA<sup>12</sup>, em 1982 nasce a BNDES Participações S/A, braço de capitalização e de participação acionária surgida com o objetivo de fortalecer e modernizar o mercado de capitais nacional.

O surgimento da BNDESpar pode ser visto a partir de nuances complexas. Ao mesmo tempo que transparecia um certo impulso de atuação do Estado no mercado, tendo em vista que a partir da sua fundação o estado brasileiro atuaria na administração de empresas privadas<sup>13</sup>, por outro lado a BNDESpar também estaria atuando enquanto estruturadora de projetos também

---

<sup>9</sup> O chamado Fundo de Reaparelhamento recebia recursos a partir de adicionais sobre o Imposto de Renda e depósitos obrigatórios de parte das reservas técnicas das companhias de seguro e de capitalização tendo existido durante 15 anos.

<sup>10</sup> PAIVA, Márcia de. *BNDES: Um banco de história e do futuro*. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012. p.51

<sup>11</sup> Ver GUEDES, Mariana Mariana Correia. *A política dos campeões nacionais aplicada no Brasil e sua implementação por meio do BNDES período 2004-2014*. 2019. 152f. Tese (Mestrado em Economia). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2019. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/214631>. Acesso em: 05 out. 2023.

<sup>12</sup> Em 1974, o então BNDE constituiu três subsidiárias: a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), a Insumos Básicos S.A. (Fibase) e a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa). No contexto do II PND, cada subsidiária possuía uma posição estratégica setorial. A Embramec era voltada para a indústria de bens de capital, a Fibase para a de insumos básicos e a Ibrasa para a indústria de bens de consumo.

<sup>13</sup> PAIVA, Márcia de. *BNDES: Um banco de história e do futuro*. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012. p. 76

voltados a desestatização. Em 1985, por meio da carteira do BNDES, a holding realiza a primeira grande Oferta Pública de Ações no Brasil.

Assim, embora os primeiros objetivos de atuação da subsidiária de participações estivessem relacionados a uma diminuição das oportunidades de investimentos mediante o financiamento de renda fixa nos anos 80 e a tentativa de dinamizar o mercado de capitais, as nuances possibilitadas pela atuação do BNDESPar apresentou diferentes papéis assumidos pela estatal diante de diferentes projetos nacionais que chegavam ao poder. Nos primeiros anos, sua atividade esteve consolidada aos projetos de desestatização<sup>14</sup>, todavia, a chegada do século XXI trouxe novos impulsos de intervenção estatal nos mercados por meio de uma nova política econômica.

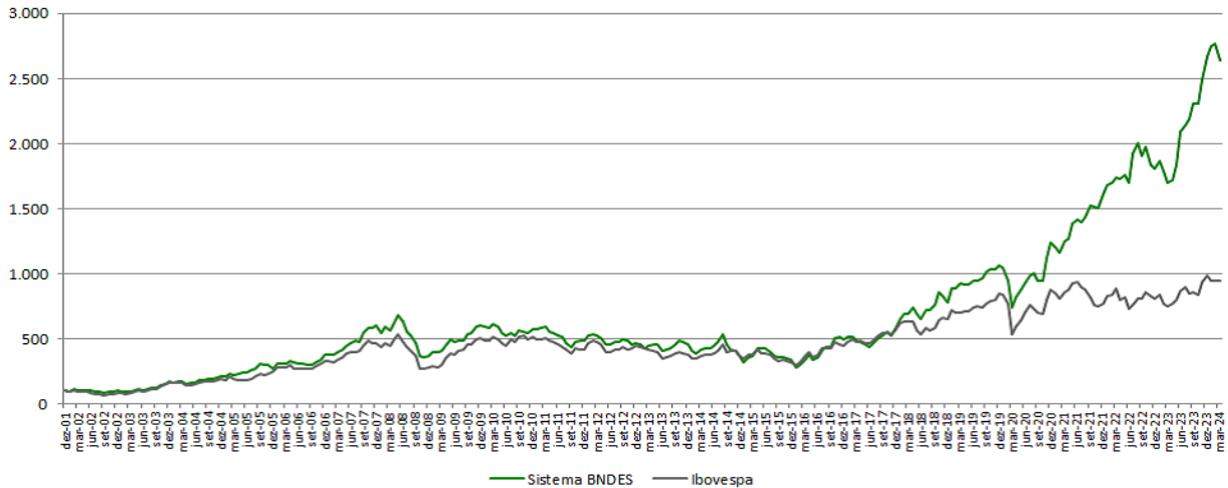
A missão principal da empresa continuou diante do conjunto econômico e financeiro previsto a partir da Constituição Federal de 1988, com o escopo de consolidar o capitalismo nacional no espectro do mercado de capitais, investindo em companhias para o seu respectivo amadurecimento e desinvestindo quando esse objetivo tiver sido alcançado e a partir desse quadro renovando sua carteira de negócios.

Não obstante, debates recentes demonstram que ao longo dos anos 2000, a atuação da subsidiária pôde constituir uma nova etapa do desenvolvimentismo aplicando os mecanismos de governança corporativa como ferramentas para o ativismo estatal.<sup>15</sup> Ademais, o conjunto de resultados possibilitados pela atuação da *holding* demonstram valorização dos seus ativos superiores a outros índices de mercado.

---

<sup>14</sup> Ver VELASCO JR., Licínio. Documento histórico – a privatização no Sistema BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 33, p. 307-382, jun. 2010.

<sup>15</sup> Ver MARINHO, Sarah M. Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v. 14, n° 3, (p. 847-885), set-dez, 2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20.set.2023

**FIGURA 1: Rentabilidade da Carteira de Ações do Sistema BNDES<sup>16</sup>**

A ideia da BNDESPar como ativista na intervenção estatal será aprofundada nos próximos tópicos, no entanto, o que parece ser consenso nos estudos realizados sobre o assunto é que, desde o seu nascimento, há no trabalho da subsidiária uma visível inclinação ao contexto de inovação diante das oportunidades legislativas operacionalizadas nos mercados corporativos<sup>17</sup>.

Ademais, o Sistema BNDES como um todo vivenciou as consequências dos projetos políticos eleitos nas urnas desde o retorno à democracia. O banco foi pautado na década de 90 pelas reformas liberais, assumindo um papel “desestatizante” e retomando nos anos 2000, com

<sup>16</sup> Para melhor comparar com a rentabilidade do índice foi usado o método TWRR (time-weighted rate of return), comumente utilizado no mercado para o cálculo de rentabilidade de fundos de investimento. Este método apresenta a rentabilidade de 100 reais investidos no início do período, permitindo uma fácil comparação com algum benchmark. Ou seja, R\$ 100 investidos em 31/12/2001 seriam, em 31/03/2024, R\$ 2.638 se tivessem sido aplicados na carteira de ações do Sistema BNDES ou R\$ 944 se tivessem sido aplicados no índice Ibovespa. A rentabilidade da carteira considera todas as ações de propriedade do Sistema BNDES, tanto as ações na carteira atual, quanto aquelas totalmente desinvestidas no período da análise. Dados e tabela retirada de <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/resultados-bndespar>. Acesso em: 24.jul.2024

<sup>17</sup> Por inovação diante das oportunidades legislativas nos mercados corporativos destacamos tanto as reformas da LSA a partir do ano de 2001, assim como a atuação da instituição no lançamento de novos produtos financeiros a exemplo do PIBB o primeiro ETF brasileiro e o ECOO11 e os trabalhos realizados em apoio ao mercado de acesso. Sobre essas inovações ver BNDES. *Livro Verde: Nossa história tal como ela é*. Rio de Janeiro: BNDES, 2017, p. 249-251; BORGES, Luis Ferreira Xavier. O acordo de acionistas como instrumento da política de fomento do BNDES: O pólo de Camaçari. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 22, p. 55-92, dez. 2007.

exceção do período de 2016 a 2022, a função de indutor econômico anticíclico, figurando como maior expressão do período a polêmica política de campeãs nacionais<sup>18</sup>.

Desse modo, é possível compreender o Sistema BNDES ao longo da sua história como uma plataforma de fomento econômico com estratégias gerenciais que podem se modificar a partir do projeto político vigente no governo federal.

---

<sup>18</sup> A política das "campeãs nacionais" no Brasil envolveu apoio do BNDES a empresas estratégicas para impulsionar seu crescimento e competitividade global. Embora tenha buscado fortalecer setores-chave, gerou controvérsias sobre alocação de recursos públicos e favorecimento.

### **3. OS CONTORNOS JURÍDICOS DA ATUAÇÃO DO ESTADO NO MERCADO: UMA RELAÇÃO DE DISPUTA POLÍTICA**

A análise jurídica acerca da atuação da BNDESpar no mercado depreende-se primeiramente da necessidade de responder algumas perguntas basilares. Não há como investigar o conteúdo da atuação da subsidiária—sem haver uma investigação acerca das possibilidades e dos limites positivados pelo ordenamento jurídico brasileiro.

Nesse sentido, objetivando compreender quais são os caminhos possíveis para intervenção do Estado na economia, esse tópico buscará introduzir um apanhado constitucional aprofundando a denominada autonomia gerencial disposta na Lei das Estatais, além de apresentar o ciclo de disputas entre políticas intervencionistas e liberais possibilitadas pelos fundamentos constitucionais brasileiros.

#### **3.1 A Constituição Econômica de 1988**

Contextualizar a atuação do Estado na economia a partir da Constituição Federal de 1988 consiste em um interessante desafio. A Constituição Brasileira é eclética e conjuga em favor do modelo capitalista aspectos do liberalismo econômico clássico, assim como aspectos do Estado-Social.<sup>19</sup>

A união de capital e trabalho lança um grande espectro de possibilidades e elenca diversos setores – estado, mercado e terceiro setor – no papel de desenvolver a atividade econômica nacional. Analisando a carga dogmática do texto, é fundamental, nesse ponto, a principiologia do art. 170 que coaduna “propriedade privada, função social da propriedade e livre concorrência.” Tais princípios fornecem uma ilustração acerca do conceito e do conteúdo da Constituição Econômica de 1988.

Apesar da doutrina ainda não firmar orientação segura sobre o que seria o conceito exato de Constituição Econômica, variados estudiosos estimam as bases sobre o tema informando sua variedade de concepções e preceitos.

Para Norbert Reich, a constituição econômica pode assumir diferentes concepções: a) a representação de determinado sistema econômico

---

<sup>19</sup> NUNES, Simone Lahorgue. *Os fundamentos e os limites do poder regulamentar no âmbito do mercado financeiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000. p.41

consagrado pela Carta Magna, regrado a intervenção estatal em uma economia de mercado; b) o conjunto de preceitos constitucionais que encaminham a intervenção estatal em uma determinada direção, delineando suas funções; c) os instrumentos que a Constituição coloca à disposição do Estado para poder concretizar sua intervenção na atividade econômica; d) as extensões e demarcações da intervenção estatal, protegendo os participantes do mercado e os detentores dos meios de produção.<sup>20</sup>

A noção acerca das estruturas que se apresentam numa constituição econômica é importante, mas deve ser acompanhada da ressalva abordada por José Afonso da Silva, que assevera a impossibilidade de pensar a definição empírica de um sistema econômico a partir da normatividade constitucional.

Logo, a Constituição Econômica não representa a realidade material do sistema econômico, mas influencia sua modelagem, legitima a atuação de seus sujeitos, o conteúdo e limites do exercício da atividade econômica<sup>21</sup>. Essa conjuntura do “dever-ser” recebe a nomenclatura de Constituição Econômica Formal.

A preocupação de José Afonso da Silva representa a velha discussão jurídica travada entre a existência da norma e a sua efetividade enquanto realidade social. Na esfera econômica esse debate é ainda mais duradouro, pois representa a adoção de modelos econômicos, métodos e objetivos políticos que o estado se propõe a alcançar. É justamente desse conjunto de influxos entre formalidade e materialidade que se constitui a ordem econômica de um Estado.

