

7
O Leviatã como acionista
minoritário

NESTE CAPÍTULO, começa nossa análise do Leviatã como acionista minoritário, estudando os efeitos dos investimentos do governo em participações acionárias minoritárias nas empresas privadas. Embora os governos às vezes comprem essas participações minoritárias como parte de operações de socorro de empresas em dificuldade, como foi o caso quando o governo dos Estados Unidos adquiriu participação minoritária na General Motors, em 2008, em muitos países os governos investem ativamente em ações por meio de analistas profissionais e de gestores de portfólio. Os governos também se tornam acionistas minoritários indiretos ao adquirir participações minoritárias diretas em empresas que detêm ações de outras empresas. Por exemplo, o governo dos Estados Unidos tornou-se acionista minoritário indireto da PSA Peugeot quando a General Motors — da qual o governo dos Estados Unidos era acionista minoritário na época — comprou participação de 7% naquela empresa, em março de 2012.¹

Neste capítulo, fazemos uma pergunta simples: Quais são as implicações para o desempenho da empresa quando o Leviatã se torna acionista minoritário? Usamos banco de dados de investimentos do BNDES em ações, de 1995 a 2009, para estudar essa questão. Avalia-

mos como as compras de ações pelo BNDES afetam o desempenho e os investimentos das empresas-alvo.²

Hipóteses

De acordo com a visão de política industrial, discutida no capítulo 2, as compras de ações pelo governo podem ajudar as empresas a atenuar as restrições de capital. Se uma empresa tem dificuldade em acessar financiamento de longo prazo, as injeções de capital as ajudará a investir em fábricas e equipamentos para alcançar economias de escala, aprimorar as operações, adquirir novas tecnologias e assim por diante — e tudo isso deve melhorar o desempenho da empresa. A afirmação ainda é mais relevante no caso de empresas que têm capacidade “latente” para investir em projetos lucrativos, mas que, ao mesmo tempo, sofrem restrições financeiras por não terem acesso a capital “paciente”.

Como as *participações acionárias* do Estado ajudam nesse contexto? Aqui recorreremos à análise de Williamson sobre os méritos relativos do capital próprio (patrimônio líquido) e do capital de terceiros (passivo exigível ou dívida), em função do perfil de ativos da empresa. Williamson argumenta que os ativos irrecuperáveis (*non-redeployable*) (como unidades industriais e equipamentos exclusivos) são mais bem atendidos por capital próprio, em consequência da maior flexibilidade desse modo de financiamento.³ Enquanto o capital de terceiros exige retorno fixo ao longo da duração do contrato, o capital próprio é capaz de adaptar-se melhor às mudanças de circunstâncias que possam afetar negativamente o valor desses ativos. Além disso, os acionistas têm mais discricionariedade para reunir-se e debater estratégias destinadas a reorganizar a empresa e para adotar horizonte temporal mais longo a fim de promover as mudanças necessárias.

Aplicando a lógica de Williamson ao nosso contexto, supõe-se que a propriedade estatal de participações acionárias minoritárias ajudará a melhorar o desempenho da empresa, ampliando as oportunidades de investimento, principalmente quando há chances de investir em ativos fixos de longo prazo. Embora nem todos os ativos fixos sejam irrecupe-

ráveis (por exemplo, terras sem características restritivas), a extensão em que a empresa investe em capital fixo sinaliza o grau em que ela tem projetos de amadurecimento mais lentos, que são, portanto, mais arriscados. Esse é exatamente o tipo de projeto que pode beneficiar-se da flexibilidade do capital próprio como modalidade de financiamento de longo prazo. Além disso, o capital *estatal* será decisivamente útil quando os empreendedores não tiverem acesso ao capital privado de investidores com horizontes temporais mais longos. Em outras palavras, o Estado em si atuará como investidor privado de capital próprio. Assim seria, por exemplo, em países nos estágios iniciais do desenvolvimento industrial.⁴

A propriedade estatal minoritária atenua a intervenção política e, portanto, ajuda os governos a resolver alguns dos problemas de agência que a propriedade estatal majoritária geralmente acarreta. Por exemplo, quando o governo é acionista minoritário, os proprietários majoritários e os investidores institucionais (se quiserem maximizar o lucro) tenderão a monitorar de perto os executivos ou a implementar esquemas de remuneração por desempenho, para reduzir os problemas de agência. Os riscos de falência ou de tomada de controle hostil também devem representar para os gestores poderosos incentivos para tentar obter resultados pelo menos tão bons quanto os dos pares, ou melhores.⁵

Há, contudo, duas visões alternativas de por que os governos acabam com participações acionárias minoritárias. A primeira, em parte ligada à dependência da trajetória, argumenta que essas posições são consequências de processos políticos complexos pelos quais os governos tentam preservar sua influência sobre a economia por meio de redes embutidas, entrelaçadas com os capitalistas locais.⁶ A visão de política partidária, por outro lado, sustenta que os governos podem optar por alocar capital a determinadas empresas na forma de investimentos em ações, por motivos políticos, talvez porque os proprietários privados tenham ligações de compadrio e queiram acesso a capital barato.⁷

Portanto, de acordo com essas visões, quando o governo compra participação acionária minoritária numa empresa, não devemos associá-la, necessariamente, à melhoria no desempenho ou no investimento. Além disso, a visão de política partidária sugere que o governo

tem condições de usar a participação acionária como mecanismo de socorro. Por exemplo, debêntures conversíveis compradas pelo Estado podem eventualmente converter-se em ações se a empresa enfrentar dificuldades financeiras, com o governo, por seu turno, tornando-se acionista minoritário. Foi o que aconteceu exatamente com a JBS, empresa processadora de carne, escolhida como campeã nacional brasileira (ver a introdução). Nesse caso, o governo tornou-se grande acionista minoritário porque a empresa não podia pagar as debêntures conversíveis. Se o fenômeno se repetir de maneira sistemática, é de esperar que os investimentos do Estado em ações se concentrem basicamente em empresas com mau desempenho financeiro. Em outras palavras, em vez de a compra de ações pelo Estado afetar o desempenho, o desempenho (negativo) da empresa no passado influencia a escolha da empresa como beneficiária de participação acionária minoritária do Estado.⁸

Efeito contingente da propriedade pelo Estado de participação acionária minoritária

Sugerimos que os efeitos das compras de participação acionária minoritária pelo governo dependerão de dois importantes fatores: a governança da empresa-alvo e a profundidade dos mercados financeiros existentes (até que ponto são graves as falhas dos mercados de capitais).

