

Nota Técnica GT Portaria PRESI 161/2017**RELEVÂNCIA DA BNDESPAR PARA O MERCADO DE CAPITAIS NACIONAL**

A presente Nota tem por objeto prestar, à Comissão Parlamentar de Inquérito – instituída no Senado Federal para apurar supostas irregularidades em sede de operações de internacionalização de empresas realizadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES –, informações e esclarecimentos acerca da relevância da atuação da BNDES Participações S.A. - BNDESPAR para o mercado de capitais nacional, com especial ênfase em suas operações de apoio à internacionalização do setor de Proteína Animal e destaque ao caso da JBS S.A. Ao final, são apresentados de forma resumida algumas melhorias e aprimoramentos que vêm sendo implementados nos processos da BNDESPAR.

O conteúdo da presente Nota consolida e sistematiza as informações prestadas a assessores e consultores de Senadores integrantes da CPI em reuniões havidas na sede do BNDES em 27 e 28 de novembro de 2017.

1. Motivação

O mercado de capitais exerce um papel de grande importância no desenvolvimento econômico de um país, canalizando recursos dos investidores para as oportunidades de investimento, ampliando, por um lado, as alternativas de capitalização e acesso a recursos pelas empresas e, por outro, o portfólio de investimentos para os poupadores (institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, ou pessoas físicas). Um mercado de capitais desenvolvido significa em geral uma economia mais dinâmica e transparente.

Em um país como o Brasil, onde o crédito de longo prazo sempre foi escasso, o funcionamento eficiente do mercado de capitais é ainda mais importante, pois cria uma alternativa para compor as fontes de financiamento (“*funding*”) para os investimentos das empresas e grandes projetos.

Dessa forma, o desenvolvimento do mercado de capitais é estratégico para um país em desenvolvimento e também um instrumento para execução de outras políticas públicas, como a de apoio à inovação e à internacionalização de empresas, como será visto adiante. Conforme ilustrado no Quadro 1, a seguir, o apoio ao desenvolvimento do mercado de capitais e o uso de instrumentos de mercado é uma prática comum entre as Instituições Financeiras de Desenvolvimento (IFD) de diversos países e, em geral, ocorre em complementariedade ao financiamento via empréstimos.

Quadro 1 – Comparativo IFD's

		CDB	KfW	BNDES	KDB	JFC	CDP	CDC	ICO
		(China)	(Alemanha)	(Brasil)	(Coreia do Sul)	(Japão)	(Itália)	(França)	(Espanha)
Setores	Agricultura	X		X		X			X
	Infraestrutura	X	X	X	X		X	X	X
	Indústria	X	X	X	X	X	X	X	X
	Comércio e Serviços	X	X	X		X		X	X
Porte	MPME	X	X	X	X	X	X	X	X
	Grandes Empresas	X	X	X	X		X	X	X
Segmentos	Exportação		X	X			X	X	X
	Inovação	X	X	X	X	X	X	X	X
	Economia Verde	X	X	X	X	X	X	X	X
	Internacionalização	X	X	X	X	X	X	X	X
	Mercado de Capitais	X	X	X	X	X	X	X	X
	Cooperação Financeira Internacional	X	X						X

Fonte: Relatórios Anuais 2015 e 2016 das instituições.

Nota: CDB – China Development Bank; KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau; BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; KDB – Korea Development Bank; JFC – Japan Finance Corporation; CDP – Cassa Depositi e Prestiti; CDC – Caisse des dépôts et consignations; e ICO – Instituto de Crédito Oficial.

O apoio do Sistema BNDES¹ com uso de instrumentos de mercado de capitais teve início em 1974, perfazendo mais de 40 anos de experiência no mercado de capitais, sendo, desde 1982, realizado por meio de uma subsidiária integral do BNDES, a BNDESPAR.

Com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais nacional, a BNDESPAR tem o papel de complementar a atividade financiadora do BNDES, especialmente o apoio a projetos mais desafiadores, isto é, que envolvem maiores riscos, mas que também têm maior potencial de retorno financeiro e social. Os instrumentos de renda variável possibilitam a apropriação do lado positivo desses riscos, capturando ganhos maiores em caso de sucesso dos projetos.

Ao longo desses 40 anos, verificam-se diversas frentes de contribuição do Sistema BNDES para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tais como:

- Promoveu o acesso a mercados e contribuiu para a abertura de capital de diversas companhias;
- Em parceria com demais agentes de mercado, participou ativamente dos processos de criação e recente aprimoramento do Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (atual denominação da BMF&Bovespa), segmento de listagem de ações que estabeleceu um padrão de governança corporativa altamente diferenciado no mercado brasileiro, tornando-se padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para novas aberturas de capital;

¹ Por “Sistema BNDES” compreenda-se o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e suas subsidiárias integrais BNDES Participações S.A. – BNDESPAR e Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME.

- Fortaleceu a governança das empresas investidas por meio de acordos de acionistas e compromissos de abertura de capital nos mais altos padrões de governança corporativa (notadamente no Novo Mercado);
- Em parceria com a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, estruturou a indústria de fundos no Brasil e continuamente trabalha para a ampliação e desenvolvimento desse importante canal de atração de poupança para o financiamento a investimento por meio de capital de risco;
- Criou novos produtos (Debêntures com foco em pessoas físicas, Fundos de Investimento em Debêntures de Infraestrutura, ETFs - *Exchange Traded Funds*, como PIBB e ECO11 por exemplo);
- Atualmente é o maior investidor em fundos de capital semente/*seed* e *venture capital* do País (com destaque para a série de fundos Criatec); e
- Apoiou planos de negócios de centenas de companhias via instrumentos de renda variável no mercado de capitais, ajudando a viabilizar investimentos produtivos.

A atuação da BNDESPAR deu-se por meio do apoio a diversas empresas, de diferentes portes e distribuídas por diversos setores da economia.

Ressalte-se que, a despeito de as políticas públicas que nortearam as operações de investimento em renda variável realizadas pela BNDESPAR terem sido bastante diversas e, não raro, contrapostas ao longo do tempo de sua existência, é possível verificar a consistência técnica de seus investimentos por meio da solidez dos resultados alcançados, fruto de uma adequada gestão da sua carteira de participações acionárias, um dos pilares da atividade de investimento.

Com efeito, a análise da atuação da BNDESPAR no mercado de capitais passa necessariamente pelo entendimento de que cada operação realizada é parte integrante da carteira da instituição e deve ser assim compreendida e analisada.