Sinteticamente, a constituição econômica formal de 1988 afirma a fundação da ordem econômica nacional nos aspectos de valorização do trabalho humano e na livre iniciativa. Em frente, a Carta aborda seus princípios orientadores: a soberania nacional, a propriedade privada, a função social da propriedade privada, a livre concorrência, a defesa do consumidor, a defesa do meio ambiente, a redução das desigualdades regionais e sociais, a busca pelo pleno emprego e o tratamento favorecido às empresas de pequeno porte e microempresas.

À primeira vista, já é possível identificar a quantidade de temas que são debruçados pela positivação da Carta Magna. Outro aspecto visível consiste no fato de que os princípios congregam mais que orientações, constando no rol-objetivos, os quais pressupõem a

---

<sup>20</sup> AGRA, Walber Moura. A política econômica como instrumento para a realização da constituição econômica. *Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico – RFDFFE*, Belo Horizonte, ano 8, n. 14, p. 161-184, set. 2018/fev. 2019. p.164

<sup>21</sup> SILVA, Jose Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 45. Ed. São Paulo: Editora Juspodivm. p. 811

necessidade de uma ação positiva do Estado a fim de serem atingidos, a exemplo da tarefa de soberania nacional econômica, a redução das desigualdades e o pleno emprego.

Outrossim, a comunhão da propriedade privada e a identificação do respeito a sua função social reproduz a complexidade normativa própria da ordem econômica, formada na especificidade da experiência brasileira por uma tentativa de coexistência de modelos que possibilitem a construção de um Estado de capitalismo mais progressista<sup>22</sup>.

Autores como Agra relembram que a coexistência de normas de diferentes conotações políticas, além de serem comuns diante das constituições econômicas, não representam efetivamente uma quebra de unidade ou da harmonia do sistema.

“As normas de uma ordem econômica não ostentam uma mesma taxionomia, pois coexistem normas de maior conotação liberal e normas de conotação mais intervencionista, havendo, por conseguinte, a preponderância de normas de um dessas matrizes. Esse fator não provoca uma quebra de sua unidade ou funcionalidade, uma vez que a harmonização é conseguida através da ponderação de suas normas, privilegiando as diretrizes que estiverem em consonância com os fatores reais do poder político e econômico.”<sup>23</sup>

Esse conjunto de diferentes ideologias também se espalha nas definições da atuação estatal no domínio econômico apresentado pela CF/88. Dentro dessa esfera, a direção orquestrada pela Carta Magna também pode ser lida de diferentes formas, existindo autores que atestam uma pluralidade de instrumentos da atuação estatal<sup>24</sup>, assim como autores que sustentam a existência de uma diminuição do papel de impulsionamento do Estado ou, ao menos, a implementação de outros atores concorrentes ao Estado.<sup>25</sup>

Assim, a doutrina clássica divide os modos de atuação do Estado no domínio econômico por meio da exploração direta e das atuações normativas e reguladoras. Outra forma de divisão pode ser encartada através da noção da atuação do estado enquanto participante ou interventor. Nessa seara, a exploração direta consiste na possibilidade do estado brasileiro de atuar como

<sup>22</sup> SILVA, Jose Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 45. Ed. São Paulo: Editora Juspodivm. p.812

<sup>23</sup> AGRA, Walber Moura. A política econômica como instrumento para a realização da constituição econômica. *Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico – RFDFFE*, Belo Horizonte, ano 8, n. 14, p. 161-184, set. 2018/fev. 2019. p.168

<sup>24</sup> BERCOVICI, Gilberto. *Constituição econômica e desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005.p.13

<sup>25</sup> BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. O Estado e a Ordem Econômica. In: CLÈVE, Clèmerson Merlin; BARROSO, Luís Roberto (Org.). *Direito Constitucional: constituição financeira, econômica e social*. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 6, 2011. p. 271-287

executor direto de uma atividade econômica, ou seja, pleno participante, restrita nos dizeres constitucionais as situações de segurança nacional e interesse coletivo relevante.

Essa restrição é identificada por grande parte da doutrina como uma atribuição subsidiária da atuação do estado no exercício da atividade econômica, enquanto seu papel primordial estaria nas funções interventivas (atuação normativa e reguladora).

No aspecto de execução direta da atividade econômica, as empresas estatais e suas subsidiárias são as ferramentas mais relevantes dessa atuação. Apesar da Constituição atribuir a tais empresas o mesmo tratamento das pessoas jurídicas de direito privado, na prática as estatais vivenciam uma sistemática dúplice, estando afetas também ao exercício de atividades próprias da administração pública, como o dever de contratar por licitação, a sujeição aos tribunais de contas e no caso da união a coordenação exercida pela Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais (SEST).

Dentro do panorama de debate político do exercício da atividade econômica diretamente pelo estado, as empresas estatais são constantemente questionadas a respeito de sua lucratividade, eficiência e governança.

Por sua vez, a atuação normativa e reguladora dispõe sobre a capacidade de legislar, fiscalizar, incentivar e planejar a atividade econômica. Diante de cada uma dessas funções residem importantes questionamentos e ponderações. Acerca da função legislativa, as discussões se referem ao que já fora tratado parágrafos acima sobre a relação entre formalidade e materialidade da norma e a economia.

O contexto de fiscalização elenca o combate à concentração de atividade econômica principalmente encartado na esfera da defesa da concorrência. Há também a concretização do respeito ao direito dos consumidores e a necessidade de boa prestação dos serviços privados aos seus usuários.

No que tange as funções de incentivo e planejamento, a disputa em torno da liberdade do mercado em face da atuação estatal ganha o tema das discussões. A função de incentivo se refere ao fomento, remontando a busca pelo desenvolvimento produtivo a fim de concretização dos princípios e objetivos da República, muitas vezes atacada pelo discurso do livre mercado e da possibilidade da atuação estatal em valorizar certos grupos econômicos em detrimento de outros.

Por fim, a noção de planejamento consiste na organização de planos e projetos com expectativas de alcance a objetivos futuros<sup>26</sup>. Novamente, a disputa em torno do planejamento se refere a possibilidade de agravo a livre iniciativa, além do temor relativo à memória dos entes privados acerca das economias planejadas de ideologia socialista. Nesse contexto, muitos autores se debruçaram nos debates sobre a obrigatoriedade de seguimento aos planos relativos a tal função e nesse deslinde, a Constituição definiu a eficácia das funções de planejamento enquanto determinantes ao setor público e indicativa aos setores privados.

A observação da quantidade de debates e pontos de vistas diferentes no contexto da ordem econômica constitucional brasileira revela o grau de disputa que existe em sua materialidade. Apesar da coexistência de normas divergentes não significar, por si só, um texto desarmônico, o debate exercitado no panorama nacional suscita uma busca pelos verdadeiros sentidos expostos na constituição econômica formal, que quando repassados à materialidade se apresentam como um retalho de políticas econômicas divergentes às quais constituem uma espécie de ciclo momentâneo, alternando perspectivas intervencionistas e liberalizantes.

A partir desse ciclo é concebida uma disputa: por um lado, autores criticam os ciclos liberalizantes definindo a Constituição Econômica de 1988 como expressão de uma perspectiva progressista, desenvolvimentista e informando que as políticas liberais e os projetos legislativos mais aproximados desta ideologia representam uma ruptura ou até mesmo uma inconstitucionalidade.

Por outro lado, teóricos críticos dos ciclos políticos mais interventivos atestam a prejudicialidade da intromissão estatal além das falhas de mercados. Reclamam da atuação direta estatal sinalizando tal fato como inobservância ao princípio da livre iniciativa, destacam que a atuação direta produz disparidades no mercado e retratam a necessidade de respeito ao princípio da eficiência e da busca por uma extrema responsabilidade fiscal.

Os citados debates são comuns quando se trata de discussões econômicas, principalmente no cenário posterior à guerra fria. No entanto, o terreno constitucional movido de 1988 contém elementos que amplificam tais discussões, os quais devem ser considerados.

---

<sup>26</sup> AGRA, Walber de Moura; RIBEIRO, Ana Carolina Cardoso Lobo Ribeiro. O Papel do planejamento no processo de industrialização. *R. Fórum Dir. fin. e Econômico – RFDDE*. Belo Horizonte, ano 9, n. 17, p. 105-129, mar./ago. 2020

### 3.2 O art.173 da Constituição Federal e sua cláusula aberta

Desde sua formulação, a Constituição de 1988 se apresenta como uma arena política entre as classes dominantes e as classes populares diante do difícil processo de redemocratização do país. O autor Alysson Mascaro sintetiza essa dinâmica do processo de redemocratização como causa do presente modelo institucional:

“[...] embora claramente postule conquistas sociais e aberturas novas no plano social, político e jurídico, o movimento de redemocratização, na década de 1980, age descoordenadamente nas fissuras do modelo político-econômico em ruínas, sem dele extrair um novo modelo, que fosse de visão majoritariamente social e democratizante tanto na prática político-econômica quanto nas postulações jurídicos-institucionais”<sup>27</sup>

O modelo jurídico nacional de atuação do estado na economia apresenta detalhes normativos que consagraram a valsa econômica brasileira das últimas quatro décadas. No caso da atuação direta do estado brasileiro na execução da atividade econômica esse importante detalhe se encontra no artigo 173 da Carta Constitucional.

Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

Dentre as hipóteses de exploração direta da atividade econômica definidas no plano constitucional, o relevante interesse coletivo consiste numa abertura permissiva a diferentes compreensões econômicas, podendo haver interpretações extensivas do que seria o relevante interesse coletivo, assim como interpretações restritivas.

Assim, o caráter constitucional da exploração da atividade econômica também se torna mais um exemplo de disputa política. Nesse sentido, é interessante abordar o debate eivado na pergunta de se a tese do desenvolvimento econômico consiste em um princípio implícito da ordem constitucional.

Dentro desse questionamento, Chaves e Dalcastel exemplificam a presença da ideia de “princípio da garantia da aplicação dos meios necessários ao desenvolvimento”<sup>28</sup> previsto nas

<sup>27</sup>MASCARO, Alysson Leandro. *Crítica da Legalidade e do Direito Brasileiro*. 3ª Edição. Quartier Latin: São Paulo, 2003. p.176

<sup>28</sup> CHAVES, Vinicius Figueiredo; DALCASTEL, Márcia Bataglin. Economia, direito e desenvolvimento: análise das participações societárias da BNDESPAR. *Argumentum*, Vitória, v. 6, n. 2, p. 166-181, jul./dez. 2014.

Constituições de Portugal e Moçambique e fazem a análise de se essa principiologia poderia ser aplicada ao exemplo brasileiro.

Contextualizando tal possibilidade com a atuação acionária da BNDESpar, os autores concluem que há espaço no constitucionalismo pátrio para o fundamento de que a CF/88 “alçou a ideia de desenvolvimento ao patamar de valor supremo da sociedade brasileira” cuja realização deve ser instrumentalizada numa “perspectiva de direcionamento de recursos para potencialização das reformas econômicas e sociais de que o país necessita.”<sup>29</sup>. Todavia, segundo os autores, também é possível visualizar a possibilidade de arguição de uma “inconstitucionalidade normativa”, resultado de uma interpretação literal do art. 173 da Constituição Federal, que compreende o papel do Estado na economia como subsidiário, havendo uma restrição a sua atividade de estado-empresário cuja atuação da BNDESpar poderia ser considerada uma reestatização (ou estatização) de empresas<sup>30</sup>.

Desse modo, o conceito aberto de “relevante interesse coletivo” funciona como um aval dado pela Constituição de 1988 para que o país experimente diferentes formas de concepção da política econômica. Tal abertura diante das variadas possibilidades de interpretação, apesar de não representar, *per si* uma quebra da unidade do texto constitucional, requer uma maturidade política que, até o momento, não foi experienciada no Brasil.

Francisco José de Oliveira Vianna, ainda nos anos 30 do século passado, dividia o processo de formação do pensamento político e jurídico brasileiro em duas categorias de idealismo: o idealismo utópico e o idealismo orgânico. Em sua classificação, Oliveira Vianna definia que o tipo chamado de idealismo utópico corresponderia a uma representação da realidade que não levaria em conta os dados da experiência, por sua vez, o idealismo orgânico seria formado a partir da experiência, da observação do povo e do meio<sup>31</sup>.