Analisamos separadamente esses dois efeitos contingentes.

GOVERNANÇA CORPORATIVA DA EMPRESA-ALVO

Espera-se que os efeitos dos investimentos do governo em ações de determinada empresa sejam atenuados quando esta pertencer a *grupo de negócios* — conjunto de empresas controladas por uma holding — por duas razões. Os grupos de negócios fornecem às coligadas e controladas com restrições de crédito oportunidades de financiamento que, em geral, fluem através do mercado de capitais.⁹ Ou seja, os grupos podem substituir os mercados financeiros quando o financiamento externo for

escasso ou caro.¹⁰ Em outras palavras, as coligadas e controladas de grupos não precisam de investimentos em ações pelo governo porque podem usar o mercado de capitais interno do grupo para executar os próprios projetos.

Segundo, os acionistas minoritários de empresas pertencentes a grupos de negócios dependem dos acionistas controladores (a holding do grupo) e podem ser expropriados.¹¹ A maioria dos grupos de negócios se organiza na forma de pirâmides complexas, envolvendo empresas com participações em outras empresas.¹² Portanto, nos países em que é fraca a proteção aos acionistas minoritários, os investimentos em ações pelo Estado, em empresas pertencentes a grupos de negócios, podem ser “desviados”, por meio de pirâmides complexas, para apoiar os projetos privados dos proprietários controladores ou para resgatar empresas em dificuldade em outras partes do grupo.¹³ Assim, o governo pode agregar valor para os proprietários majoritários de um grupo de negócios sem necessariamente melhorar o desempenho das empresas-alvo dos investimentos. Em conformidade com essa previsão, Giannetti e Laeven concluem que os investimentos de fundos de pensão abertos em participações acionárias minoritárias na Suécia aumentam o valor da empresa, embora o efeito seja reduzido quando as empresas são parte de grupos de negócios.¹⁴

DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Para os estudiosos de instituições, os mercados de dívidas e de ações em países emergentes e subdesenvolvidos não raro são inibidos pelo baixo nível das proteções legais e pelo alto custo das transações.¹⁵ Além disso, nos mercados em desenvolvimento, sujeitos a choques inflacionários ocasionais ou contínuos (por exemplo, choques de balanço de pagamentos), os mercados financeiros tendem a ser subdesenvolvidos, os mercados de crédito tendem a ser menos aprofundados e os instrumentos de dívida tendem a ser de curto prazo.¹⁶

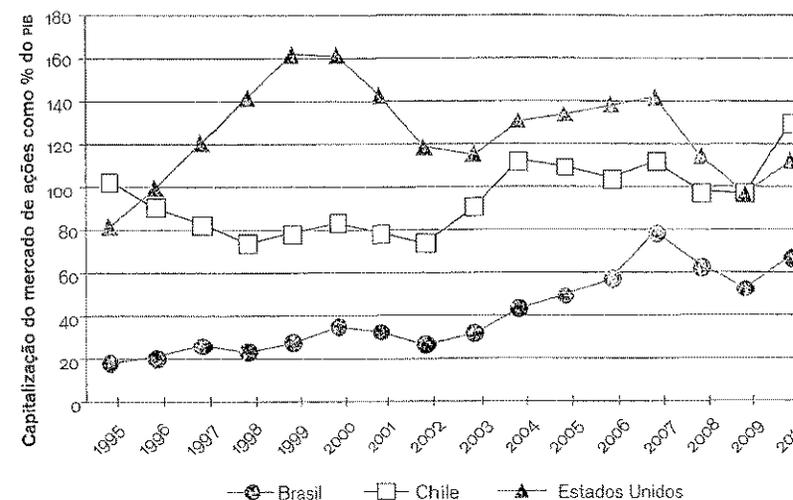
Parte de nosso argumento neste capítulo é que as compras de participações acionárias minoritárias pelo Estado podem minorar algumas

das restrições com que se defrontam as empresas nos mercados de capitais das economias menos desenvolvidas, ou seja, os governos, às vezes, podem substituir, em parte, os mercados. Depois que o mercado de capitais se desenvolve, porém, as empresas têm condições de levantar capital próprio, vendendo ações, emitindo títulos ou contraindo empréstimos (até empréstimos de longo prazo), em bancos ou em outras instituições financeiras que prestam serviços de financiamento de projetos. Por exemplo, empresas de capital aberto, que participam do mercado de ações, podem promover emissões secundárias de ações no intuito de levantar mais capital, enquanto as empresas de capital fechado podem abrir o capital mediante oferta pública inicial (IPO). Além disso, se o mercado de ações for próspero e tiver liquidez, será fácil para os investidores vender ações e mudar a carteira de investimento depois de certo tempo.¹⁷ Menor será a necessidade, portanto, de investimentos do governo, diminuindo os efeitos positivos das participações acionárias minoritárias do Estado.

A precariedade do mercado de capitais impõe outros problemas além do racionamento de capital. As proteções necessárias para levar os investidores a comprar ações ou obrigações são inexistentes ou mal aplicadas, assim como, às vezes, não se dispõe das informações indispensáveis para monitorar os gestores.¹⁸ Dyck, Zingales e Nenova afirmam que os mercados de capitais subdesenvolvidos tornam menos prováveis as tomadas de controle e ampliam os conflitos de governança.¹⁹ Com efeito, ambos os estudos concluem que o Brasil era o pior lugar para ser investidor minoritário na década de 1990, uma vez que os acionistas controladores tinham condições de desviar com facilidade recursos da empresa para si próprios,²⁰ seja na forma de salários indiretos, seja em apoio a outras empresas nas quais tivessem interesses.²¹

Nessas circunstâncias, achamos que os governos talvez possam substituir os mercados como fornecedores de capital e, mais especificamente, como acionistas minoritários, oferecendo capital próprio. A comparação de Sarkar et al. de bancos estatais e privados indica que, na falta de mercados de capitais eficazes, as empresas privadas não são inequivocamente superiores às estatais.²² Todavia, à medida que os mercados de capitais se desenvolvem e oferecem mecanismos

Figura 7.1. Evolução do mercado de capitais no Brasil, em comparação com o dos Estados Unidos e do Chile (1995-2009)



FONTE: Criado pelos autores usando o Global Financial Development Database [Banco de Dados do Desenvolvimento Financeiro Global] do Banco Mundial. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>>. Acesso em: 10 mar. 2013.