Por meio de tal afirmação, não se pretende sugerir que as particularidades de cada operação realizada pela BNDESPAR não possam ser analisadas individualmente, mas sim que o exame, a posteriori, da performance de tais operações não deveria se basear, de modo exclusivo, na verificação da ocorrência de perdas ou ganhos, senão sempre levar em consideração a Tese de Investimento que as fundamentou, suas externalidades e o desempenho da carteira de investimentos da BNDESPAR como um todo no médio/longo prazo, desempenho este que é consistentemente positivo e lucrativo para o Sistema BNDES nos últimos 15 anos, como demonstra de modo pormenorizado a seção “4”, abaixo.

2. Forma de Atuação

A atuação da BNDESPAR no mercado de capitais ocorre por meio de instrumentos de renda variável, geralmente via ações, debêntures conversíveis em ações ou cotas de fundos de investimentos (fundos estes que, na sua maioria, adquirem participações

acionárias ou debêntures conversíveis das empresas investidas). As operações de renda variável da BNDESPAR ocorrem sempre **em condições de mercado**, isto é, **sem subsídios para as companhias investidas**, tendo, na maioria dos casos, a participação de outros investidores junto com a BNDESPAR.

Por meio de tais operações, a BNDESPAR torna-se – ou adquire o direito de se tornar – acionista direta ou indireta das companhias por meio do aporte de recursos. Assim, os recursos aportados destinam-se a suportar os planos de investimento das companhias apoiadas, ao passo que a BNDESPAR passa a ter direito a uma parte dos lucros auferidos pelas empresas (sob a forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio), além do ganho decorrente da valorização da empresa (refletido na variação do preço das ações, por exemplo).

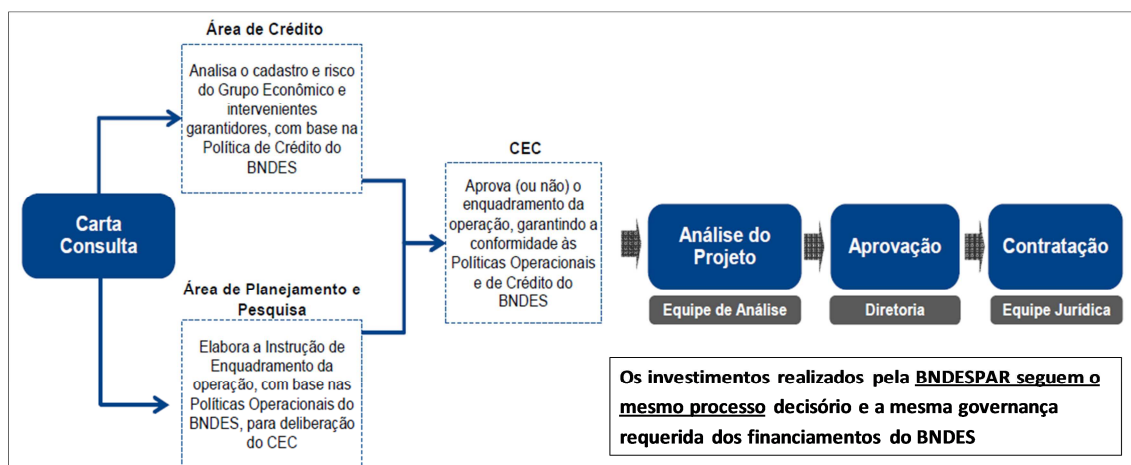
A esse respeito, esclareça-se, que, conforme a teoria financeira, é mais caro para uma companhia emitir ações e admitir novos acionistas do que assumir uma dívida financeira². Isso porque, ao admitirem novos acionistas, os acionistas originários passam a ter que compartilhar decisões societárias, lucros e toda a valorização que conseguirem gerar a partir da operação dos ativos da companhia, e não simplesmente pagar juros, sem necessidade de compartilhamento de decisões e resultados, conforme ocorreria se a empresa tivesse contraído uma dívida.

Destaque-se ainda que, por se tratar de operações envolvendo a negociação de ações no mercado de capitais, com regras severas de sigilo impostas pela CVM e pela legislação aplicável, a fase de análise das operações de renda variável realizadas pela BNDESPAR, em especial aquelas que envolvem companhias de capital aberto, é processada em regime de confidencialidade, com o efetivo registro nos sistemas do BNDES na fase final da operação – evitando-se o risco de vazamento de informações até que a fase de estudos esteja avançada.

Assim, muito embora pareçam ter tramitação mais ágil, tendo em vista os registros formais, as operações de renda variável realizadas pela BNDESPAR são processadas em prazos compatíveis com sua natureza e complexidade e em estrita observância aos processos e trâmites formais do Banco para análise, enquadramento e aprovação de operações, conforme fluxo descrito no Quadro 2 abaixo, passando pela avaliação de diversas equipes multidisciplinares do BNDES e pelo crivo de duas instâncias decisórias colegiadas. Nesse tocante, cumpre registrar que o processo interno de aprovação de uma operação de renda variável é o mesmo aplicável a uma operação de empréstimo (renda fixa).

² “As empresas que usam dívida, em vez de patrimônio líquido, se beneficiam de duas formas. Em primeiro lugar, elas obtêm um benefício tributário, porque os juros sobre a dívida são dedutíveis do imposto de renda, enquanto que os dividendos pagos aos acionistas não o são. E, em segundo lugar, a dívida dá condições para que as empresas imponham uma disciplina aos administradores. As empresas devem fazer pagamentos regulares para os portadores de dívidas, e os administradores que investem em maus projetos aumentam a probabilidade de serem incapazes de honrar esses compromissos.” (Damodaran – 2001)

Quadro 2 – Tramitação de Operações no BNDES



Fonte: BNDES

3. Impactos da Atuação da BNDESPAR

Como já mencionado, os investimentos realizados pela BNDESPAR seguem o mesmo processo decisório e a mesma governança aplicável aos financiamentos do BNDES. No entanto, as operações de renda variável, por sua natureza e propósito, estão sujeitas a diversos fatores de risco derivados das características dos negócios apoiados e flutuações de mercado, que são compensados pela expectativa de retorno destes investimentos, mas que não contam com as mesmas garantias típicas das operações de financiamento.

Por conta destas características de maior risco, faz-se necessário um detalhado processo de avaliação da companhia, tanto jurídica como econômico-financeira, da sua estratégia e do setor em que ela está inserida, para que o investimento seja realizado em bases justas e no melhor interesse do Sistema BNDES. Todas as análises econômico-financeiras são conduzidas por equipes próprias, que utilizam as principais metodologias de avaliação, consagradas academicamente e largamente empregadas no mercado de capitais, para as decisões de investimento.