---

ISSN-e 2176-9575. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4949694>. Acesso em: 20 set. 2023.

<sup>29</sup> CHAVES, Vinicius Figueiredo; DALCASTEL, Márcia Bataglin. Economia, direito e desenvolvimento: análise das participações societárias da BNDESPAR. *Argumentum*, Vitória, v. 6, n. 2, p. 166-181, jul./dez. 2014. ISSN-e 2176-9575. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4949694>. Acesso em: 20.set.2023

<sup>30</sup> CHAVES, Vinicius Figueiredo; DALCASTEL, Márcia Bataglin. Economia, direito e desenvolvimento: análise das participações societárias da BNDESPAR. *Argumentum*, Vitória, v. 6, n. 2, p. 166-181, jul./dez. 2014. ISSN-e 2176-9575. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4949694>. Acesso em: 20.set.2023

<sup>31</sup> OLIVEIRA VIANNA, Francisco José de. *O idealismo da constituição*. 2ª edição. Companhia Editora Nacional: Rio de Janeiro, 1939. p.303-317

Para o autor, o constitucionalismo brasileiro estaria impregnado pelo idealismo utópico, sendo este o grande pecado nacional de sua época e razão única para que, ao longo de um século de independência, o Brasil não poder apresentar ao mundo alguma coisa realmente organizada “nem a nossa vida econômica, nem a nossa vida social, nem a nossa vida política.”<sup>32</sup> Quase cem anos depois e passados mais de 30 anos da Constituição Federal de 1988, a crítica de Oliveira Vianna ainda parece sintetizar elementos presentes no debate contemporâneo.

A quadra histórica da vigência da Constituição Federal de 1988 apresentou, na prática, políticas econômicas descontínuas, demonstrando um verdadeiro cenário de fragilidade da política econômica que não consegue se tornar instrumento efetivo de mudança social<sup>33</sup>.

A atuação do sistema BNDES é um exemplo fático desse fenômeno fundamentado na ordem econômica constitucional: a curva de desembolsos da instituição demonstra a divergência entre o ciclo político da década de 90, a política estratégica de desestatização construída pelo governo Collor e continuada pelo governo Fernando Henrique Cardoso, e o ciclo desenvolvimentista dos governos Lula e Dilma.

Entre os anos de 1997 e 1999, o BNDES desembolsou cerca de R\$ 19 bilhões anualmente, passando nos anos 2000 e 2001 para o patamar de R\$ 26 bilhões. Dez anos depois, a quantia de desembolsos da instituição chegou a aproximadamente R\$ 190 bilhões. Após o ciclo dos governos Lula e Dilma, o sistema retomou o patamar anterior reduzindo drasticamente sua participação nos governos Temer e Bolsonaro. Os gráficos abaixo demonstram o ciclo de rupturas que expressam os diferentes grupos políticos que governaram o país ao longo dos últimos 30 anos.

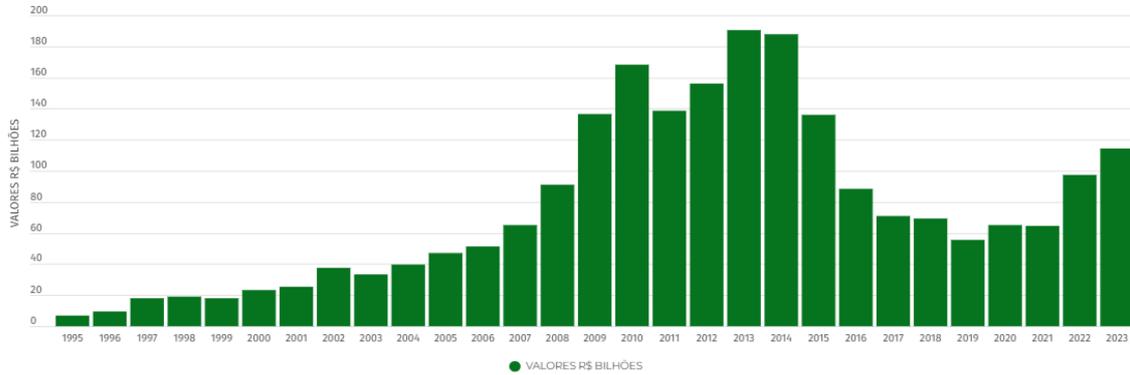
---

<sup>32</sup> OLIVEIRA VIANNA, Francisco José de. *O idealismo da constituição*. 2ª edição. Companhia Editora Nacional: Rio de Janeiro, 1939. p.303-317

<sup>33</sup> MASCARO, Alysson Leandro. *Crítica da Legalidade e do Direito Brasileiro*. 3ª Edição. Quartier Latin: São Paulo, 2003. p.176

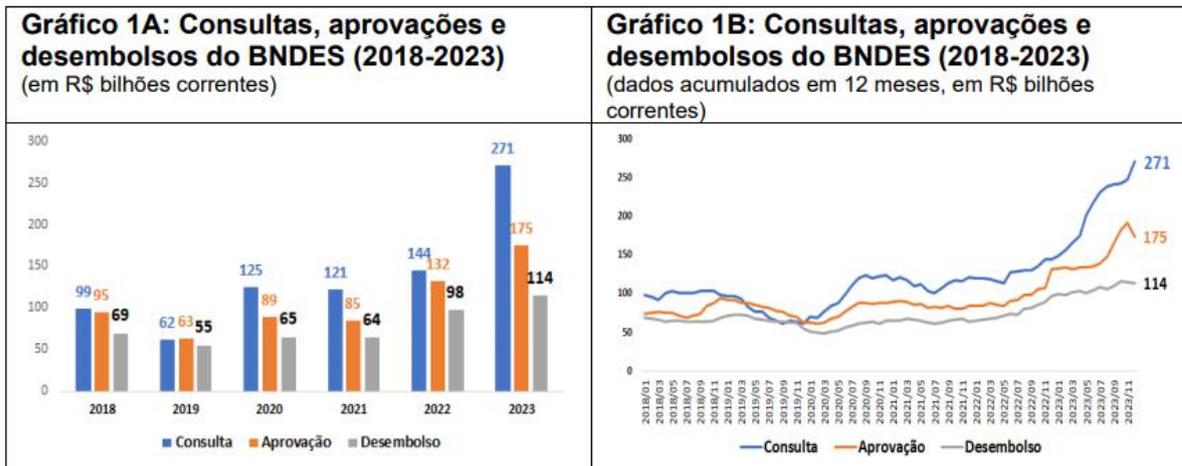
**FIGURA 2: Desembolsos do Sistema BNDES**

DESEMBOLSOS SISTEMA BNDES 1995-2023



Fonte: Elaboração própria com dados do BNDES

**FIGURA 3: Consultas, aprovações e desembolsos do BNDES (2018-2023)**



Fonte: BNDES

Fonte: Dados e Gráficos do BNDES

### 3.3 O cenário infraconstitucional: o estatuto jurídico das empresas estatais

Seguindo lógica parecida da cláusula aberta identificada na definição da ordem econômica e financeira na Constituição Federal de 1988, a Lei 13.303/2016 fundamentou o

corpo de decisões estratégicas das estatais sob a batuta do que é nomeado por parte dos doutrinadores jurídicos de autonomia gerencial<sup>34</sup>.

O conceito é definido a partir da interpretação do artigo 89 da referida Lei:

Art. 89. O exercício da supervisão por vinculação da empresa pública ou da sociedade de economia mista, pelo órgão a que se vincula, não pode ensejar a redução ou a supressão da autonomia conferida pela lei específica que autorizou a criação da entidade supervisionada ou da autonomia inerente a sua natureza, nem autoriza a ingerência do supervisor em sua administração e funcionamento, devendo a supervisão ser exercida nos limites da legislação aplicável.<sup>35</sup>

Essa autonomia descrita pela lei como inerente a sua natureza deve ser entendida como a atuação das estatais sob o ditame de um planejamento estratégico, e da governança comum as companhias empresariais, refletidas a partir dos objetivos que constam na sua lei de autorização e no seu estatuto.

O Estatuto Jurídico das Empresas Estatais, surgido após as turbulências políticas de 2016, possui um grande intento de possibilitar a atuação técnica no comando e na direção das empresas públicas e sociedades de economia mista:

O grande exemplo desse interesse de possibilitar o avanço técnico em detrimento da política está relacionada à restrição da nomeação de diretores que sejam titulares de algum cargo público ou que tenham atuado, nos três anos anteriores, na estrutura decisória de partido político ou na organização e na realização de campanha eleitoral.

Entretanto, essa restrição também não se isentou de discussões teóricas e jurídicas, a exemplo do que foi tratado na ADI 7331 que buscava declarar a inconstitucionalidade dos incisos I e II do §2º do artigo 17 da referida lei, julgada improcedente em maio de 2024 pelo Supremo Tribunal Federal.

Art. 17. Os membros do Conselho de Administração e os indicados para os cargos de diretor, inclusive presidente, diretor-geral e diretor-presidente, serão escolhidos entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento, devendo ser atendidos, alternativamente, um dos requisitos das alíneas “a”, “b” e “c” do inciso I e, cumulativamente, os requisitos dos incisos II e III:  
§ 2º É vedada a indicação, para o Conselho de Administração e para a diretoria:

<sup>34</sup> CARVALHO, Matheus. *Manual de Direito Administrativo*. 11.ed.,ver.,atual. e ampl. São Paulo: JusPodivm, 2023. p.244

<sup>35</sup> BRASIL. *Lei Nº 13.303, de 30 de junho de 2016*. Brasília. DF: Presidência da República, 2024. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm). Acesso em: 20.set.2023.

I - de representante do órgão regulador ao qual a empresa pública ou a sociedade de economia mista está sujeita, de Ministro de Estado, de Secretário de Estado, de Secretário Municipal, de titular de cargo, sem vínculo permanente com o serviço público, de natureza especial ou de direção e assessoramento superior na administração pública, de dirigente estatutário de partido político e de titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados do cargo; II - de pessoa que atuou, nos últimos 36 (trinta e seis) meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado a organização, estruturação e realização de campanha eleitoral;

A ADI protocolada pelo Partido Comunista do Brasil (PCdoB) foi fundamentada na compreensão de que o artigo criou exigências desproporcionais e discriminações inconstitucionais contra pessoas que atuam na esfera governamental e política<sup>36</sup>.

Um dos argumentos tratados no julgamento consistiu no debate entre a criminalização da política e a acusação de que os dispositivos traziam um tecnicismo pouco inspirado em valores democráticos. O Ministro Flávio Dino, que votou pela inconstitucionalidade dos incisos, pontuou que a lei seria uma punição a quem faz campanha política, “o que não condiz com a democracia”<sup>37</sup>. Em outro momento, o Ministro afirmou que a formação técnica e a aprovação por concurso não asseguram totalmente o fim da corrupção na Administração Pública e, por isso, dirigentes partidários poderiam participar de cargos de direção em estatais. Ele lembrou que se a questão técnica “blindasse a corrupção, não existiriam juízes corruptos, que vendem sentenças”<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). *ADI 7331*. Direito Administrativo e Empresarial. Ação direta de inconstitucionalidade. Vedações à assunção de cargos diretivos em Empresas estatais. Normas que densificam o direito fundamental à boa administração. Restrições que se inserem no espaço de conformação do legislador. Pedido julgado improcedente. Medida cautelar deferida há mais de um ano. Necessidade de evitar alterações abruptas na Administração das companhias. Caracterização de razões de segurança jurídica e excepcional interesse social. Preservação das nomeações realizadas sob a égide do comando liminar. Relator: Min. Ricardo Lewandovsky. Disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/ADI7331DECISaOadreferendum.pdf>. Acesso em: 20 set. 2023.

<sup>37</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). *ADI 7331*. Direito Administrativo e Empresarial. Ação direta de inconstitucionalidade. Vedações à assunção de cargos diretivos em Empresas estatais. Normas que densificam o direito fundamental à boa administração. Restrições que se inserem no espaço de conformação do legislador. Pedido julgado improcedente. Medida cautelar deferida há mais de um ano. Necessidade de evitar alterações abruptas na Administração das companhias. Caracterização de razões de segurança jurídica e excepcional interesse social. Preservação das nomeações realizadas sob a égide do comando liminar. Relator: Min. Ricardo Lewandovsky. Disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/ADI7331DECISaOadreferendum.pdf>. Acesso em: 13 ago. 2024.