mais sofisticados de capitalização e monitoramento, novos investidores privados aos poucos substituirão os governos como fontes de capital próprio.²³

Achamos que faz sentido considerar o desenvolvimento financeiro em nosso estudo, uma vez que o Brasil experimentou processo de aprimoramento financeiro, durante o período estudado, com os atores privados e o governo promovendo mudanças significativas na governança. Entre 1995 e 2009, a média da capitalização do mercado de ações no Brasil, como proporção do PIB, foi de 43,1%, em comparação com 98,7%, no Chile, e 129,7%, nos Estados Unidos. Portanto, em relação a outros países, as empresas brasileiras estavam sujeitas a mais restrições em termos de financiamento com capital próprio. Durante o mesmo período, porém, a capitalização do mercado de ações, como proporção do PIB, no Brasil, aumentou de 19%, em 1995, para 73%, em 2009 (figura 7.1). Além disso, o Brasil passou por transformação

radical nas práticas de governança, pelo menos para um subconjunto de empresas. As mudanças se acentuaram a partir de 2001, quando o Congresso aprovou a Lei nº 10303, que alterou profundamente a Lei nº 6404, de 1976 (Lei das Sociedades por Ações), incluindo mais proteções para os acionistas minoritários, e quando a Bovespa lançou o Novo Mercado. Conforme explicamos no capítulo 3, a Bovespa classificou as empresas participantes em segmentos de listagem, de acordo com padrões de governança.²⁴

Medição dos efeitos das compras de participação acionária minoritária pelo Estado

Em um contexto ideal de pesquisa, para testar os efeitos estatísticos das compras de participação minoritária pelo Estado, o BNDES precisaria comprar ações das empresas brasileiras aleatoriamente. Este, porém, compra participações acionárias de maneira seletiva nas empresas que escolhe ou que o escolhem. Em consequência, adotamos outra solução, como a segunda melhor, que consiste em estudar o que acontece com o desempenho das empresas quando o BNDES compra suas ações, com base nos efeitos fixos da empresa e nos efeitos variáveis com o tempo, no nível setorial (ou seja, dummies de setor interagiram com dummies de ano) para controlar fatores inobserváveis que poderiam afetar a escolha e o desempenho da propriedade.²⁵ Portanto, medimos, basicamente, se o desempenho e o investimento crescem nas empresas em que ocorrem aumentos na propriedade pelo governo de participações acionárias minoritárias, o que é possível com nosso banco de dados, uma vez que nosso período de análise se associa a intensa reestruturação societária e a mudanças no controle das empresas (por exemplo, privatizações).

Para examinar os efeitos de ter o governo como acionista minoritário, criamos um banco de dados de variáveis acionárias e financeiras, abrangendo 358 companhias abertas no Brasil, entre 1995 e 2009. Nosso banco de dados não é painel balanceado de empresas; algumas entraram no banco de dados ao ingressar no mercado de ações, enquanto outras saíram ao fechar o capital, ao ser adquiridas ou ao se

tornar insolventes.²⁶ Ver apêndice 7.1 para definição das variáveis e para resumo das estatísticas.

Aspecto crucial na construção de nosso banco de dados foi rastrear as participações acionárias minoritárias do BNDES em empresas brasileiras. Começamos compilando a extensão da propriedade *direta* do BNDES, isto é, casos em que o BNDES OU O BNDESPAR, o braço de investimentos da instituição financeira, aparece como proprietário direto da empresa-alvo. Denominamos essa variável *BNDESDir*. Mas também queríamos medir os casos em que o BNDES é acionista *indireto*, ou seja, quando o BNDES possui ações de determinada empresa, que, por seu turno, tem ações da empresa-alvo. Se o BNDES compra ações da empresa-alvo diretamente ou por meio desse padrão de desdobramento de propriedade indireta, codificamos uma variável dummy, denominada *BNDES*, como 1. Infelizmente, a extensão da participação acionária em pirâmides não está prontamente disponível. Portanto, os casos em que a dummy *BNDES* é igual a 1 indica que o BNDES é proprietário direto ou indireto da empresa-alvo.

Também queríamos saber se a empresa-alvo era parte de um grupo de negócios, isto é, um conjunto de empresas com os mesmos acionistas controladores. Em caso positivo, codificamos o conjunto de coligadas e controladas de nosso banco de dados como membros de um grupo de negócios. Isso nos permitiu estudar se os investimentos do governo em ações exercem impacto diferente sobre coligadas ou controladas de grupos de negócios. Para definir afiliação a grupo de negócios, realizamos análise detalhada de acordos de acionistas disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários. Identificamos proprietários que detinham direitos de controle diferenciados sobre uma empresa (isto é, que tinham maior número de assentos no conselho de administração). Multinacionais com uma única subsidiária no Brasil não foram tratadas como grupos, embora, em geral, controlem várias unidades mundo afora, principalmente porque nosso objetivo era encontrar situações em que os acionistas controladores locais podiam usar novas alocações para transferir fundos a outras unidades locais. Em nosso banco de dados, 46,7% das observações foram de empresas pertencentes a algum grupo. Para testar nossa hipótese de que o efeito da participação acionária do

BNDES depende da afiliação da empresa a grupo de negócios, multiplicamos as variáveis *BNDESDir* e *BNDES* pela variável dummy codificada para afiliação a grupo.

EFEITO DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DO BNDES SOBRE O DESEMPENHO E O INVESTIMENTO

A tabela 7.1 apresenta regressões, examinando como as participações acionárias diretas e indiretas do BNDES afetam o desempenho (medido como *ROA*, retorno sobre o ativo) e o investimento (medido como variações no índice ativo fixo sobre ativo total, Δ Fixo, e no índice despesas de capital anuais sobre ativo total, *CapEx*). Para simplificar, apresentamos apenas os resultados mais importantes. Análises mais detalhadas e especificações alternativas — inclusive o uso de pareamento por escore de propensão para garantir avaliação mais comparável das empresas, com e sem BNDES — são apresentadas no trabalho de Inoue et al.²⁷

Vemos na especificação 1 que as empresas nas quais o BNDES entrou como acionista minoritário (direta ou indiretamente) apresentam retorno sobre o ativo 7 pontos percentuais mais alto que o de outras empresas. Na especificação 2, constatamos que o efeito de aumento na porcentagem de participação acionária do BNDES exerce efeito significativo e grande no retorno sobre o ativo. O coeficiente de nossa variável *BNDESDir*, variável contínua que capta a proporção do patrimônio líquido da empresa de propriedade do BNDES, implica que aumento de 10 pontos percentuais na participação acionária direta do BNDES (a participação acionária média do BNDES é superior a 10%) se associa a aumento de 7,25 pontos percentuais no retorno sobre o ativo da empresa.