Como a BNDESPAR realiza investimentos de forma transitória, minoritária e sempre com horizonte de longo prazo, a preocupação com a governança das companhias investidas é ainda mais relevante para o acompanhamento e gestão do portfólio de renda variável.

A depender de alguns fatores, como o tamanho da participação no capital social das companhias e sua representatividade, a BNDESPAR celebra acordos de acionistas nas companhias investidas, que lhe conferem uma série de direitos, tais como:

- a) vetos à prática de determinados atos pelas companhias investidas, como reorganizações societárias, operações com partes relacionadas, alienação de

ativos relevantes e atos que impliquem endividamento acima de limites preestabelecidos; e

- b) direito à indicação de membros para seus órgãos colegiados estatutários, tais como conselhos de administração, conselhos fiscais e comitês de auditoria.

A indicação de membros para compor os conselhos das companhias investidas é um dos mecanismos de que a BNDESPAR se utiliza para promover melhores práticas de gestão, governança e sustentabilidade, de modo a gerar valor para as companhias em questão e, por conseguinte, para sua carteira de participações acionárias. Em 31 de dezembro de 2016, a BNDESPAR tinha Acordos de Acionistas celebrados no âmbito de 55 (cinquenta e cinco) companhias e membros indicados em 47 (quarenta e sete) Conselhos de Administração.

Ressalte-se que os funcionários do BNDES, quando indicados para o colegiado de companhias investidas, obrigatoriamente **renunciam à remuneração devida** aos membros da sua administração, de modo que não recebem qualquer remuneração adicional a seus salários de empregados do BNDES pelo exercício da função de conselheiro, embora passem a estar sujeitos a todos os deveres e responsabilidades decorrentes de tal atuação, conforme previstos na legislação em vigor.

Uma vez concretizado o investimento, é dado início à atividade de acompanhamento da empresa investida, também realizada por equipes próprias.

A esse respeito, destaque-se que o acompanhamento – assim como a análise – dos aportes da BNDESPAR em renda variável difere da lógica aplicada pelo BNDES nos financiamentos de projetos, uma vez que a BNDESPAR tem necessariamente uma visão mais ampla e geral da empresa. É dizer: ainda que os recursos da BNDESPAR se destinem ao apoio à execução de investimentos e/ou ao reforço da estrutura de capital da companhia, o objetivo do acompanhamento, na lógica de sócios da empresa, é verificar o andamento do conjunto de todos os seus ativos. Essa visão geral sobre as atividades da companhia é crucial para o atendimento da expectativa de retorno financeiro do investimento que, conjuntamente com a finalidade institucional, fundamenta as operações da BNDESPAR.

Dessa forma, o acompanhamento da carteira de investimentos em renda variável da BNDESPAR observa, além da execução das finalidades apoiadas, a companhia como um todo, incluindo sua estratégia e práticas de governança.

Em razão disso, o acompanhamento das operações de renda variável traduz-se em diversas iniciativas, tais como: **(i)** acompanhamento da execução do plano de investimento da companhia; **(ii)** acompanhamento dos direitos e obrigações da BNDESPAR na qualidade de acionista da companhia objeto de apoio financeiro; **(iii)** participação em assembleias; **(iv)** análise das informações financeiras, operacionais e legais regularmente publicadas, e divulgadas ao mercado no caso de companhias abertas; **(v)** reuniões com executivos das companhias; e **(vi)** interações com o mercado de capitais e equipes do BNDES.

Por fim, na ótica do desinvestimento dos ativos, as alienações de participações acionárias baseiam-se em avaliação técnica própria, com metodologias amplamente utilizadas, considerando as condições de mercado e a consecução das finalidades dos investimentos. Geralmente, ocorrem em bolsa de valores, tanto por meio de vendas diretas em pregão – de modo gradual e pulverizado, para minimizar o impacto da venda na cotação de mercado do ativo – como por meio de ofertas públicas, para desinvestimentos de posições maiores ou para ativos com menor liquidez.

4. A Carteira da BNDESPAR

A mitigação dos riscos inerentes às operações de renda variável dá-se pela ótica de portfólio, diversificação dos investimentos, acompanhamento ativo da carteira com foco na governança e geração de valor, giro dos ativos (vendas de ativos em carteira e novos investimentos), bem como a visão de longo prazo que o Sistema BNDES tem nos seus investimentos.

A construção de um portfólio de ativos de renda variável sem a ocorrência de perdas individuais é inviável, dadas as incertezas inerentes ao desenvolvimento das atividades empresariais das empresas investidas.

Assim, um portfólio de ativos bem selecionados e suficientemente diversificados, ainda que incorra em perdas em alguns ativos – e isso inevitavelmente acontece no mundo real –, compensa tais perdas com ganhos em outros ativos, de modo que a carteira como um todo seja rentável no longo prazo³.

Portanto, a análise a posteriori da performance de uma carteira de ativos não deveria ser realizada considerando simplesmente a ocorrência de perdas em ativos isolados, mas sim à luz do desempenho da carteira como um todo.

Em resumo, a atividade de investimento em ativos de renda variável (ações ou outros instrumentos de investimento em participações acionárias) implica na exposição a riscos que, se bem quantificados, analisados e mitigados, permitirão que uma carteira de investimentos diversificada seja rentável no longo prazo, mesmo que existam perdas pontuais em parte dos investimentos.

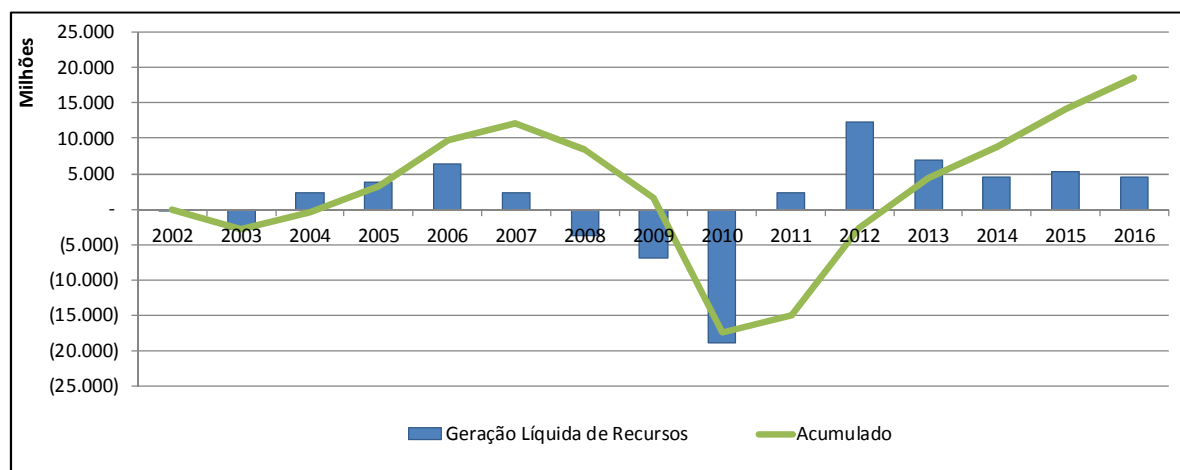
³ Os riscos específicos de ativos individuais, como observado por Markowitz, podem ser mitigados através da diversificação do portfólio de ações. Posteriormente, Sharpe demonstrou que as alocações mais eficientes são combinações entre um ativo livre de risco e o portfólio de mercado. Sua conclusão foi que a diversificação permite ao investidor eliminar todos os riscos exceto o risco sistêmico, ou o risco de mercado. Nesse sentido, vide:

Harry M. Markowitz, *Portfolio Selection*, *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (Mar., 1952), pp. 77-91.
William F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, *Journal of Finance*, 19 (1964), pp. 425-442.

Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance*, 25 (1970), pp. 383-417.

Neste sentido, o Quadro 3 a seguir apresenta a geração líquida de recursos das operações de renda variável da BNDESPAR entre dezembro de 2001 e dezembro de 2016. Observe-se, em relação ao ano de 2010, que seu resultado foi definido pela operação de investimento na Oferta Pública de ações da Petrobras, que, diferentemente das outras operações da BNDESPAR, que são realizadas com recursos próprios, contou com recursos específicos da União (no total de R\$ 22,4 bilhões).

Quadro 3 – Geração de Caixa da Carteira da BNDESPAR



Fonte: BNDES

A geração líquida de recursos acumulada pela carteira da BNDESPAR, ilustrada pela linha verde no gráfico anterior, totalizou R\$ 18,6 bilhões nestes 15 anos. No mesmo período, o valor de mercado da carteira passou de R\$ 20,6 bilhões para R\$ 73,4 bilhões, um incremento de R\$ 52,8 bilhões, representando um ganho nominal da carteira de R\$ 71,5 bilhões. Atualizando os valores pela inflação, o ganho real da carteira no período foi de R\$ 40,1 bilhões.

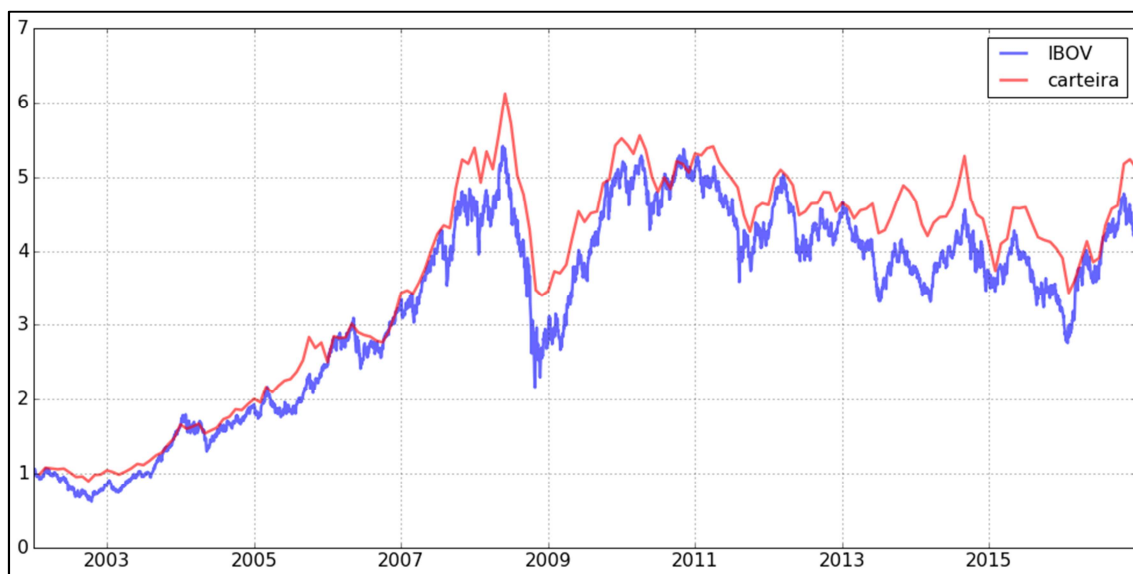
Constata-se, portanto, que a BNDESPAR, ao longo do tempo, não utiliza recursos do BNDES, como muito se comenta, pelo contrário, a BNDESPAR é geradora líquida de recursos para o Sistema BNDES, compondo o rol das fontes utilizadas pelo BNDES para realizar suas atividades de financiamento via crédito.

Nesta linha, há que se frisar que os recursos utilizados pela BNDESPAR nas suas atividades de investimento são fruto do retorno da sua carteira e têm custo de mercado, não consumindo recursos ordinários do Sistema BNDES. Além de gerar caixa, a BNDESPAR representa um dos principais componentes do lucro do Sistema BNDES nos últimos anos.

O lucro líquido acumulado da BNDESPAR, entre 2001 e 2016, totalizou R\$ 23 bilhões, aproximadamente 25% do lucro líquido acumulado do Sistema BNDES, de R\$ 89 bilhões.

No mesmo período, o Ativo Total da BNDESPAR correspondeu, em média, a aproximadamente 15% do Ativo Total do Sistema BNDES. A rentabilidade acumulada da carteira de renda variável da BNDESPAR, de 31.12.2001 a 31.12.2016, foi 413% (cerca de 11,5% ao ano), em linha com a rentabilidade do mercado acionário brasileiro no mesmo período (Quadro 4).