<sup>38</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). *ADI 7331*. Direito Administrativo e Empresarial. Ação direta de inconstitucionalidade. Vedações à assunção de cargos diretivos em Empresas estatais. Normas que densificam o direito fundamental à boa administração. Restrições que se inserem no espaço de conformação do legislador. Pedido julgado improcedente. Medida cautelar deferida há mais de um ano. Necessidade de evitar alterações

O presente trabalho não se ocupa da análise jurídica da decisão do STF: o que interessa nesse exemplo é demonstrar o contexto do “espírito legislativo” da Lei nº 13.303/2016 e suas reverberações no debate político da atualidade.

Baseado no mesmo espírito de evitar aparelhamento político nas estatais e aprofundar o trabalho técnico, a ideia de autonomia gerencial também coaduna com a liberdade de interpretações possibilitadas pela CF/88 e novamente o contexto de disputa de significados adentra ao escopo legislativo.

Buscando efetivar significados mais claros sobre essa autonomia gerencial, a definição dada por Mauro Santos Silva<sup>39</sup> parece adequada:

“A empresa estatal deve dispor de autonomia gerencial para perseguir os objetivos associados às suas atividades econômicas. Cabe ao Estado, na condição de proprietário e mediante atuação do conselho de administração, atuar no âmbito da definição das estratégias e dos objetivos de interesse geral, conectando a racionalidade empresarial com os propósitos de interesse social que determinaram a sua constituição.”

Novamente o embate entre as políticas econômicas entra mais uma vez como destaque. Assim, a norma denota uma textura aberta cuja disputa política define a atuação do Estado brasileiro no mercado. Nos últimos anos, a ideia de autonomia gerencial possibilitou tanto uma estratégia de políticas indutoras de desenvolvimento, a exemplo do aumento da carteira de participações do sistema BNDES, quanto o processo de desfazimento dessa carteira sob o governo Bolsonaro<sup>40</sup>.

Além de estarem sobre o regramento da Lei das Estatais, as empresas públicas constituídas sob a forma de sociedade anônima e as sociedades de economia mista devem se submeter à Lei 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas. A aplicação da

---

abruptas na Administração das companhias. Caracterização de razões de segurança jurídica e excepcional interesse social. Preservação das nomeações realizadas sob a égide do comando liminar. Relator: Min. Ricardo Lewandovsky. Disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/ADI7331DECISaOadreferendum.pdf>. Acesso em: 13 ago. 2024.

<sup>39</sup> SILVA, Mauro Santos. Governança Corporativa e Desempenho Econômico: análise das diretrizes propostas pela OCDE para empresas estatais. *IPEA Boletim de Análise Político-Institucional*, n. 15, Jul.-Dez. 2018. Disponível em: [https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8638/1/BAPI15\\_Cap5.pdf](https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8638/1/BAPI15_Cap5.pdf). Acesso em: 20.set.2023.

<sup>40</sup> Somente no primeiro trimestre de 2019, primeiro ano de governo Bolsonaro, a BNDESPAR vendeu R\$ 4,7 bilhões em ações na bolsa. A venda massiva da carteira foi questionada por vários economistas. Em balanço divulgado no ano de 2024 a instituição aponta para uma perda de R\$ 34 bilhões em dividendos correspondentes a venda das ações da Vale e da Petrobrás.

LSA voltada às estatais não possui grandes mistérios, delineando o caráter de pessoa jurídica de direito privado às quais esses entes possuem.

Ao cabo, a análise tanto do quadro legislativo gerencial das estatais, quanto dos fundamentos constitucionais brasileiros permitem a compreender o amparo de políticas estratégicas e econômicas de maior intervencionismo ou de menor intervencionismo no mercado.

Assim, não há nenhum óbice jurídico a atuação da BNDESpar, enquanto braço do Estado no controle acionário de empresas, desde que sujeita normalmente aos regramentos da LSA e dos mercados que vier integrar, respeitando seus procedimentos internos definidos nos seus regulamentos, coadunados de forma a executar seus objetivos definidos na sua lei de criação e estatuto.

Entretanto, o cenário de disputa política e a ausência de estratégias de longo prazo impactam em ciclos de rupturas que não possibilitam uma maior concretização dos objetivos delineados nos escopos da legislação constitucional e infraconstitucional.

#### 4. COMO A BNDESPAR ATUA NO MERCADO DE CAPITAIS

Uma vez analisado o histórico de fundação da BNDESPar, seus objetivos programáticos e os contornos jurídicos possibilitados pela legislação constitucional e infraconstitucional de intervenção do Estado no mercado, é possível agora partir para a análise da atuação da BNDESPar na teoria e na prática. Nesse sentido, algumas perguntas motivadoras organizarão os caminhos do presente estudo versando sobre a realidade da sua atuação, o cumprimento dos objetivos diante da estratégia desenvolvida pela empresa e o impacto positivo ou negativo dessa atuação no mercado de capitais.

##### 4.1. Uma breve contextualização do mercado de capitais brasileiro

A capitalização através dos mercados de capitais é uma das maiores características do capitalismo moderno. Nos últimos anos, o mercado acionário global tem movimentado bilhões de dólares, dinamizando cada vez mais a quantidade de companhias listadas nas bolsas.

Em comparação ao mercado de capitais global, o Brasil ainda não possui uma expressividade ou amadurecimento, apesar de viver um momento de forte ampliação das operações realizadas por companhias<sup>41</sup>, além do aumento de investidores individuais na bolsa, que, conforme dados divulgados pela B3 no ano de 2022, já alcançou mais de 5 milhões de investidores individuais pessoas físicas.<sup>42</sup>

**TABELA 1: número de emissores por ano no mercado de capitais**

ANO	Nº DE EMISSORES
2012	466
2013	498
2014	500
2015	394
2016	398
2017	537

<sup>41</sup> SANTA CRUZ, André. *Manual de Direito Empresarial*. Volume único. 13. ed., ver.e ampl. São Paulo: Editora JusPodivm, 2023. p. 427-437

<sup>42</sup> MARCOLINO, Marcelo. *Efetividade da ação estatal no domínio econômico: a atuação da BNDESPAR como agente de estado no fomento ao mercado de capitais brasileiro*. 2019. 54 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração Pública) – FGV, Rio de Janeiro, 2019. p. 24. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28762>. Acesso em: 20 set 2023.

2018	720
2019	899
2020	830
2021	1494
2022	1190

FONTE: Elaboração própria com dados da Anbima

Dessa forma, no que se refere ao contexto do mercado de valores mobiliários, apesar da baixa expressividade em relação ao panorama global, o atual contexto do mercado doméstico é de amplo crescimento, o que pode ser respaldado em diversos dados. A título de exemplo, a capitalização bursátil da B3 passou de pouco mais de R\$ 840 bilhões ao final de 2004 para aproximadamente R\$ 4,1 trilhões no segundo semestre de 2019<sup>43</sup>.

Além disso a tabela acima reflete o aumento exponencial do número de emissões realizadas pelas companhias no mercado de capitais nacional nos últimos 10 anos. Diante desses números, diferentes estudos buscam explicar se o aumento do número de emissores no mercado doméstico possui relação com uma baixa do mercado de crédito, mais especificamente com uma baixa nos desembolsos do Sistema BNDES.

Enquanto pesquisadores como Carrasco e Freitas defendem que o florescimento do mercado de capitais nos últimos anos possui uma intrínseca relação entre o decréscimo de desembolsos realizados pelo Sistema BNDES<sup>44</sup>, autores como Barboza demonstram que não existem elementos concretos para justificar tal narrativa<sup>45</sup>. Essa discussão será retomada mais a frente, quando tratarmos especificamente da relação da BNDESPar e sua atuação diante dos objetivos de desenvolvimento do mercado.

## 4.2. O discurso oficial de atuação da BNDESPAR no mercado de capitais

<sup>43</sup> MARCOLINO, Marcelo. *Efetividade da ação estatal no domínio econômico: a atuação da BNDESPAR como agente de estado no fomento ao mercado de capitais brasileiro*. 2019. 54 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração Pública) – FGV, Rio de Janeiro, 2019. p. 25. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28762>. Acesso em: 20 set 2023.

<sup>44</sup> Ver CARRASCO, V; FREITAS, G. Crédito direcionado e produtividade: o PSI como exemplo. In: MENDES, Marcos (org.). *Para não esquecer: políticas que empobrecem o Brasil*. Rio de Janeiro: Autografia, 2022.

<sup>45</sup> BARBOZA, R et al. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.

Seguindo as considerações abordadas no Livro Verde do BNDES<sup>46</sup>, a atuação do Sistema BNDES no mercado de renda variável segue os seguintes objetivos:

- Contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais promovendo outras fontes de financiamento de longo prazo;
- Combinar renda fixa e renda variável para oferecer mecanismos de apoio flexíveis a nossos clientes;
- Ampliar nossa sustentabilidade financeira, uma vez que os retornos financeiros em renda variável auxiliam na composição da rentabilidade do Banco;
- Contribuir para a concretização dos planos de investimento das empresas brasileiras, fortalecendo sua estrutura de capital;
- Suprir falhas de mercado, investindo em empresas e setores que não têm acesso a investidores;
- Incentivar boas práticas de gestão e governança pelas empresas apoiadas;
- Realizar investimentos com foco em inovação e em pequenas e médias empresas.

Todos esses objetivos estão amplamente coligados com os objetivos descritos no estatuto social da BNDESPar e reforça o contexto estratégico da companhia e de suas estruturas decisórias.

A fim de possibilitar a concretização de tais escopos, há uma sequência lógica da estruturação das operações realizadas pela subsidiária. Tal sequência consiste em investimento, acompanhamento do ativo e desinvestimento.<sup>47</sup>

O trabalho desenvolvido por Sarah Morganna Matos Marinho conseguiu condensar o modelo básico de operações de renda variável desenvolvida pela BNDESPar após a década de 1990, a partir de entrevistas com os funcionários da estatal

“Idealmente, o investimento inicial ocorreria em companhias fechadas, embora, a depender do projeto, companhias abertas também possam ser beneficiadas. Se a companhia é fechada, a BNDESPAR assina com ela um acordo de acionistas forte, que permite veto em decisões empresariais sensíveis, indicação de representantes seus ao conselho de administração e/ou fiscal e garante-lhe estratégias contratuais de saída. Passou também a vir o prazo para a abertura de capital como condicionalidade para o investimento,

---

<sup>46</sup> BNDES. *Livro Verde: Nossa história tal como ela é*. Rio de Janeiro: BNDES, 2017, p. 233.

<sup>47</sup> MARCOLINO, Marcelo. *Efetividade da ação estatal no domínio econômico: a atuação da BNDESPAR como agente de estado no fomento ao mercado de capitais brasileiro*. 2019. 54 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração Pública) – FGV, Rio de Janeiro, 2019. p. 24. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28762>. Acesso em: 20 set 2023.

previsto no próprio acordo de acionistas, que exige listagem em algum dos segmentos especiais da BM&FBovespa (normalmente Novo Mercado ou Bovespa Mais). Entre as estratégias de saída contratuais passaram a ser impostas opções de venda (put option) contra os controladores, com o estabelecimento de reservas de capital para garanti-la, e/ou preferência para as ações da BNDESPAR na oferta pública inicial, além do tradicional tag along pelo mesmo valor das ações de controle.<sup>48</sup>”

O estudo de Marinho demonstra a existência teórica<sup>49</sup> de 3 fases básicas no amadurecimento da companhia que será investida, os tipos de controle de riscos em cada fase estão amparados pelas possibilidades de acordo entre acionistas previsto na LSA.