Nas especificações 1 e 2, também testamos se o impacto de ter o governo como acionista minoritário muda quando a empresa-alvo pertence a um grupo de negócios. As interações de *BNDES* \times *pertence a um grupo* e *BNDESDir* \times *pertence a um grupo* são negativas e significativas, indicando que, quando o BNDES compra ações de uma empresa que pertence a um grupo de negócios, o efeito positivo sobre o desempenho é praticamente neutralizado. Essa conclusão não implica

Tabela 7.1. Regressões examinando o efeito de propriedade estatal minoritária via BNDES, Brasil, 1995-2009

Variáveis	ROA (1)	ROA (2)	Δ Fixo (3)	Δ Fixo (4)	CapEx (5)	CapEx (6)
Propriedade do BNDES						
BNDES (participações diretas e indiretas — dummy)	0,070** (0,035)		0,043 (0,033)		0,020* (0,011)	
BNDESDir (só participações diretas — %)		0,725** (0,280)		0,582*** (0,212)		0,236** (0,105)
Propriedade de grupo						
Pertence a um grupo	0,108** (0,045)	0,104** (0,045)	0,033 (0,028)	0,026 (0,027)	0,024 (0,017)	0,023 (0,017)
Interações com propriedade de grupo						
BNDES \times Pertence a um grupo	-0,082** (0,039)		-0,076* (0,039)		-0,021 (0,015)	
BNDESDir \times Pertence a um grupo		-0,963*** (0,319)		-0,846* (0,476)		-0,258* (0,150)
Controles						
ROA	N	N	S	S	S	S
Fixo	S	S	N	N	S	S
Observações						
Número de empresas	2920	2919	2149	2148	2021	2020
R-quadrado ajustado	0,163	0,167	0,319	0,324	0,188	0,19

FONTE: Resultados simplificados com base no método empregado por Inoue et al. (2013), que apresenta análise mais detalhada e especificações alternativas.

NOTAS: Todas as regressões incluem controles de alavancagem, o log de receita bruta e se a empresa é estrangeira, estatal ou privada. Também incluímos uma constante e efeitos fixos de ano, empresa e indústria-ano. ***, ** e * denotam significância nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Erros-padrão significativos entre parênteses.

que pertencer a um grupo de negócios seja prejudicial ao desempenho da empresa ou ao acesso a recursos. Na verdade, o efeito principal de nossa variável associação a grupo indica que essa condição influencia positivamente o ROA. Essa conclusão é consistente com as da literatura, segundo as quais os grupos de negócios sempre têm condições de preencher vazios institucionais e de mercado de capitais nas economias emergentes.²⁸ Todavia, como as coligadas e controladas de grupos tendem a sofrer menos restrições financeiras, os benefícios da participação acio-

nária estatal devem ser mais baixos que no caso de empresas não pertencentes a grupos de negócios.

Nas especificações 3 e 4, examinamos se os aumentos nas participações acionárias minoritárias do BNDES levam as empresas a ampliar seu ativo fixo. Medimos, assim, se ter o BNDES como parceiro aumenta a intensidade de capital das empresas, talvez por empreenderem muitos projetos intensivos em capital que não poderiam ter realizado sem participação acionária estatal. Os resultados indicam que os efeitos só são positivos quando o BNDES é acionista direto, ou seja, quando o BNDES injeta capital diretamente na empresa. O efeito não é positivo quando a empresa pertence a grupos de negócios; quando o BNDES compra participação acionária numa empresa que é parte de grupo de negócios, o capital aparentemente não é usado para aumentar investimentos na empresa. Essa conclusão poderia sugerir duas coisas. A primeira é que quando empresas pertencentes a grupo de negócios conseguem investimentos em ações, elas não aplicam os recursos assim obtidos em despesas de capital. Se a hipótese for correta, nossa conclusão apoia a ideia de que as coligadas e controladas de grupos não estão sujeitas a tantas restrições de capital quanto as empresas autônomas. A segunda é que essa constatação poderia sugerir desvio de recursos: quando o BNDES entra como acionista, o capital daí oriundo é usado para beneficiar outras empresas do grupo.²⁹

As especificações 5 e 6 confirmam esses resultados. Usamos despesas de capital como variável dependente e mais uma vez encontramos efeitos positivos decorrentes da propriedade pelo BNDES — tanto direta quanto indireta — de participações acionárias minoritárias. Na especificação 6, novamente constatamos que as empresas pertencentes a grupos de negócios experimentam efeitos positivos mais fracos de terem o BNDES como acionista minoritário.

OS RESULTADOS SÃO IMPULSIONADOS PELO MELHOR ACESSO A DÍVIDAS?

Uma preocupação que temos com nossas análises é que o BNDES aumente a *alavancagem* (endividamento) de uma empresa em que com-

prou participação acionária, concedendo linhas de crédito de seu próprio braço bancário ou de outros bancos. Temos como testar, contudo, se a propriedade do BNDES produz efeitos sobre a alavancagem em geral. Usando *Alavancagem* como variável dependente (definida como dívida total sobre ativo total) e adotando especificações semelhantes às da tabela 7.1, constatamos que as alocações de capital próprio do BNDES não mudam a alavancagem de maneira significativa. Ou seja, aparentemente, as empresas que recebem capital próprio do BNDES não o usam como trunfo para abrir linha de crédito no BNDES nem em nenhum outro banco.

Ainda como teste adicional, usando dados coletados de análises apresentadas no capítulo 10 e desenvolvidas com mais profundidade em Lazzarini, Musacchio et al.,³⁰ testamos se, entre 2002 e 2009, as empresas que receberam capital próprio do BNDES também receberam empréstimos do BNDES — que são altamente subsidiados e, ao contrário das injeções de capital próprio, afetam direto a lucratividade. Constatamos que a correlação é muito pequena (-0,034) e não significativa estatisticamente em níveis convencionais. Essa pequena correlação é compatível com alegações de que o BNDESPAR, subsidiária integral do BNDES incumbida da capitalização de empreendimentos, geralmente opera com independência em relação não só à unidade bancária que concede empréstimos e financiamentos, mas também a outros bancos. Não obstante esse fato, mostramos no capítulo 10 que os investimentos em capital próprio do BNDES reduzem as despesas financeiras, provavelmente por causa da garantia implícita de pagamento das dívidas, considerando a participação do Estado como acionista, e não por causa de mudança na alavancagem.