Quadro 4 – Rentabilidade da Carteira da BNDESPAR



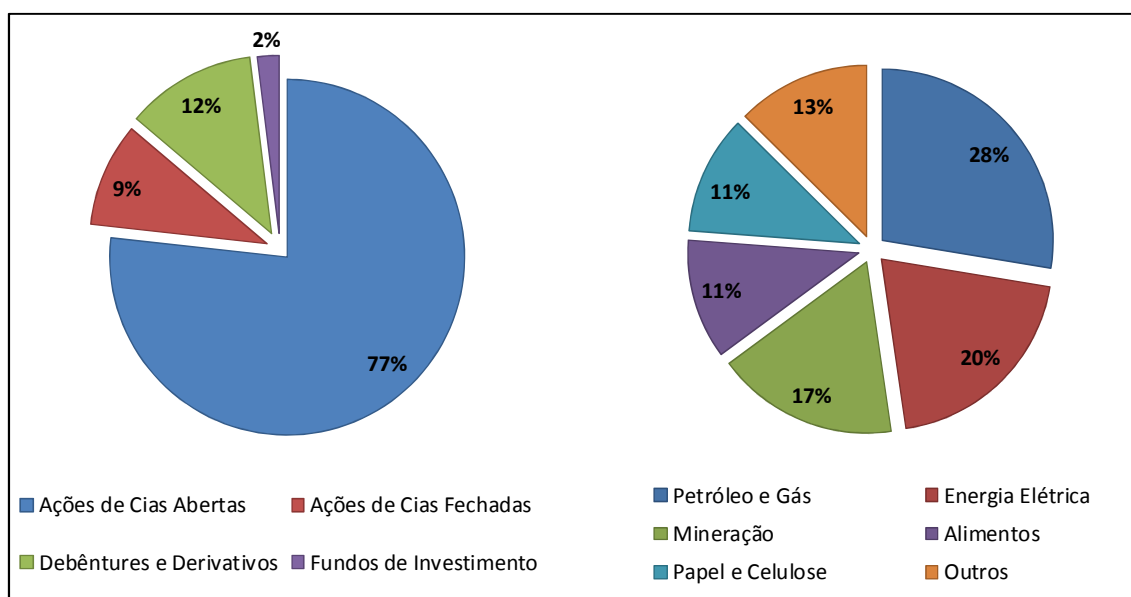
Fonte: BNDES

Vale destacar que o BNDES e sua subsidiária BNDESPAR possuem característica de investidores de longo prazo, de modo que sua avaliação de performance deve considerar não apenas a ótica de portfólio e seus objetivos institucionais de atuação, mas também prazos longos de investimento.

De todo modo, o desempenho do gráfico acima corrobora que a gestão ativa da carteira da BNDESPAR tem propiciado retornos superiores, na margem, ao retorno do mercado (medido pelo Ibovespa).

Quanto à diversificação, em 31 de dezembro de 2016, a carteira da BNDESPAR era composta por **(i)** participações acionárias em 111 companhias, sendo 68 de capital aberto e 43 de capital fechado, **(ii)** debêntures conversíveis emitidas por 41 companhias e **(iii)** participações em 46 fundos de investimento, totalizando um apoio direto (ações e debêntures) a 140 companhias e uma participação indireta (via fundos) em 148. O Quadro 5 abaixo apresenta a composição da carteira de renda variável da BNDESPAR, por instrumento e por setor.

Quadro 5 – Composição da carteira de renda variável (volume financeiro) por instrumento e por setor – 31.12.2016



Fonte: BNDES

Um aspecto relevante da carteira da BNDESPAR refere-se à possibilidade de realização de investimentos em companhias que desenvolvem tecnologias capazes de contribuir para o aumento da produtividade da economia brasileira, função característica de um banco de desenvolvimento que busca externalidades positivas, para além do seu retorno financeiro.

Além disso, o fato de dispor de instrumentos de renda variável permite que o Sistema BNDES, por meio da BNDESPAR, utilize tais instrumentos em operações de recuperação de crédito e no apoio a reestruturações financeiras, preservando empregos e promovendo o crescimento no longo prazo, por meio do reequilíbrio da estrutura de capital das companhias. É importante destacar que, historicamente, essas operações têm gerado valor para a carteira da BNDESPAR.

4.1. Apoio à Internacionalização do Setor de Proteína Animal

O apoio à internacionalização de empresas deriva da tese, defendida na literatura⁴, de que a presença no exterior, seja pela busca de mercado ou de recursos, aumenta a competitividade das empresas. Empresas que se internacionalizam estariam mais expostas a novidades tecnológicas, teriam acesso facilitado a outros mercados ou

⁴ Dunning, J. *Explaining international production*. Londres: Unwin Hyman, 1988; Teixeira, A. A internacionalização de empresas brasileiras e o papel do Estado. XVIII Fórum Nacional, Rio de Janeiro, 2006; Além, A. C.; Cavalcanti, C.. O BNDES e o apoio à internacionalização das empresas brasileiras: algumas reflexões. In: Almeida, A. (org.). *Internacionalização de empresas brasileiras: perspectivas e riscos*. Rio de Janeiro: Elsevier, cap. 9, 2007.

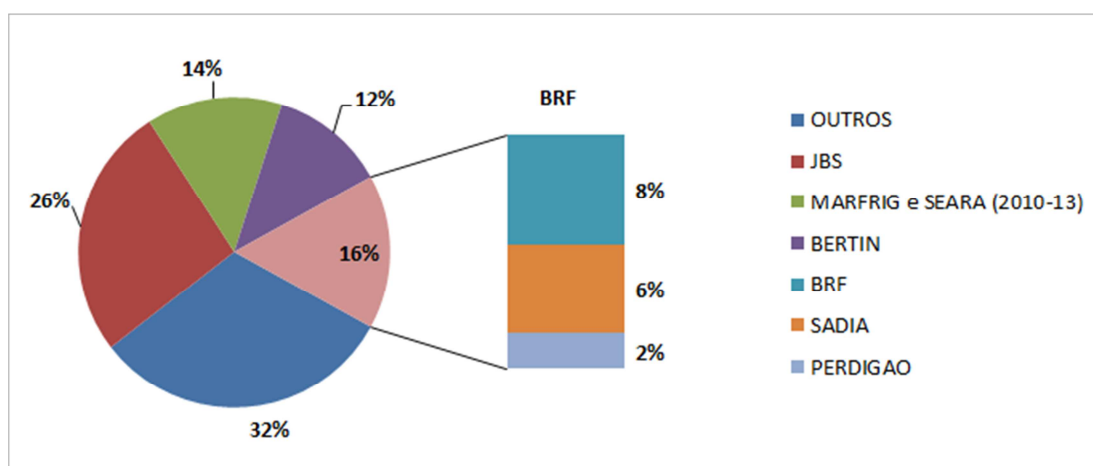
recursos e, também, enfrentariam uma concorrência maior, o que implicaria maior eficiência operacional e menores custos de produção.