Assim, quando a companhia ainda é fechada, ela se encontra na fase 1 e, nesse momento, o investimento da BNDESPAR é realizado e controlado por meio de um acordo entre acionistas forte; por sua vez caso a companhia já esteja listada em bolsa, dependendo do seu grau de governança corporativa a BNDESPAR faz seu investimento a partir de um acordo entre acionistas intermediário; por último, a fase 3 é a fase de desinvestimento – no entanto, a BNDESPAR pode também realizar investimento com a empresa já nessa fase, sendo que a atuação da subsidiária nessa fase, em tese, consiste numa menor participação de controle, havendo cláusulas para regular a diluição da participação da subsidiária.<sup>50</sup>

A pesquisa também relaciona que, a depender do projeto, as condições impostas pela subsidiária podem variar. Ademais, há uma atenção aos investimentos já iniciados a partir da fase 3 em que a BNDESPAR “leva suas companhias ao mercado de capitais exatamente para facilitar o desinvestimento – aumentando suas perspectivas de retorno sobre o investimento.”<sup>51</sup>”

---

<sup>48</sup> MARINHO, Sarah M.Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v.14, nº3, (p.847-885), set-dez,2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20 set 2023

<sup>49</sup> A autora denomina essas fases de BNDESPAR IN BOOKS ver MARINHO, Sarah M.Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v.14, nº3, (p.847-885), set-dez,2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20 set 2023

<sup>50</sup> MARINHO, Sarah M.Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v.14, nº3, (p.847-885), set-dez,2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20.set.2023

<sup>51</sup> MARINHO, Sarah M.Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v.14, nº3, (p.847-885), set-dez,2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em:

Desse modo, a conclusão da autora diante do modelo da BNDESpar *in books*, delinea a pressuposição lógica da estratégia de atuação a partir do ciclo investimento – acompanhamento – desinvestimento, em que teoricamente as fases 1 e 2 consistem numa participação ativa e intervencionista, e na fase 3 uma participação passiva prestes ao desinvestimento e renovação da carteira.

Corroborando o cenário de discurso oficial da estatal abordado na pesquisa aqui referenciada, a Estratégia Corporativa 2018-2023 divulgada pelo BNDES também condiz com a perspectiva *in books* vocalizada pelo trabalho da autora. Tal documento projetou como cenário de atuação um destaque para debêntures incentivadas, aprimoramento de práticas de governança e o desinvestimento de posições maduras em ações.<sup>52</sup>

#### 4.3. Além do discurso: a atuação efetiva da BNDESPAR no mercado de capitais

Uma vez realizada a abordagem acerca dos objetivos e da forma de atuação prevista pela subsidiária, é necessário analisar se a atuação efetiva no terreno do mercado condiz com os objetivos e a tese oficial da companhia.

Novamente, o trabalho de Marinho se revela uma fonte interessante acerca da utilização das ferramentas societárias pela BNDESpar. A autora denomina a atuação efetiva da companhia como “BNDESpar in action” ao investigar se há similaridade entre o discurso oficial e a prática<sup>53</sup>.

Diante dos dados obtidos pela autora, o retrato da atuação da “BNDESpar in action” entre 2011 e 2014 encontra parcial similaridade com a tese de investimento ativo, maturação e pacificação da atuação acionária. Por outro lado, há também perspectivas de atuação intervencionista em companhias que já estão maduras no mercado de capitais.

“O retrato “BNDESPAR in action” apresentado pela consolidação das suas carteiras entre 2011 e 2014 mostrou que isso é parcialmente verdade. É significativo o número de companhias que receberam participações

---

<https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20.set.2023

<sup>52</sup> Tal estratégia fora lançada no governo Bolsonaro adotando políticas voltadas a uma menor intervenção na economia, incluindo a venda de ações da carteira do BNDES, como parte de sua estratégia, embora essa abordagem seja alvo de debates sobre seus impactos econômicos e sociais.

<sup>53</sup> MARINHO, Sarah M.Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v.14, nº3, (p.847-885), set-dez,2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20.set.2023

originariamente passivas, assim como daquelas em que a BNDESPAR parece não mais fazer uso ostensivo das suas participações ativas após o ingresso no mercado de capitais. Contudo, também são expressivas as companhias com evidências mais fortes de participação ativa efetiva da BNDESPAR mesmo sendo abertas para negociação pública. A despeito dos resultados e das externalidades positivas que podem estar associados a tais investimentos, as companhias em que eles ocorreram certamente não estão entregues às forças do mercado. Isso oferece um espaço concreto para um ativismo estatal capaz de influenciar a estratégia de empresas privadas e públicas no Brasil, mostrando que o Estado dos anos 2000 ainda pode ser bastante desenvolvimentista.”<sup>54</sup>

A conclusão da autora observa que tais participações acionárias mantidas em atividade ostensiva são frutos de políticas voltadas a um maior intervencionismo estatal assentados sobre bases heterodoxas. Nesse contexto, é interessante lembrar que, nos anos 2000, duas políticas industriais com forte teor desenvolvimentista foram lançadas pelo governo brasileiro: a Política de Desenvolvimento Produtivo no Governo Lula e o Plano Brasil Maior<sup>55</sup> lançado no governo Dilma Roussef.

Em outra ponta de análise, outros resultados percebidos pela atuação da BNDESPAR nos anos posteriores a 2014 são interessantes para a percepção de sua atividade. Verificando não mais o ativismo da companhia, mas sim os resultados da sua atividade enquanto investidora, o trabalho de Marcelo Marcolino especifica que as companhias investidas pela subsidiária apresentam uma maior liquidez e uma menor volatilidade nas suas ações, compactuando com os objetivos da instituição<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup> MARINHO, Sarah M. Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v.14, nº3, (p.847-885), set-dez, 2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20.set.2023

<sup>55</sup> Sobre o contexto dessas políticas ver ABDI. *Contribuições para a Política de Desenvolvimento Industrial, de Inovação e de Comércio Exterior - 2011/2014*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2014.; ABDI. *Plano Brasil Maior: Conselhos de competitividade setoriais*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2014. COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos; NASSIF, André; OLIVA, Rafael. Industrial policy and economic transformation. In: SANTISO, Javier; DAYTON-JOHNSON, Jeff. *The Oxford Handbook of Latin America Political Economy*. New York: The Oxford University Press, 2012. p. 100-133. Disponível em: [https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=HwtpAgAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA100&dq=Industrial+policy+and+economic+transformation&ots=E0SMFfG5BP&sig=2bRmiFCfP8H5PW8hhV\\_8eT8\\_yF8#v=onepage&q&f=false](https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=HwtpAgAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA100&dq=Industrial+policy+and+economic+transformation&ots=E0SMFfG5BP&sig=2bRmiFCfP8H5PW8hhV_8eT8_yF8#v=onepage&q&f=false). Acesso em: 20.set.2023

<sup>56</sup> MARCOLINO, Marcelo. *Efetividade da ação estatal no domínio econômico: a atuação da BNDESPAR como agente de estado no fomento ao mercado de capitais brasileiro*. 2019. 54 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração Pública) – FGV, Rio de Janeiro, 2019. p. 24. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28762>. Acesso em: 20.set.2023.

Na especificidade dos dados obtidos a partir da amostragem de sua pesquisa, o trabalho de Marcolino utilizou como indicadores: o tamanho; a liquidez das ações e emissões da BNDESpar comparadas as demais emissões do mercado; a estabilidade e a governança.

O trabalho demonstrou que a BNDESpar foi vendedora em 7,0% das ofertas, que em geral tiveram um preço médio maior que o restante do mercado, por representar 11,5% do volume total. Além disso, os indicadores de governança seguiram a média do restante do mercado. Por fim, os indicadores de estabilidade e volatilidade demonstraram uma maior liquidez e uma estabilidade acima da média a partir de uma maior participação no varejo possibilitada pela atuação da subsidiária.<sup>57</sup>

Diante desses resultados, é possível compreender que a intervenção do Estado na economia, por intermédio da BNDESpar, cumpre com os objetivos da instituição, havendo um aumento ou diminuição do seu ativismo conforme a política estratégica vigente. Todavia, apesar do cumprimento dos objetivos ainda importa esclarecer se essa intervenção se apresenta de forma salutar ao ambiente do mercado de capitais ou se a relação do Sistema BNDES rivaliza com captação do mercado de valores mobiliários doméstico.

#### **4.4 A atuação do sistema BNDES é prejudicial ao mercado de capitais nacional?**

Em continuidade as investigações acerca da intervenção do estado na economia um dos mais importantes temas da atualidade versa sobre uma suposta oposição entre o Sistema BNDES e o mercado de capitais<sup>58</sup>. Esse debate deriva de um embate ainda maior que sempre acompanhou a disputa entorno do desenvolvimentismo e da economia de livre mercado de matriz neoliberal.

Para os autores mais coligados a perspectiva liberal, a participação do estado por meio de seus recursos seria um dos sintomas de um mercado de capitais não desenvolvido e de sistemas de menor qualidade de governança<sup>59</sup>. Na conjuntura econômica nacional, a diminuição

---

<sup>57</sup> MARCOLINO, Marcelo. *Efetividade da ação estatal no domínio econômico: a atuação da BNDESPAR como agente de estado no fomento ao mercado de capitais brasileiro*. 2019. 54 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração Pública) – FGV, Rio de Janeiro, 2019. p. 24. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28762>. Acesso em: 20.set.2023.

<sup>58</sup> BARBOZA, R et al. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.

<sup>59</sup> SANTA CRUZ, André. *Manual de Direito Empresarial*. Volume único. 13.ed., ver.e ampl. São Paulo: Editora JusPodivm, 2023. p. 427-437.

de desembolsos do BNDES e o aumento da captação no mercado de valores mobiliários domésticos tem corroborado com o discurso de que a atuação do estado não é positiva, ou até mesmo seria prejudicial ao surgimento de um mercado doméstico desenvolvido.<sup>60</sup>

Alguns estudos também sugerem a existência de um relevante efeito *crowding-out* a partir das políticas de crédito do BNDES, existindo uma rivalidade entre o mercado subsidiado e direcionado realizado pelo Banco e a capitalização empresarial da bolsa de valores<sup>61</sup>.

Argumentam esses autores que o resultado desse efeito *crowding-out* representaria uma fuga de investimento privado e que, além disso, os desembolsos e investimentos realizados pelo BNDES não constituem uma promoção real ao setor produtivo nacional. Dessa maneira, não seria possível comprovar que os recursos estariam sendo aplicados de fato ao setor produtivo nacional<sup>62</sup>.

Factualmente condiz com a realidade a diminuição de desembolsos do Sistema BNDES e a forte expansão das captações de recursos no mercado de capitais nacional. No ano de 2012 os desembolsos do banco de desenvolvimento representavam 3.2% do PIB do país, em 2013 houve um crescimento que foi interrompido a partir do ano seguinte, passando a sucessivas diminuições até chegar a 1% do PIB no ano de 2022<sup>63</sup>. Ao mesmo passo, as captações via bolsa de valores subiram exponencialmente após o ano de 2015 alcançando 5.5% do PIB em 2022<sup>64</sup>. O gráfico abaixo demonstra essa série histórica.

---

<sup>60</sup> Ver CARRASCO, V; FREITAS, G. Crédito direcionado e produtividade: o PSI como exemplo. In: MENDES, Marcos (org.). *Para não esquecer: políticas que empobrecem o Brasil*. Rio de Janeiro: Autografia, 2022.