EFEITO DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

Parte de nosso argumento se baseia na premissa de que os investimentos do Leviatã como acionista minoritário terão mais impacto quando o mercado de capitais for mais limitado e quando as empresas estiverem sujeitas a mais restrições de capital.³¹ Testamos, assim, se os efeitos dos

investimentos em capital próprio do BNDES sobre o ROA (retorno sobre o ativo) mudam com o desenvolvimento dos mercados financeiros. Interagimos ambas as variáveis de interesse — *BNDES* e *BNDESDir* — com variáveis que medem o desenvolvimento financeiro do Brasil como um todo. Para tanto, adotamos as seguintes medidas de desenvolvimento financeiro: crédito privado sobre PIB, capitalização do mercado de ações sobre PIB, número de IPOs (ofertas públicas iniciais de ações) e taxa de turnover do mercado de ações (valor negociado sobre capitalização do mercado de ações). Apenas quando observamos a mudança na capitalização do mercado de ações (ano a ano) com *BNDESDir* realmente encontramos coeficiente negativo forte e significativo. Ou seja, encontramos algum apoio para a ideia de que, com o desenvolvimento dos mercados financeiros, os investimentos do governo em participação acionária minoritária passam a produzir efeitos mais fracos.

Em Inoue et al.,³² ampliamos a pesquisa sobre os efeitos da propriedade minoritária do governo examinando especificamente como o BNDES ajuda a promover as despesas de capital de empresas com *restrições de oportunidades*. Medimos a restrição de oportunidades com a criação de uma variável composta, formada por dois elementos-chave. Primeiro, seguindo o trabalho de David et al.,³³ medimos as oportunidades de investimento como casos em que o q de Tobin era superior a 1.³⁴ Segundo, avaliamos as restrições financeiras, calculando o índice lucro líquido sobre o estoque inicial de capital fixo.³⁵ Quanto maior for o índice, mais alta será a capacidade da empresa de investir, usando o lucro das próprias operações. Consideramos, então, que a empresa tinha restrição de oportunidade se o q de Tobin fosse maior que 1 e se, *ao mesmo tempo*, apresentasse razão de lucro líquido sobre estoque de capital fixo *inferior* à mediana da amostra.

Encontramos efeitos positivos das compras pelo BNDES de participações acionárias minoritárias sobre as despesas de capital e sobre o ROA. Constatamos, porém, que esse efeito diminuiu acentuadamente depois de 2002. De fato, o efeito das compras de ações pelo BNDES se tornou insignificante na subamostra de observações depois de 2002 (ver capítulo 10). Relacionamos, então, as variáveis do BNDES com a capitalização do mercado de ações (assim como com outras variáveis

institucionais). Nossos resultados mais uma vez confirmam que a redução do efeito positivo da participação acionária estatal ao longo do tempo foi induzida, provavelmente, pela evolução dos mercados de capital local. Com o passar do tempo, o efeito da participação acionária do BNDES diminuía, mesmo no caso de empresas com redução de oportunidade (como já definido).

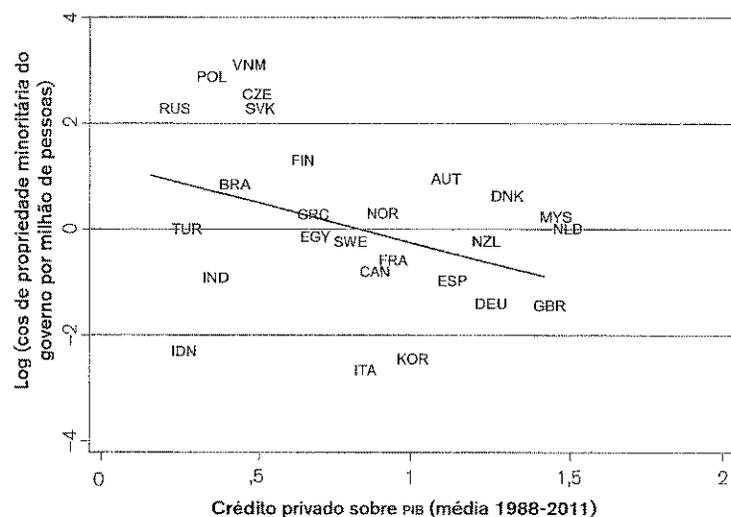
Um problema dessas análises anteriores é o de termos desconsiderado a heterogeneidade de desenvolvimento institucional entre os países. No âmbito de país, se nossa hipótese estiver certa, seria de esperar que os governos participassem mais como acionistas minoritários onde os mercados financeiros fossem menos desenvolvidos. Maneira simples de verificar essa correlação é plotar o número de empresas em que o governo é acionista minoritário (normalizado pela população), usando o mesmo banco de dados sobre a propriedade do governo que adotamos nos capítulos 1 e 2 contra indicadores de desenvolvimento financeiro. As figuras 7.2 e 7.3 mostram a existência de correlação negativa entre o número de empresas em que o governo tem participação acionária minoritária e duas medidas comuns de desenvolvimento financeiro — crédito privado sobre PIB e capitalização do mercado de ações sobre PIB.

Obviamente, não queremos alegar causalidade: embora talvez seja fato que os investimentos do governo em ações de empresas privadas atuem como sucedâneo do mercado financeiro, também pode ser o caso de o Leviatã sufocar o desenvolvimento dos mercados financeiros privados — ou que os tenha tolhido no passado —, o que explicaria a correlação negativa acima descrita.

SERIAM NOSSOS RESULTADOS INDUZIDOS PELA SELEÇÃO?