Neste contexto, a estratégia de apoiar o setor de Proteína Animal derivou do seu papel de destaque na **Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior** (PITCE: 2004-2008), tendo como um dos objetivos a ampliação da eficiência produtiva, inovação e exportações, e na **Política de Desenvolvimento Produtivo** (PDP: 2008-2010), no âmbito da estratégia de “liderança mundial e conquista de mercados”. Esta última estava inserida num programa estruturante com dois objetivos principais: **(i)** consolidar o Brasil como o maior exportador mundial de proteína animal; e **(ii)** fazer do Complexo Carnes o principal setor exportador do agronegócio brasileiro. Esses objetivos decorriam, em grande parte, da privilegiada posição brasileira, conferida por potenciais vantagens competitivas, mas que precisavam de escala para competir com base em custos e processos certificados para vencer barreiras sanitárias à exportação.

O apoio ao setor seguiu a lógica de conferir às empresas brasileiras capacidade financeira e apoio estratégico para aproveitar oportunidades de investimento no Brasil e no exterior. No seu conjunto, foram apoiadas estratégias distintas de crescimento: expansão de base produtiva, geográfica, diversificação proteica, verticalização e horizontalização. Cada uma destas estratégias, presentes nos casos de apoio com diferentes graus para cada uma das investidas pelo BNDES, conferiam ganhos estratégicos muito importantes para as empresas e para o desenvolvimento do setor como um todo.

Neste sentido, o Sistema BNDES teve papel fundamental para o crescimento do agronegócio. De 2005 a 2016, o BNDES desembolsou R\$ 31,2 bilhões para frigoríficos, dos quais R\$ 18,8 bilhões via crédito e R\$ 12,4 bilhões em operações de mercado de capitais (Quadro 6). Neste período, mais de 17 mil unidades produtoras dos mais diversos portes e tipos foram apoiadas pelo Banco, com destaque para as cooperativas agropecuárias e para as grandes exportadoras, em linha com as diretrizes estabelecidas pelas políticas para o segmento.

Quadro 6 – Divisão do apoio do BNDES e BNDESPAR ao setor de carnes (2005-2016) (%)



Fonte: BNDES.

Em particular, a BNDESPAR realizou diversas operações no setor de proteína animal, visando, principalmente, à consolidação e à internacionalização das empresas do setor, de maneira a perseguir os objetivos das políticas industriais vigentes (PITCE e PDP).

Como de costume, o apoio do BNDES não se resumiu ao aporte de recursos financeiros. Em linha com outras instituições atuantes para a melhoria das questões socioambientais, o BNDES aprovou, em 2009, regras de caráter socioambiental para atuação com empresas de bovinos. Tais regras envolvem:

- i) a manutenção do cadastro de fornecedores atualizado quanto às informações relativas ao uso de trabalho escravo e/ou infantil, regularidade agrária e ambiental, bem como um plano de desenvolvimento de fornecedores;
- ii) a obtenção de certificados ambientais;
- iii) o estabelecimento de políticas e sistemas de gestão socioambiental;
- iv) a melhoria dos indicadores de efluentes e resíduos; e
- v) o rastreamento dos animais desde o nascimento até o abate.

Mais do que atender a demandas socioambientais, tais medidas auxiliaram na profissionalização e na melhoria da imagem do setor, traduzindo-se na abertura de novos mercados e na sustentação das exportações.

O apoio do BNDES ao setor resultou em impactos positivos como: evolução na governança, na transparência e na responsabilidade socioambiental; assunção de uma posição de destaque no mercado mundial de proteínas; expressiva redução da informalidade, com importantes reflexos na qualidade dos produtos que chegam ao consumidor; o aumento da renda dos produtores; e a formalização das relações no setor.

Um dos efeitos diretos da maior organização do setor e das iniciativas de rastreabilidade bovina foi a redução da informalidade no abate, com aumento do controle sanitário e benefício direto para os consumidores. No fim dos anos 1990, estimava-se a informalidade⁵ no abate de carne bovina em níveis superiores a 50%. Em 2015, chegou a 10% (informações elaboradas pelo BNDES a partir de dados do IBGE - comparação de peles processadas com abates inspecionados), o que demonstra a efetividade do apoio do Banco.

O BNDES teve um papel de destaque nesse processo, com vantagens tanto sociais como para a solidez das exportações nacionais. A redução da informalidade favorece principalmente os consumidores, por conta do maior nível de exigência na inspeção, resultando em um produto com melhor qualidade e mais saudável.

4.1.1. Apoio à JBS

Como resultado do apoio ao segmento, merece destaque o caso da JBS. Cliente direta do Sistema BNDES desde meados da década de 90, previamente ao início do apoio ao respectivo processo de internacionalização, a JBS havia contado com o apoio do

⁵ Considera-se abate formal aquele que é realizado em frigoríficos com algum tipo de inspeção sanitária (municipal, estadual ou federal). A fonte de dados é o IBGE.

Sistema BNDES via empréstimos (renda fixa), em operações de financiamento de investimentos e, principalmente, em operações de financiamento a exportações, por meio da linha Pré-Embarque Especial.