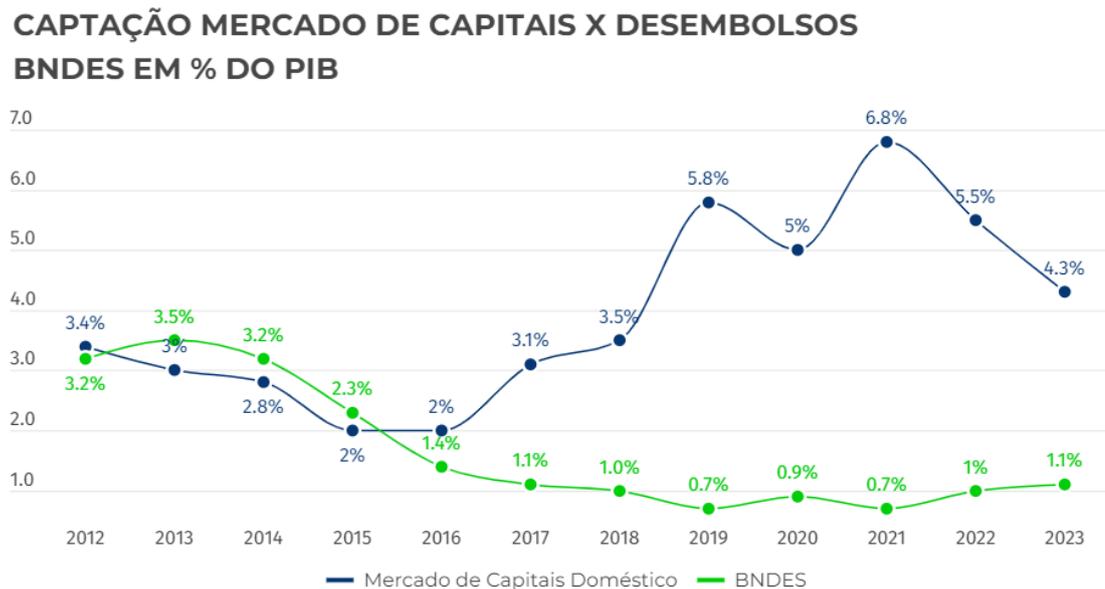
<sup>61</sup> SALVADOR, Pedro Ivo Camacho Alves. O efeito *crowding-out* via BNDES no mercado brasileiro, no século XXI. *Revista Espacios*: V. 38 n°61, p.8, 2017. ISSN 07981015 Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14254/2/O%20efeito%20crowding-out%20via%20BNDES%20no%20mercado%20brasileiro,%20no%20s%C3%A9culo%20XXI\\_P\\_BD.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14254/2/O%20efeito%20crowding-out%20via%20BNDES%20no%20mercado%20brasileiro,%20no%20s%C3%A9culo%20XXI_P_BD.pdf). Acesso em: 20.set.2023

<sup>62</sup> SALVADOR, Pedro Ivo Camacho Alves. O efeito *crowding-out* via BNDES no mercado brasileiro, no século XXI. *Revista Espacios*: V. 38 n°61, p.8, 2017. ISSN 07981015 Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14254/2/O%20efeito%20crowding-out%20via%20BNDES%20no%20mercado%20brasileiro,%20no%20s%C3%A9culo%20XXI\\_P\\_BD.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14254/2/O%20efeito%20crowding-out%20via%20BNDES%20no%20mercado%20brasileiro,%20no%20s%C3%A9culo%20XXI_P_BD.pdf). Acesso em: 20.set.2023

<sup>63</sup> Dados obtidos em BARBOZA, R et al. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.

<sup>64</sup> Dados obtidos em BARBOZA, R et al. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.

**FIGURA 4: CAPTAÇÃO MERCADO DE CAPITAIS X DESEMBOLSOS BNDES EM % DO PIB**



Fonte: Dados do BNDES, ANBIMA, IBGE gráfico de elaboração própria

Conquanto os dados façam parte da realidade, a interpretação de que tais números representam uma rivalidade entre BNDES e mercado de capitais ou a sugestão de que tais índices corroboram com a tese de que o banco é prejudicial aos investimentos via bolsa de valores é exagerada.

Pesquisas demonstram que o Sistema BNDES ainda possui um importante papel de fomento econômico e que seu protagonismo no mercado de crédito não cria condições de rivalidade ao mercado de capitais. Há, inclusive sinais de complementariedade, principalmente nos períodos de crise<sup>65</sup>.

Tais estudos construíram a respectiva tese a partir da análise de 5 diferenças principais: 1) a diferença entre os clientes do BNDES e os emissores do mercado doméstico; 2) a diferença na destinação objetiva dos recursos; 3) a diferença nos prazos dos empréstimos; 4) a diferença

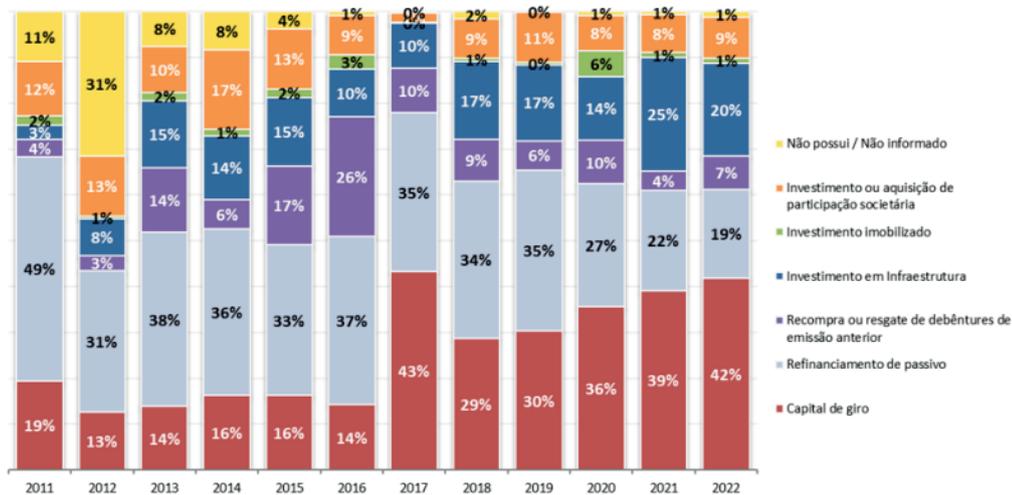
<sup>65</sup> BNDES. *O BNDES e o mercado de capitais. Estudos Especiais do BNDES*. Edição nº6.2023. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFol\\_215926\\_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFol_215926_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf). Acesso em: 20.set.2023.

entre as sensibilidades dos ciclos econômicos e 5) as relações dos benefícios fiscais por trás dos instrumentos de crédito do mercado de capitais.<sup>66</sup>

A primeira diferença analisada concluiu que há uma grande diferença entre o universo de clientes do sistema BNDES e do mercado de capitais. Nesse quesito, o número de novos emissores na bolsa não condiz ao número de empresas que deixaram de utilizar o banco como fonte de recursos. Ademais, a diminuição de clientes do BNDES por porte leva a compreensão de que essa queda no número de clientes é na realidade um resultado da retração de investimentos as micro, pequenas e médias empresas, as quais também não aparentam ter obtido investimento através do mercado de capitais nacional.<sup>67</sup>

Por sua vez, a segunda diferença abordada no estudo demonstra a disparidade de destinação de recursos, na qual os valores desembolsados pelo Banco voltam-se ao fomento produtivo, enquanto a maior parte dos valores do mercado de capitais, debêntures e emissões primárias, se dirigem a capital de giro e refinanciamento do passivo<sup>68</sup>.

**FIGURA 5: DEBÊNTURES E DESTINAÇÃO DOS RECURSOS (% DO VOLUME DE DEBÊNTURES DOMÉSTICAS)**



<sup>66</sup> BARBOZA, R et al. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.

<sup>67</sup> BARBOZA, R et al. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.

<sup>68</sup> PEREIRA, Thiago Rabelo; MITERHOF, Marcelo. Trindade. *Debêntures de infraestrutura: qual fração do custo fiscal é transferida aos projetos?*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 143), 2019. 40 p. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/18601>. Acesso em: 05.out.2023.

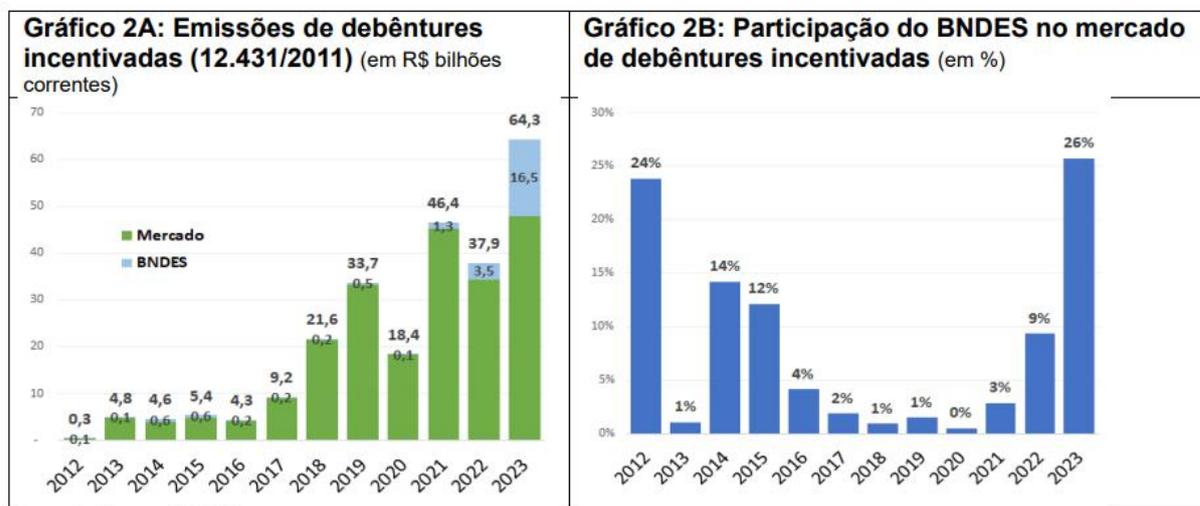
Fonte: Dados da ANBIMA gráfico elaborado por Ricardo de Menezes Barboza, Letícia Magalhães da Costa; Thiago Rabelo Pereira; Ernani Teixeira Torres Filho; Noberto Montani Martins e Victor Líbera

Outro importante aspecto demonstrado no estudo trata-se das diferenças dos prazos dos empréstimos, na qual historicamente o BNDES foi o destino de contratações com prazos maiores e que das operações atuais realizadas pelo mercado de capitais que superam 20 anos, aproximadamente 17% possuem a atuação do banco com a assunção do risco<sup>69</sup>.

Por fim, outras duas análises presentes na pesquisa fornecem aspectos importantes da participação não só do BNDES, mas sim da estrutura do Estado como um todo em relação ao desenvolvimento do mercado de capitais visualizado nos últimos anos.

O primeiro aspecto se refere aos benefícios fiscais existentes nos instrumentos de crédito do mercado de capitais. Tais benefícios se referem a isenção no imposto de renda das debêntures incentivadas e das CRIs, as isenções de IOF e a destinação de no mínimo, 52% dos recursos captados pelo Sistema Brasileiro Poupança e Empréstimo para operações no Sistema Financeiro de Habitação<sup>70</sup>.

**FIGURA 6: EMISSÃO DE DEBÊNTURES INCENTIVADAS E PARTICIPAÇÃO DO BNDES**



Fonte: Anbima e BNDES

Fonte: Dados da ANBIMA e BNDES gráfico do BNDES

<sup>69</sup> Dados obtidos em: BARBOZA, R et al. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.

<sup>70</sup> PEREIRA, Thiago Rabelo; MITERHOF, Marcelo Trindade. Uma nota sobre a eficiência fiscal das debêntures incentivadas em infraestrutura no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 75, n. 2, p. 245-265, 2021.

Tais incentivos demonstram que, apesar de existir uma necessidade maior de investigação sobre a relação desses benefícios fiscais, a atuação estatal impactou em certa medida no aumento exponencial da utilização do mercado de capitais doméstico como fonte de captação de recursos. Além disso, é importante citar que desde 2017 o BNDES deixou de utilizar taxas subsidiadas a exemplo da taxa de juros de longo prazo<sup>71</sup>.

O segundo aspecto importantíssimo gira em torno da atuação anticíclica que é característica dos bancos de desenvolvimento. Nesse sentido, por estar intimamente ligado ao ciclo econômico, os mercados de capitais não possuem ferramentas anticíclicas, os quais são instrumentos de política econômica dos estados<sup>72</sup>.