Uma vez que o BNDES, obviamente, não investe de forma aleatória, devemos investigar com mais profundidade se nossos resultados são induzidos pelo processo de seleção. Por exemplo, suponha que o governo esteja selecionando as melhores empresas em que investir, aumentando, assim, a probabilidade de encontrar correlação positiva entre investimentos do governo e desempenho da empresa. Se, conforme argumen-

Figura 7.2. Número de empresas com participação acionária minoritária do governo e índice de crédito privado sobre o PIB em 28 países



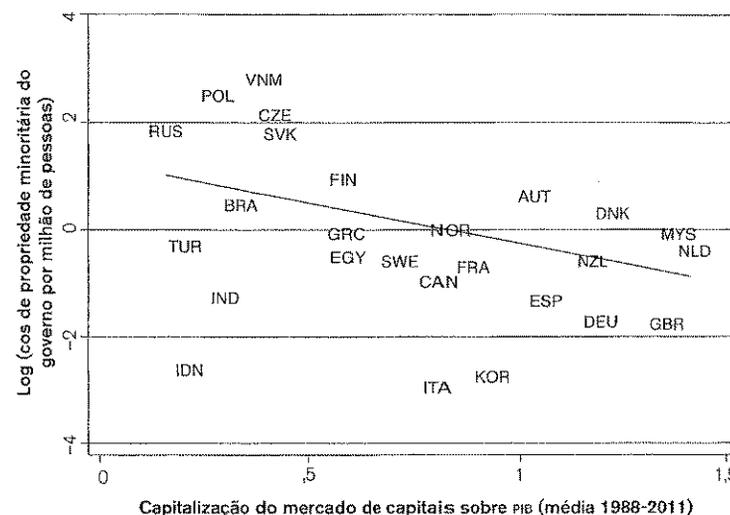
Fonte: Apêndice 2.1 e Banco Mundial, *World Development Indicators*.

tam os críticos da política industrial, os governos, frequentemente, “escolhem vencedores” que já se saíam bem,³⁶ o aparente efeito positivo da participação do governo pode ser espúrio, ou seja, o desempenho passado pode estar afetando a propriedade estatal, em vez do contrário.

No entanto, o processo de seleção negativa também é plausível. Como já mencionamos, hipótese resultante da visão de política partidária é a de que o Estado pode almejar empresas com mau desempenho que queiram ser socorridas.³⁷ Se esse for o caso, devemos esperar associação negativa entre desempenho passado e probabilidade de o BNDES tornar-se acionista minoritário.

Outra fonte de preocupação com nossos resultados é o fato de o período de nossa análise abranger os mandatos de dois presidentes — Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) e Luiz Inácio Lula da Silva (2003-10) — com orientações de políticas públicas muito diferentes. Enquanto a maioria das privatizações do período estudado tinha ocorrido durante o mandato de Cardoso, o governo de Lula pôs grande ênfase em

Figura 7.3. Número de empresas com participação acionária minoritária do governo e índice de capitalização do mercado de capitais sobre PIB em 28 países



Fonte: Apêndice 2.1 e Banco Mundial, *World Development Indicators*.

usar o capital do BNDES para promover política industrial ativa com o objetivo de criar grandes campeões nacionais.³⁸ Quando lhe perguntaram se o BNDES deveria promover campeões nacionais, Luciano Coutinho, presidente do Banco desde 2007, defendeu vigorosamente essa política:

Estou bem convicto da relevância e da necessidade desse tipo de investimento. Ao financiarmos a criação de um gigante [...] estaríamos proporcionando o surgimento de um gênero de empresa com capacidade para competir globalmente e até se tornar líder em seu setor no cenário internacional. Todas as economias em desenvolvimento têm suas grandes multinacionais.³⁹

Portanto, nossa constatação de que o efeito BNDES mudou ao longo dos anos também pode ser resultado de mudanças no próprio governo. Como não se pode estabelecer *ex ante* efeito direcional preciso, deixamos esse processo de seleção como questão empírica a ser examinada de maneira *post-hoc*.

Portanto, como teste de robustez adicional, complementando nossa abordagem de efeito fixo, tentamos esclarecer o processo de seleção, executando regressões adicionais em que usamos *BNDES* como variável dependente. Os resultados de nossa análise — que, a bem da simplicidade, não apresentamos aqui⁴⁰ — mostram que o *BNDES* não selecionou sistematicamente as empresas com base no desempenho passado ou em outros indicadores financeiros, ou seja, não encontramos correlação entre conseguir empréstimos e desempenho passado. Esses resultados se aplicam a todo o período e também aos mandatos de Cardoso e Lula, separadamente. A única exceção é que encontramos evidências fracas de que afiliação a grupo afeta positivamente a probabilidade de que a empresa receba investimentos diretos ou indiretos do *BNDES* em capital próprio, mas isso não é grande preocupação, uma vez que controlamos afiliação a grupo em nossas regressões da tabela 7.1. Concluímos, portanto, que não há indicação clara de que nossos resultados sejam induzidos pelo próprio processo de seleção do *BNDES* e de que nosso efeito detectado do *BNDES* sobre o desempenho e o investimento da empresa seja devido a efeitos de seleção.⁴¹

Alguns casos de investimentos em participações acionárias minoritárias pelo BNDESPAR

Apresentamos abaixo alguns casos breves para ilustrar os resultados quantitativos analisados acima. Esses casos não pretendem testar nossas hipóteses, mas, sim, iluminar a dinâmica subjacente às nossas constatações, sobretudo as referentes a como as alocações do *BNDES* interagem com os perfis de propriedade das empresas-alvo.

NET (GRUPO GLOBO)

A Globo é um poderoso grupo de mídia brasileiro. Fundada pelo jornalista Irineu Marinho, em 1925, com o jornal *O Globo* e, depois, controlada pela família Marinho, a empresa era, em fins da década de 1990, um

empreendimento ativo em televisão e rádio (tv Globo e Rádio Globo, respectivamente), assim como em outros jornais e em numerosas atividades, reunidas na holding Globopar. Indiretamente, por meio da Globopar, a família Marinho tinha participação acionária em editoras e gráficas, serviços de satélite e cabo, e outros negócios.

Em 1999, a família Marinho, por meio da pirâmide da Globopar, adquiriu o controle da Globo Cabo — também conhecida como *NET* — uma das empresas da Globopar. Entre os acionistas minoritários destacavam-se Bradesco (grande conglomerado financeiro no Brasil), RBS (outro grupo de mídia brasileiro) e Microsoft, que havia feito aliança com a Globo para explorar serviços de banda larga e de internet. Em apoio a seus planos ambiciosos de expandir a infraestrutura de banda larga no Brasil, a *NET* tomou empréstimos em mercados externos, denominados em dólares americanos. Em 1999, o *BNDESPAR* concordou em capitalizar a *NET*, com a compra de ações, no valor de 160 milhões de reais (em torno de 89 milhões de dólares). O banco já tinha concedido empréstimos para apoiar a expansão do grupo (a Globo investira agressivamente não só em serviços de cabos, pela *NET*, mas também em jornais e em broadcasting por satélite, através da Globosat e da Sky, esta última joint venture local, com o grupo de Rupert Murdoch).