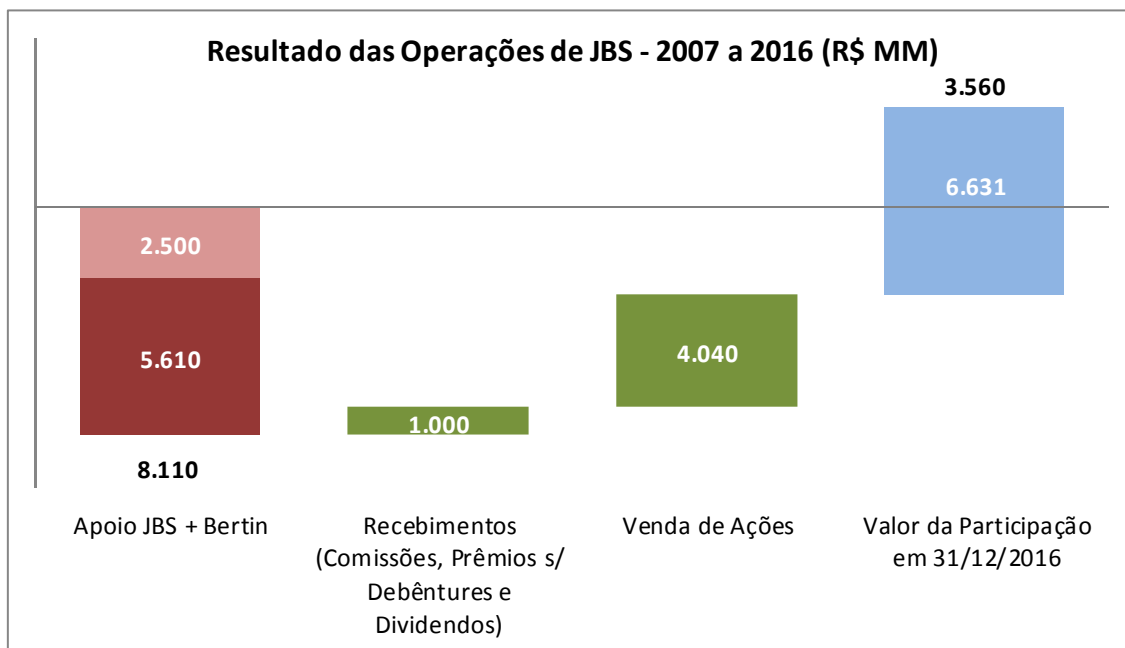
Com 71% das receitas provenientes do mercado externo, a Companhia conduziu um processo amplo de expansão local e de internacionalização mediante aquisições, tendo contado com o apoio do Sistema BNDES e do mercado de capitais (via emissão de ações e títulos de dívidas corporativas no exterior) nas principais etapas de tal processo: inicialmente, em 2005, o BNDES apoiou a compra da Swift Argentina, via empréstimo (renda fixa); posteriormente, a BNDESPAR, por meio de aportes de capital (renda variável), apoiou movimentos de expansão da JBS nos EUA e Austrália. Mais especificamente, a aquisição, pela JBS, das seguintes companhias no exterior foi objeto de apoio pela BNDESPAR, por meio de operações de renda variável: Swift Foods Company (2007); National Beef Packing Company, LLC, Smithfield Beef Group, Inc. e Five Rivers Ranch (2008); e Pilgrim's Pride Corporation (2009).⁶

Neste movimento, a JBS passou de uma empresa local para uma empresa com operações nos principais centros produtores (Brasil, Argentina, Uruguai, Paraguai, Estados Unidos e Austrália) e com acesso a praticamente todos os mercados consumidores do mundo, mitigando, assim, riscos derivados de barreiras fitossanitárias ou comerciais.

O apoio da BNDESPAR via mercado de capitais à empresa somou R\$ 5,6 bilhões (não incluindo os R\$ 2,5 bilhões investidos em 2008 na Bertin, incorporada à JBS em dez/2009), propiciando os recursos necessários para a estratégia de aquisições da Companhia. Como resultado, as referidas operações de mercado de capitais já retornaram ao Sistema BNDES cerca de R\$ 5,04 bilhões na forma de dividendos, comissões, prêmios e venda de ações, conforme apresentado no Quadro 8 abaixo. Computados esses efeitos em conjunto com a valorização das ações até 2016, o resultado das operações da BNDESPAR com a JBS em dezembro de 2016 era positivo em R\$ 3,56 bilhões.

⁶ Conforme adiante exposto em detalhes, o objetivo da operação de 2009 era não apenas a aquisição da companhia americana Pilgrim's Pride Corporation, mas também a incorporação da brasileira Bertin S.A. e o reforço da estrutura de capital consolidada da JBS.

Quadro 8 – Resultado das Operações de JBS – 2007 a 2016 (R\$ milhões)



Fonte: BNDES

Ressalte-se que, atualmente, a BNDESPAR detém 21,32% do capital social da Companhia.

O apoio da BNDESPAR à JBS foi composto pelas operações detalhadas a seguir.

1ª Operação: SWIFT

A primeira operação de investimento em renda variável na JBS ocorreu em julho de 2007, por meio da subscrição de ações ordinárias, com investimento de R\$ 1.137.006.253,90 em oferta privada, visando a apoiar a aquisição da Swift Foods Company, empresa com sede nos EUA e com presença mundial.

O preço de emissão das ações no aumento de capital, aprovado pela unanimidade dos acionistas reunidos em Assembleia Geral Extraordinária, realizada em 29/06/2007, foi de R\$ 8,1523 por ação.

A BNDESPAR adquiriu 12,95% do capital da JBS (139.470.610 ações). Da oferta, a BNDESPAR subscreveu 61,33% das ações ofertadas, enquanto os controladores, por meio das *holdings* J&F e ZMF, subscreveram 16,36% (R\$ 303.201.703,03 por 37.192.167 ações) e os minoritários, no exercício da quase totalidade do seu direito de preferência, subscreveram os 22,31% restantes das ações (R\$ 413.625.063,06 por 50.737.223 ações).

Vale ressaltar que os controladores da JBS cederam gratuitamente parte de seu direito de preferência à BNDESPAR, direito este que, ao ser negociado pelos minoritários na

B3, apresentou cotação média de R\$ 0,73 por direito. Desta forma, se considerarmos o preço médio e o volume de ações que a BNDESPAR pôde subscrever, esta cessão gratuita teria valor de R\$ 101,8 milhões (139.470.610 ações x R\$ 0,73). O valor do direito de preferência representa a diferença entre o valor de subscrição e o valor de mercado das ações no período.

Além disso, considerando o valor econômico das ações da JBS após a aquisição da Swift, o preço de emissão das ações na operação (R\$ 8,1523) apresentou **deságio** quando comparado tanto ao preço justo (valor econômico das ações) calculado pela equipe de análise do BNDES (R\$ 9,70 por ação) quanto ao consenso de mercado para o preço do papel. Ao comparar o preço de subscrição com os preços-alvo de analistas de bancos de investimento ao longo do ano de 2007, observa-se que o preço de subscrição do aumento de capital era inferior ao valor encontrado pelos analistas, conforme o Quadro 9 abaixo. Merecem destaque as indicações de preço do JP Morgan, próximas à data da operação, que apontam um preço alvo de R\$ 12,00.

Quadro 9 – Preços-Alvo para a ação da JBS ao longo de 2007

Cobertura	Data	Market price	Target price
ING	31/03/2006	8,63	8,20
JPMorgan	07/05/2007	8,00	12,00
JPMorgan	22/08/2007	7,85	12,00
ABN AMRO	11/09/2007	8,61	8,24
Citibank	13/09/2007	8,41	12,70
JPMorgan	23/11/2007	7,42	10,00
Santander	26/11/2007	7,30	8,10

Fonte: BNDES, com base nos relatórios de analistas disponíveis na base Bloomberg para a época

Por fim, registre-se que, no âmbito da operação, assegurou-se ainda, à BNDESPAR, o direito à indicação de um membro titular e respectivo suplente para compor os Conselhos de Administração e Fiscal da Companhia. Tal direito perduraria pelo período durante o qual a BNDESPAR mantivesse participação igual ou superior a 5% do capital social total da JBS.