Dados de 2023 podem demonstrar uma certa complementariedade entre o BNDES e o mercado de capitais a partir da nuance entre movimento anticíclico e cíclico. Conforme número divulgados pela Anbima, o volume de emissões da totalidade de instrumentos de mercado de capitais (renda fixa, renda variável e instrumentos híbridos) no período janeiro a agosto de 2023 foi 36% inferior ao do mesmo período de 2022.<sup>73</sup>

Por sua vez, já no BNDES, observa-se um movimento bem diferente. No mesmo período, as consultas das empresas ao banco, que refletem as intenções de busca por financiamentos, atingiu R\$ 183,6 bilhões, o que representa um crescimento de 111% frente ao mesmo período de 2022.<sup>74</sup>

Acerca das interpretações desses números é importante fazer uma breve ponderação: se de um lado os dados geram uma hipótese de complementariedade, de outro eles também podem ilustrar uma reação do mercado ao novo governo. Desse modo, a partir da descrença aos rumos econômicos do governo Lula e sua relação com o mercado de capitais e considerando as

---

<sup>71</sup> A taxa de juros de longo prazo do BNDES, conhecida como TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo), era uma taxa de referência utilizada pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para calcular os juros aplicados em seus empréstimos de longo prazo. Essa taxa era historicamente mais baixa do que as taxas de mercado, visando a estimular o financiamento de projetos de investimento de grande porte, promovendo o desenvolvimento econômico e a geração de empregos. A TJLP foi substituída pela Taxa de Longo Prazo (TLP) em 2017, como parte de uma reforma na política de financiamento do BNDES.

<sup>72</sup> Sobre a defesa do papel anticíclico dos bancos de desenvolvimento ver STIGLITZ, J. E. The role of the state in financial markets. In: *World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement*, 1993, p. 19–61.

<sup>73</sup> BNDES. O BNDES e o mercado de capitais. *Estudos Especiais do BNDES*. Edição nº6.2023. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFoI\\_215926\\_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFoI_215926_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf). Acesso em: 20.set.2023.

<sup>74</sup> BNDES. O BNDES e o mercado de capitais. *Estudos Especiais do BNDES*. Edição nº6.2023. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFoI\\_215926\\_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFoI_215926_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf). Acesso em: 20.set.2023.

políticas de industrialização que concederam crédito com subsídios implícitos via BNDES a busca pelo mercado de crédito tenderia a ser uma janela de oportunidade.

## 5. CONCLUSÃO

O presente estudo buscou realizar uma análise jurídica da intervenção do estado na economia através da atuação da BNDESpar no mercado de capitais. A revisão bibliográfica e a análise dos dados revelam que a atuação do Sistema BNDES como um todo é complexa e envolve uma série de nuances.

Em primeiro lugar, a fórmula eclética da ordem econômica e financeira abordada pela Constituição Federal de 1988 permitem momentos de maior intervencionismo ou de menor intervencionismo no mercado. Assim, não há nenhum óbice jurídico a atuação da BNDESpar, enquanto braço do estado no controle acionário de empresas, desde que sujeita normalmente aos regramentos da Lei das Sociedades Anônimas e dos mercados que vier integrar, respeitando seus procedimentos internos definidos nos seus regulamentos coadunados de forma a executar seus objetivos definidos na sua lei de criação e estatuto.

Nesse caminho, a atuação da BNDESpar no mercado de capitais esteve alinhada com seus objetivos estratégicos, muito embora o discurso oficial sugira uma abordagem de investimentos seguindo fases de investimento, amadurecimento e desinvestimento da carteira, a realidade mostra que a BNDESpar também atua como braço de intervenção política de maior grau ou de menor grau impostas por estratégias adaptáveis às políticas em vigor.

Ademais, a intervenção do Estado por meio da BNDESpar não parece prejudicar o mercado de capitais, revelando que essa relação é mais de complementariedade do que antagônica. Nesse contexto, o estudo demonstra que apesar das diferenças cruciais entre o papel desempenhado pelo BNDES e o mercado de capitais, ambos têm funções distintas na promoção do desenvolvimento econômico. Especificamente a atuação anticíclica do BNDES é essencial para fornecer fomento estabilizado em momentos de crise, algo que o mercado de capitais não pode oferecer existindo uma complementariedade entre os dois sistemas.

Portanto, a análise não indica que a atuação do Sistema BNDES seja prejudicial ao mercado de capitais nacional, mas sim que ambos desempenham papéis complementares na promoção do desenvolvimento econômico do país. Tornando-se importante considerar a complexidade dessa relação e a impossibilidade de tecer generalizações simplistas sobre seu impacto no mercado financeiro brasileiro.

## REFERÊNCIAS:

- ABDI. *Contribuições para a Política de Desenvolvimento Industrial, de Inovação e de Comércio Exterior - 2011/2014*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2014.
- ABDI. *Plano Brasil Maior: Conselhos de competitividade setoriais*. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2014.
- AGRA, Walber de Moura. A política econômica como instrumento para a realização da constituição econômica. *Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico – RFD FE*, Belo Horizonte, ano 8, n. 14, p. 161-184, set. 2018/fev. 2019. p.164
- ALÉM, Ana Cláudia.; FERRAZ, João Carlos.; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 40, dez. 2013. Disponível em: <<http://bit.ly/2aAj0nM>>. Acesso em: 13 ago. 2024.
- BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. O Estado e a Ordem Econômica. In: CLÈVE, Clèmerson Merlin; BARROSO, Luís Roberto (Org.). *Direito Constitucional: constituição financeira, econômica e social*. Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 6, 2011.
- BARBOZA, Ricardo de Menezes; COSTA, Letícia Magalhães da; PEREIRA, Thiago Rabelo; TORRES FILHO, Ernani Texeira; MARTINS, Noberto Montani; LÍBERA, Victor. *O BNDES e o mercado de capitais: esclarecimentos para o debate público no Brasil*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 153), 2023. p.23. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/23225>. Acesso em: 05.out.2023.
- BNDES. *Livro Verde: Nossa história tal como ela é*. Rio de Janeiro: BNDES, 2017.
- BNDES. O BNDES e o mercado de capitais. *Estudos Especiais do BNDES*. Edição nº6.2023. Disponível em: [https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFol\\_215926\\_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/23425/1/PRFol_215926_BNDES%20e%20mercado%20de%20capitais.pdf). Acesso em: 20.set.2023.
- BNDES. *Depoimento de Roberto de Oliveira Campos para o Projeto Memória 30 anos*, BNDES, 2016. 1 vídeo (4 min) Disponível em: <https://youtu.be/qyUbhyQmdC8?si=tLtl7T9y7D4TNm8>. Acesso em 20 set.2023.

BRASIL. Constituição. *Constituição da República Federativa do Brasil. 1945*. Disponível em: <http://www.pla-nalto.gov.br>. Acesso em: 20 set. 2023.

BRASIL. *Constituição da República Federativa do Brasil. 1988*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 22 jun. 2014.

BRASIL. *Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Brasília, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil-03/leis/l6404consol.htm>.

BRASIL. *Lei Nº 13.303, de 30 de junho de 2016*. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm). Acesso em: 20.set.2023.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). *ADI 7331*. Direito Administrativo e Empresarial. Ação direta de inconstitucionalidade. Vedações à assunção de cargos diretivos em Empresas estatais. Normas que densificam o direito fundamental à boa administração. Restrições que se inserem no espaço de conformação do legislador. Pedido julgado improcedente. Medida cautelar deferida há mais de um ano. Necessidade de evitar alterações abruptas na Administração das companhias. Caracterização de razões de segurança jurídica e excepcional interesse social. Preservação das nomeações realizadas sob a égide do comando liminar. Relator: Min. Ricardo Lewandovsky. Disponível em: <https://www.stf.jus.br/arquivo/cms/noticiaNoticiaStf/anexo/ADI7331DECISaOadreferendum.pdf>. Acesso em: 20 set. 2023.

BORGES, Luis Ferreira Xavier. O acordo de acionistas como instrumento da política de fomento do BNDES: O polo de Camaçari. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 22, p. 55-92, dez. 2007.

CARRASCO, Vinícius; FREITAS, Guilherme Marçal de. Crédito direcionado e produtividade: o PSI como exemplo. In: MENDES, Marcos (org.). *Para não esquecer: políticas que empobrecem o Brasil*. Rio de Janeiro: Autografia, 2022.

CARVALHO, Matheus. *Manual de Direito Administrativo*. 11.ed.,ver.,atual. e ampl. São Paulo: JusPodivm, 2023.

CHAVES, Vinicius Figueiredo; DALCASTEL, Márcia Bataglin. Economia, direito e desenvolvimento: análise das participações societárias da BNDESPAR. *Argumentum*, Vitória, v. 6, n. 2, p. 166-181, jul./dez. 2014. ISSN-e 2176-9575. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4949694>. Acesso em: 20.set.2023

COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos; NASSIF, André; OLIVA, Rafael. Industrial policy and economic transformation. In: SANTISO, Javier; DAYTON-JOHNSON, Jeff. *The Oxford Handbook of Latin America Political Economy*. New York: The Oxford University Press, 2012. p. 100-133.

COUTINHO, Luciano Galvão. A crise e as múltiplas oportunidades de retomada do desenvolvimento industrial do Brasil. In: PRADO, Luiz Carlos Delorme; LASTRES, Helena Maria Martins. (Org.). *Estratégias de desenvolvimento, política industrial e inovação: ensaios em memória de Fabio Erber*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2014. p. 81-101.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica*. 15. ed., rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2012.

LAZZARINI, Sergio Giovanetti. *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LAZZARINI, Sergio Giovanetti; MUSACCHIO, Aldo. Leviathan as a Minority Shareholder: a study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. *Harvard Business School BGIE Unit Working Paper*, n. 11-073, jan. 2011. Disponível em: <http://www.dx.doi.org/10.2139/ssrn.1745081>. Acesso em: 25 jun. 2014.

MARCOLINO, Marcelo. *Efetividade da ação estatal no domínio econômico: a atuação da BNDESPAR como agente de estado no fomento ao mercado de capitais brasileiro*. 2019. 54 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração Pública) – FGV, Rio de Janeiro, 2019. p. 24. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28762>. Acesso em: 20.set.2023.

MARINHO, Sarah Morganna Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. *Revista DireitoGV*, São Paulo, v.14, n°3, (p.847-885), set-dez,2018. DOI <https://doi.org/10.1590/2317-6172201832>. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/GknDxV5q6h68RmMG3JWXBLm/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 20.set.2023

MASCARO, Alysson Leandro. *Crítica da Legalidade e do Direito Brasileiro*. 3ª Edição. Quartier Latin: São Paulo, 2003

NUNES, Simone Lahorgue. *Os fundamentos e os limites do poder regulamentar no âmbito do mercado financeiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

OLIVEIRA VIANNA, Francisco José de. *O idealismo da constituição*. 2ª edição. Companhia Editora Nacional: Rio de Janeiro, 1939

PEREIRA, Thiago. Rabelo; MITERHOF, Marcelo. Trindade. *Debêntures de infraestrutura: qual fração do custo fiscal é transferida aos projetos?*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (Textos para discussão; 143), 2019. 40 p. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/18601>. Acesso em: 05.out.2023.

PEREIRA, Thiago. Rabelo; MITERHOF, Marcelo. Trindade. Uma nota sobre a eficiência fiscal das debêntures incentivadas em infraestrutura no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, Rio de Janeiro, v. 75, n. 2, p. 245-265, 2021.

SALVADOR, Pedro Ivo Camacho Alves. O efeito crowding-out via BNDES no mercado brasileiro, no século XXI. *Revista Espacios*: V. 38 nº61, p.8, 2017. ISSN 07981015

Disponível em:

[https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14254/2/O%20efeito%20crowding-out%20via%20BNDES%20no%20mercado%20brasileiro,%20no%20s%C3%A9culo%20XXI\\_P\\_BD.pdf](https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/14254/2/O%20efeito%20crowding-out%20via%20BNDES%20no%20mercado%20brasileiro,%20no%20s%C3%A9culo%20XXI_P_BD.pdf). Acesso em: 20.set.2023

SANTA CRUZ, André. *Manual de Direito Empresarial*. Volume único. 13.ed., ver.e ampl. São Paulo: Editora JusPodivm, 2023. p. 427-437.