A crise asiática afetou gravemente o Brasil, e, em 1999, o governo foi forçado a abandonar o atrelamento cambial que adotara em 1995. Após a forte desvalorização do real, em 1999, a dívida do Grupo Globo sofreu grande aumento, exercendo pressão financeira sobre a Globopar (holding) e muitas de suas empresas, inclusive a *NET*. Quando a expansão do mercado e o aumento da demanda (número de assinantes) ficaram aquém das expectativas, a empresa registrou sucessivos prejuízos. Em março de 2002, a situação tornou-se crítica, e a Globo anunciou plano de capitalização de 1 bilhão de reais (em torno de 430 milhões de dólares), envolvendo emissão de debêntures e oferta pública de ações. O *BNDES* concordou em injetar 284 milhões de reais, por meio do *BNDESPAR*, com parte dos fundos destinando-se à compra de ações e o resto à aquisição de debêntures emitidas pela Globo para esse propósito.⁴²

O envolvimento do *BNDES* foi muito criticado. Alguns observadores sugeriram que a instituição financeira estava cedendo às pressões de

poderoso grupo econômico nacional e socorrendo uma empresa falida. Até Eleazar de Carvalho, nomeado presidente do BNDES em novembro de 2001, manifestou preocupação:

De onde vem o endividamento? Vem de uma estratégia financeira que foi afetada por desvalorizações cambiais... mas também por estratégias de mercado inadequadas. As reestruturações por que passou a companhia no passado se mostraram ineficazes. Então, o que faria com que, dessa vez, fosse diferente?⁴³

O BNDES condicionou a injeção de capital a mudanças nas práticas de governança da NET, que, de acordo com Carvalho, eram a causa "básica e primordial" do problema. A empresa deveria adotar os novos padrões da Bolsa de Valores de São Paulo, que melhoravam a participação e a proteção dos acionistas minoritários. O estresse financeiro persistiu, porém, não obstante a nova capitalização, e o grupo tornou-se inadimplente no final de 2002. Esse caso reflete nossas observações anteriores de que as participações acionárias minoritárias do BNDES, embora proveitosas no apoio a novos investimentos, pode acarretar conflitos entre acionistas, quando as decisões do grupo controlador não criam valor.

ELETOBRAS

Em alguns casos, o BNDES também investe em empresas controladas pelo Estado. Constituída em 1961 para impulsionar investimentos no setor de energia, a estatal Eletrobras foi consolidada, durante a ditadura militar no Brasil, em grupo piramidal, com subsidiárias em geração de eletricidade (Eletronorte, Chesf, Furnas e Eletrosul), transmissão de eletricidade (EPTe, Furnas e Eletrosul), distribuição de eletricidade (Light e Excelsa) e geração de energia nuclear (por meio de Furnas e, depois, da Eletrobras Eletronuclear). A Eletrobras também mantinha participações por meio da Lightpar, empresa holding, e investia em empresas como Eletropaulo, distribuidora de energia no estado de São Paulo.

Embora a Eletrobras, com suas subsidiárias, seja providencial no desenvolvimento da infraestrutura elétrica no Brasil, ela não tem sido muito eficiente como empresa, registrando prejuízo de 139,7 milhões de reais (cerca de 145 milhões de dólares), em 1995, e incorrendo em dívidas junto ao governo federal da ordem de 9 bilhões de reais, em 1996. Em 1999, problemas operacionais nas usinas de energia nuclear de Furnas reduziram substancialmente a capacidade de geração, exigindo a compra — a alto preço — de energia de outras empresas, para cumprir obrigações contratuais. A Eletrobras também teve de socorrer Furnas, que devia aproximadamente 578 milhões de reais referentes a compras de eletricidade. De fato, em 1997, um executivo da Eletrobras manifestou preocupação com a provável subestimativa dos custos das operações de energia nuclear de Furnas.⁴⁴

Apesar desses problemas, o BNDESPAR comprara ações da Eletrobras e de algumas de suas subsidiárias, aumentando a participação na Eletrobras de 8%, em 1995, para 19%, em 1996. Em 1999, conseguiu resolver o problema de dívida de outra subsidiária, Light, transferindo ações no valor de 203,8 bilhões de reais para o BNDESPAR.⁴⁵ Esse caso ilustra nosso resultado quantitativo de que as participações do BNDES, quando emaranhadas em grupos de negócios (mesmo quando os grupos são controlados pelo próprio governo), podem ser usadas para apoiar alocações de capital ineficientes e talvez não resultem em melhorias no desempenho da empresa.

ARACRUZ

A Aracruz foi importante produtor mundial de polpa de celulose durante três décadas, extraindo vantagem competitiva das terras abundantes e dos baixos custos de produção. Como a operação de polpa de celulose envolve, tipicamente, integração vertical, a Aracruz tinha investimentos em fazendas de eucalipto (árvore da qual se retira a polpa), em reflorestamento e em unidades de processamento. A receita anual por volta de 2003 era de aproximadamente 1 bilhão de dólares, com ativos de 3,5 bilhões de dólares (cerca de 65,7% fixos).⁴⁶ Exportando 98%

da produção, a Aracruz era considerada altamente competitiva, com tecnologia própria, principalmente nas fazendas.

O BNDES foi providencial na promoção do desenvolvimento inicial da Aracruz. Com 38% das ações com direito a voto, em 1975, o BNDES ajudou a financiar aproximadamente 55% dos investimentos industriais que possibilitaram o início da produção de polpa pela empresa em 1978.⁴⁷ Mais tarde, o BNDES vendeu algumas de suas ações a grupos de negócios nacionais, como Safra e Lorentzen. A Aracruz, contudo, era, na prática, gerenciada como empresa autônoma. Em 1992, os gestores da Aracruz promoveram oferta pública de ações para apoiar a expansão planejada da empresa, iniciativa em que foi pioneira no uso de American Depositary Shares (ADS) da Bolsa de Valores de Nova York no Brasil. O registro em Bolsa de Valores estrangeira exigiu que a Aracruz melhorasse a transparência e os controles para atender a padrões de governança superiores. Os membros do conselho de administração passaram a participar mais ativamente de decisões-chave relacionadas com expansão da capacidade, aquisições e distribuição de dividendos. O BNDESPAR, com aproximadamente 11% do patrimônio líquido total da Aracruz, era diligente na governança da empresa, tendo um representante no conselho de administração.⁴⁸

Na década de 1990, a eficiência da produção melhorou substancialmente, como resultado de despesas de capital, com o apoio de novo programa de capitalização. A capacidade de produção aumentou de 400 mil toneladas de celulose por ano, em 1978, para 1,07 milhão em 1994 e 1,24 milhão em 1998. O ambicioso plano de expansão pelo conselho de administração, em 2000, acarretou cerca de 800 milhões de dólares em novas despesas de capital entre 2001 e 2003, 75% das quais se destinaram a unidades de processamento industrial e 20% a terras e a tecnologias florestais. O caso da Aracruz, portanto, mostra como o capital do BNDES e de outros investidores foi usado para impulsionar investimentos fixos produtivos, em contexto no qual práticas de governança aprimoradas ajudaram a mitigar a expropriação de acionistas minoritários.

Conclusão

Neste capítulo, mostramos que ter o governo como acionista minoritário pode exercer efeitos positivos. Esses efeitos, contudo, às vezes são enfraquecidos quando a empresa enfrenta fortes restrições de capital ou é parte de um grupo de negócios que dispõe de mercado de capitais interno próprio. Encontramos evidências de que ter o governo como acionista minoritário melhora o desempenho e aumenta as despesas de capital, sobretudo no caso de empresas que não são parte de grupos de negócios. Em outras palavras, há evidências de que os governos podem usar investimentos em participações acionárias minoritárias para resolver algumas falhas de mercado. Essa constatação oferece algum apoio para a visão de política industrial descrita no capítulo 2. Além disso, não parece que ter o governo como acionista minoritário piore o desempenho, em consequência da intervenção política e dos problemas de agência típicos das empresas controladas pelo Estado. Ao contrário, encontramos evidências de melhorias no desempenho que reforçam a ideia de que ter apenas participações acionárias minoritárias permite aos governos resolver algumas falhas de mercado sem piorar a gestão, como tende a acontecer nas estatais tradicionais com má governança.

Portanto, este capítulo endossa nossa compreensão do fenômeno relativamente negligenciado de participações acionárias minoritárias de governos em mercados emergentes e, em âmbito mais amplo, contribui para as discussões recentes sobre vantagens e desvantagens do capitalismo de Estado.⁴⁹ Nossas conclusões sugerem nova agenda programática em que os pesquisadores examinam não só como as empresas reagem a instituições restritivas,⁵⁰ mas também como as políticas locais podem interagir positivamente com estratégias privadas para promover desempenho superior. Nosso estudo reforça a literatura sobre vazios institucionais, propondo maneiras pelas quais as políticas locais podem preencher lacunas em vez de criá-las.

Nossas conclusões têm também claras implicações políticas. Alguns observadores argumentam que a interferência do governo na economia gera ineficiências e sufoca o empreendedorismo privado. Nossas evidências, entretanto, sugerem que as compras de participações acio-

nárias pelo governo em empresas de capital aberto nem sempre são problemáticas, dependendo de um conjunto de contingências importantes. Em especial, nossos resultados indicam que os formuladores de políticas, ao considerarem participações acionárias minoritárias do Estado em empresas privadas, como ferramenta de política industrial, devem (a) evitar grupos piramidais com má governança e mirar, ao contrário, empresas independentes; (b) concentrar os investimentos onde houver nítida necessidade de realizar despesas de capital produtivas por empresas bem dirigidas; (c) destinar os aportes de capital diretamente às empresas-alvo, em vez de indiretamente, através de camadas de propriedade; (d) e, progressivamente, sair das empresas-alvo à medida que se desenvolve o contexto institucional local.

Reconhecemos que alguns de nossos resultados podem ser típicos do Brasil e de seus mecanismos peculiares de participação minoritária do governo em empresas privadas. E, embora tenhamos concentrado o foco nas atividades de bancos de desenvolvimento no Brasil, os governos também recorrem a fundos de pensão abertos, empresas de seguro de vida, fundos soberanos e holdings estatais para tornar-se investidores minoritários.⁵¹ Portanto, precisa-se de trabalhos complementares para verificar a possibilidade de generalização de nossos resultados em outras economias em desenvolvimento e emergentes usando outros canais de participação minoritária do Estado em empresas privadas. Por exemplo, Vaidyanathan e Musacchio concluem que o governo da Índia, usando a Life Insurance Corporation como holding, tem posições acionárias minoritárias que respondem por mais de 5% da capitalização de mercado total.⁵² No entanto, eles não consideram as implicações daí decorrentes para a lucratividade das empresas.

Finalmente, neste capítulo, examinamos os aspectos positivos dos investimentos do BNDES em ações. No próximo capítulo, avaliamos os riscos potenciais dessas participações minoritárias. Em especial, estudamos em detalhes o caso da Vale, a gigante de mineração brasileira, como maneira de examinar algumas implicações dos investimentos minoritários do governo em setores politicamente sensíveis e da possível influência de vários acionistas estatais minoritários sobre as estratégias das empresas.

Apêndice

Tabela 7.A. Variáveis usadas em nossa análise do Levantã como acionista minoritário

Variáveis	Descrição	Média	Desvio padrão
ROA	Lucro líquido sobre ativo total	-0,045	0,308
Receita bruta	Receita bruta da empresa (em bilhões de dólares)	0,859	4,104
Alavancagem	Dívida total sobre ativo total	0,516	5,792
Fixo	Ativo fixo sobre ativo total	0,299	0,250
Δ Fixo	$\text{Fixo}_t - \text{Fixo}_{t-1}$	0,000	0,145
CapEx	Despesas de capital sobre ativo total	0,070	0,096
BNDES	Variável dummy igual a 1 se o BNDES for proprietário direto ou indireto	0,126	0,332
BNDESDir	Fração do patrimônio líquido da empresa de propriedade direta do BNDES (0 a 1)	0,011	0,048
Estrangeira	Variável dummy igual a 1 se o acionista majoritário for estrangeiro	0,184	0,388
Estatal	Variável dummy igual a 1 se o acionista majoritário for o Estado brasileiro	0,070	0,256
Pertence a grupo	Variável dummy igual a 1 se a empresa pertencer a grupo de negócio	0,450	0,498