SILVA, Jose Afonso da. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 45. Ed. São Paulo: Editora Juspodivm.

SILVA, Mauro Santos. Governança Corporativa e Desempenho Econômico: análise das diretrizes propostas pela OCDE para empresas estatais. *Boletim de Análise Político-Institucional*, n. 15, Jul.-Dez. 2018. Disponível em:

[https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8638/1/BAPI15\\_Cap5.pdf](https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/8638/1/BAPI15_Cap5.pdf). Acesso em: 20.set.2023.

STIGLITZ, Joseph. Eugene. The role of the state in financial markets. In: *World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement*, 1993, p. 19–61.

TORRES, Ernani Teixeira Filho; MARTINS, Noberto Montani; MACAHYBA, Luiz. *Crédito corporativo de longo prazo no Brasil: do BNDES à intermediação privada?* Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2021.

**ANEXO A: CARTEIRA DE INVESTIMENTO DA BNDESPAR EMPRESAS DE  
CAPITAL FECHADO OU BAIXA LIQUIDEZ**

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>% Capital</b>	<b>Ano de ingresso no capital</b>
AMATA NA CIDADE S.A.	Papel e Celulose	18,54%	2022
COMPANHIA LORENZ	Alimentos/Bebidas	5,84%	2020
MESBLA S.A.	Varejo	**	2020
MOTORADIO S.A. COMERCIAL E INDUSTRIAL	Cadeia automotiva	**	2020
NOVA AMÉRICA S.A.	Bens de consumo	6,50%	2020
PIRÂMIDES BRASÍLIA S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Varejo	**	2020
TRANSPARANA S.A.	Logística/Transporte	**	2020
TREVISA INVESTIMENTOS S.A. (EX-TREVO INV. S.A.)	Diversos	12,94%	2020
USINA SANTA OLIMPIA - IND. DE FERRO	Siderurgia/Metalurgia	**	2020
VLI S/A	Logística/Transporte	8,00%	2020
BLOCKBIT TECNOLOGIA S.A.	TI	23,27%	2019
BRASILIANA PARTICIPAÇÕES S/A	Energia Elétrica	53,85%	2015
ROCHA TERMINAIS PORTUÁRIOS E LOGÍSTICA S.A.	Logística/Transporte	17,86%	2015
CTC CENTRO DE TECNOLOGIA CANAVIEIRA S/A	Sucroalcooleiro	18,99%	2014
PROGEN - PROJETOS GERENCIAMENTO E ENGENHARIA S.A.	Serviços Diversos	10,01%	2014
CBO HOLDING S.A	Bens de capital	18,88%	2013
GRANBIO INVESTIMENTOS S/A	Sucroalcooleiro	13,96%	2013
ODEBRECHT TRANSPORT S.A	Logística/Transporte	10,61%	2013
TPI TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.	Logística/Transporte	5,09%	2013
IGUA SANEAMENTO SA	Saneamento	13,17%	2012

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>% Capital</b>	<b>Ano de ingresso no capital</b>
RECEPTA BIOPHARMA S.A.	Saúde	14,43%	2012
RENOVA ENERGIA S.A.	Energia Elétrica	0,84%	2012
UNITEC SEMICONDUCTORES S.A.	TI	33,02%	2012
LBR - LÁCTEOS BRASIL S.A.	Alimentos/Bebidas	30,28%	2011
AMATA S.A.	Papel e Celulose	9,49%	2010
ESTRUTURADORA BRASILEIRA DE PROJETOS S.A.	Serviços Diversos	19,61%	2008
INDEPENDÊNCIA PARTICIPAÇÕES S.A.	Alimentos/Bebidas	21,81%	2008
QUALITY SOFTWARE S.A.	TI	25,34%	2008
TAUM CHEMIE INDÚSTRIA E COM. DE PRODUTOS QUÍMICOS S.A.	Química/Petroquímica	36,36%	2008
BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S/A	TI	22,43%	2007
INDÚSTRIA DE ALIMENTOS NILZA S.A.	Alimentos/Bebidas	35,00%	2007
LIFEMED INDL DE EQUIP E ART MÉDICOS E HOSPITALARES S.A.	Saúde	21,44%	2007
NETUNO ALIMENTOS S.A.	Alimentos/Bebidas	33,28%	2006
TRANSNORDESTINA LOGÍSTICA S.A.	Logística/Transporte	15,49%	2006
AES ELPA S.A.	Energia Elétrica	**	2002
BIOMM S.A.	Saúde	5,52%	2002
TBM - TÊXTIL BEZERRA DE MENEZES S.A.	Bens de consumo	35,30%	2001
CIA. DE TRÂNSITO E TRANSPORTE URBANO DO RECIFE - CTTU	Logística/Transporte	11,90%	1999
S/A INDÚSTRIA E COMÉRCIO CHAPECÓ	Alimentos/Bebidas	29,65%	1999
CASA ANGLO BRASILEIRA S.A.	Varejo	22,34%	1998
CIA. DE ABAST.D'AGUA E SANEAMENTO DO ESTADO-AL	Saneamento	**	1998
CIA. DE TRANSPORTES COLETIVOS DO RIO DE JANEIRO - CTC	Logística/Transporte	1,39%	1998

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>% Capital</b>	<b>Ano de ingresso no capital</b>
CIA. DO METROPOLITANO DE SÃO PAULO	Logística/Transporte	0,02%	1998
COMPANHIA DISTRIBUIDORA DE GÁS DO RIO DE JANEIRO - CEG	Petróleo e Gás	34,56%	1998
BOMBRIL S.A.	Bens de consumo	2,20%	1997
NOVADATA SISTEMAS E COMPUTADORES S.A.	TI	0,29%	1995
CADAM S.A.	Mineração	16,87%	1991
CARBOMIL S.A.- MINERAÇÃO E INDÚSTRIA	Mineração	30,00%	1989
SAM INDÚSTRIAS S.A.	TI	15,26%	1989
CIA. ALCOOLQUÍMICA NACIONAL - ALCOOLQUÍMICA	Química/Petroquímica	0,01%	1988
IPLAC DO BRASIL S.A. PLÁSTICOS INDUSTRIAIS	Química/Petroquímica	**	1988
ITAUTINGA AGROINDUSTRIAL S.A.	Agronegócio	0,06%	1988
MASTER IND. PLÁSTICA CAMAÇARI S.A.	Química/Petroquímica	**	1988
MASTER S.A. - TECIDOS PLÁSTICOS	Bens de consumo	**	1988
ELEBRA S.A. - ELETRÔNICA BRASILEIRA	TI	**	1987
BRASPÉROLA IND. E COMÉRCIO S/A	Bens de consumo	10,94%	1985
COMPANHIA TROPICAL DE HOTÉIS DA AMAZÔNIA	Serviços Diversos	**	1985
DOVAM S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Logística/Transporte	**	1985
INCA - INDÚSTRIA CERÂMICA DA AMAZÔNIA S.A.	Bens de consumo	**	1985
ITAITUBA INDÚSTRIA DE CIMENTOS DO PARÁ S.A. (EX-CAIMA)	Imobiliário	0,01%	1985
KOSMOS COMÉRCIO DE VESTUÁRIO S.A. (EX-ARAPUÁ)	Varejo	6,56%	1985
METALGRÁFICA DA AMAZÔNIA S.A.	Bens de consumo	**	1985
NESBER S.A.	Bens de consumo	20,00%	1985

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>% Capital</b>	<b>Ano de ingresso no capital</b>
SULFABRIL NORDESTE S.A.	Bens de consumo	**	1985
ENGESA - ENGENHEIROS ESPECIALIZADOS S.A.	Bens de capital	**	1984
ITALMAGNESIO NORDESTE S.A.	Mineração	**	1984
DETEN QUÍMICA S.A.	Química/Petroquímica	0,30%	1982
BRASILINTERPART - INTERMEDIACÕES E PARTICIPAÇÕES S.A.	Bancos/Serviços Finan.	0,50%	1979
CIA. BRAS. DE PART. AGROINDUSTRIAL	Agronegócio	5,87%	1978
ABICO - CIA. DE INVESTIMENTOS ÁRABE E BRASILEIRO	Diversos	35,00%	1975
MADEF S/A- INDÚSTRIA E COMÉRCIO	Bens de capital	30,26%	1975
METANOR S.A. METANOL DO NORDESTE	Química/Petroquímica	5,57%	1975

**ANEXO B – CARTEIRA DE INVESTIMENTOS DA BNDESPAR CAPITAL ABERTO**

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Valor de Mercado (R\$ mil)</b>	<b>% Capital</b>	<b>% Carteira</b>
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Petróleo e Gás	38.436.229	7,94%	48,225%
JBS S.A.	Alimentos/Bebidas	9.990.346	20,81%	12,535%
CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. - ELETROBRÁS	Energia Elétrica	7.822.363	7,95%	9,814%
COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Energia Elétrica	6.190.826	21,99%	7,767%
ENERGISA S.A.	Energia Elétrica	2.139.124	9,75%	2,684%
EMBRAER S.A.	Bens de capital	1.330.851	5,37%	1,670%
COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Energia Elétrica	1.189.933	3,73%	1,493%
TUPY S.A.	Cadeia automotiva	1.120.593	28,19%	1,406%
AES BRASIL ENERGIA S.A.	Energia Elétrica	428.289	6,98%	0,537%
ENAUTA PARTICIPACOES S.A.	Petróleo e Gás	325.229	4,18%	0,408%
COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS - COPASA MG	Saneamento	284.773	3,46%	0,357%
COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL	Siderurgia/Metalurgia	137.112	0,66%	0,172%
HIDROVIAS DO BRASIL S/A	Logística/Transporte	55.744	1,72%	0,070%
PADTEC HOLDING S/A	TI	47.200	22,83%	0,059%
IOCHPE - MAXION S.A.	Cadeia automotiva	43.995	1,99%	0,055%
OI S.A.	Telecomunicações	2.487	0,58%	0,003%
CIA. DE TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	Bens de consumo	2.249	6,27%	0,003%
SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	Bens de consumo	1.411	3,62%	0,002%

**ANEXO C - TABELA PARTICIPAÇÃO DA CARTEIRA DA BNDESPAR POR  
SETOR**

<b>Petróleo e Gás</b>	55,73%
<b>Alimentos/Bebida</b>	14,37%
<b>Energia Elétrica</b>	25,55%
<b>Bens de Capital</b>	25,55%
<b>Cadeia Automotiva</b>	1,67%
<b>Saneamento</b>	0,41%
<b>Siderurgia/Metalurgia</b>	0,20%
<b>Logística/Transporte</b>	0,08%
<b>TI</b>	0,07%
<b>Telecomunicações</b>	0,0036%
<b>Bens de Consumo</b>	0,0053%

**ANEXO – D – NÚMERO DE CLIENTES DO BNDES – POR PORTE E POR ANO**

<b>ANO</b>	<b>GRANDE</b>	<b>MPME</b>
2012	4.918	356.838
2013	5.955	400.269
2014	6.061	373.681
2015	4.024	296.037
2016	2.761	222.546
2017	2.026	172.611
2018	1.164	151.803
2019	869	140.332
2020	700	133.104
2021	826	116.322
2022	1.167	134.787

**ANEXO – E – VALOR E NÚMERO DE OPERAÇÕES COM PRAZO ACIMA DE 20 ANOS**

<b>ANO</b>	<b>MERCADO DE CAPITAIS VALOR EMITIDO (R\$ BI CORRENTES)</b>	<b>BNDES VALOR CONTRATADO (R\$ BI CORRENTES)</b>	<b>MERCADO DE CAPITAIS Nº DE EMISSÕES</b>	<b>BNDES Nº DE SUBCRÉDITOS</b>
2012	0	43.178	0	88
2013	0	17.864	0	69
2014	0	7.795	0	29
2015	0	7.811	0	75
2016	0	6.152	0	59
2017	0	1.000	0	22
2018	0	14.907	0	83
2019	5.902	18.997	17	91
2020	1.918	16.294	7	123
2021	3.251	16.175	17	103
2022	9.872	35.267	17	83