2ª Operação: NATIONAL e SMITHFIELD

Em 2008, houve nova operação de investimento da BNDESPAR na JBS, com o objetivo de apoiar a aquisição das empresas norte-americanas National Beef Packing Company, LLC e Smithfield Beef Group, Inc., ambas grandes empresas no setor de carne bovina, sendo que a compra da Smithfield incluiu a compra da Five Rivers Ranch. Com tais aquisições, a JBS visava dar continuidade ao seu processo de internacionalização e consolidação do setor de carnes.

O aumento de capital foi de R\$ 2,55 bilhões, sendo que a participação da BNDESPAR foi de R\$ 995.867.813,30, equivalente a menos de 40% da oferta, tendo sido realizado

(i) de forma direta, por meio de subscrição de 47.421.190 ações ordinárias de emissão da JBS, correspondentes ao direito de preferência da BNDESPAR, no montante de R\$ 335.267.813,30, equivalente a 13,15% do total da oferta; e (ii) indiretamente, por meio do PROT Fundo de Investimento em Participações (FIP-PROT), mediante a subscrição de 45% das cotas do fundo pelo valor de R\$ 660.600.000,00 (o FIP-PROT subscreveu o equivalente a 57% do total da oferta).

Complementarmente, os controladores, por meio das *holdings* J&F e ZMF, subscreveram o equivalente a 9,87% da oferta, ao mesmo tempo em que os minoritários participaram com os quase 20% restantes, com alto índice de exercício do direito de preferência.

Tendo em vista a necessidade de aprovação prévia das aquisições por parte dos órgãos de defesa da concorrência dos EUA (nominalmente, o Departamento de Justiça – DoJ), a BNDESPAR, refletindo a diligência de suas análises e zelo na aplicação de recursos públicos, negociou o direito de revenda das ações subscritas corrigidas pelo CDI, caso as aquisições fossem vetadas pelo DoJ. Destaque-se que, dentre todos os investidores que participaram do aumento de capital, somente a BNDESPAR e o Fundo PROT (que tinha a BNDESPAR como cotista) tinham este direito.

Em face da não aprovação da operação de aquisição da National pelo DoJ, associada à conjuntura econômica global presente àquela época (durante a crise do *subprime*), a BNDESPAR, o FIP PROT e a JBS negociaram alteração das condições contratuais estabelecidas na operação de investimento, viabilizando maior prazo para que a JBS utilizasse os recursos aportados no seu processo de consolidação e internacionalização, preservados integralmente os direitos da BNDESPAR e do FIP PROT previstos nos instrumentos contratuais correspondentes.

Note-se, portanto, que a concessão de maior prazo para a utilização dos recursos aportados pela BNDESPAR e pelo FIP PROT, além de possibilitar a continuidade da estratégia de consolidação e internacionalização da JBS - em linha com as políticas públicas vigentes à época -, preservou todos os direitos econômicos originalmente previstos para tais investidores. É dizer: permaneceu assegurado, à BNDESPAR e ao FIP PROT, o direito de revenda de ações subscritas corrigidas pelo CDI, no caso de não aquisição, pela JBS, de uma nova empresa no prazo estendido.

Tal aplicação de recursos foi concretizada no âmbito da operação de aquisição da Pilgrim's Pride Corporation e de associação com a Bertin S.A., detalhada a seguir.

3ª Operação: PILGRIM'S e BERTIN

Em dezembro de 2009 e fevereiro de 2010, a BNDESPAR realizou seu terceiro investimento na JBS, no valor de R\$ 3.477.567.913,60, mediante a subscrição de 1.998.832 debêntures mandatoriamente permutáveis por *Brazilian Depositary Receipts*

(BDRs), representativos de ações da subsidiária JBS USA, ou conversíveis em ações da JBS, caso o IPO⁷ da JBS USA não ocorresse até 31/12/2010.

O objetivo da operação era a aquisição da empresa americana Pilgrim's, a incorporação da brasileira Bertin e o reforço da estrutura de capital consolidada da JBS, possibilitando ao mesmo tempo a continuidade do processo de internacionalização da Companhia e uma maior diversificação de proteínas, além da incorporação de um frigorífico brasileiro relevante, principal exportador brasileiro de carne industrializada, com participação considerável no mercado mundial e unidades no Brasil, China, Paraguai e Uruguai.

Conforme a escritura das debêntures, o IPO da JBS USA deveria ocorrer até 31/12/2010, podendo o prazo ser prorrogado por um ano, mediante pagamento aos debenturistas de prêmio igual a 15% do valor nominal das debêntures. Em 23/12/2010 foi realizado o pagamento do prêmio, no valor de R\$ 521.635.187,04, prorrogando-se, assim, o prazo para o IPO da subsidiária americana para até 31/12/2011.

Ainda segundo os termos da escritura de debêntures, caso não ocorresse o IPO da JBS USA dentro do prazo estipulado, as debêntures seriam mandatoriamente convertidas em ações de emissão da JBS, pelo seu valor nominal acrescido de prêmio de 10%, com preço de conversão por ação fixado com base nos 60 últimos pregões e limitado entre R\$ 6,50 e R\$ 12,50. Assim, somente na hipótese de não realização da oferta pública de ações da JBS USA até o prazo estabelecido na escritura (qual seja: 31/12/2011, após o pagamento do prêmio para prorrogação ocorrido em dezembro de 2010) as debêntures passariam a ser mandatoriamente conversíveis em ações da JBS, em 31/01/2012, quando o prêmio de 10% seria devido, sendo a conversão um mecanismo de liquidez alternativo baseado na cotação média de mercado no momento da conversão.

Em maio de 2011, a JBS propôs aos debenturistas, inclusive à BNDESPAR, a alternativa de capitalizar as debêntures, em aumento de capital da Companhia ao preço de emissão de R\$ 7,04 por ação, em vez de aguardar sua permuta por BDRs da JBS USA ou sua conversão em ações de emissão da JBS.

A BNDESPAR analisou a proposta à luz da sua estimativa de valor justo, realizada por meio do fluxo de caixa livre descontado. O valor justo então estimado pela BNDESPAR era de R\$ 8,44 por ação, superior ao preço proposto pela Companhia, de R\$ 7,04. Assim, a opção pela capitalização das debêntures, nos moldes da proposta recebida, foi considerada vantajosa à BNDESPAR, pelo que, em maio de 2011, foi decidida a capitalização das debêntures, mediante aumento de capital da JBS, ao preço de R\$ 7,04 por ação de emissão da Companhia.

As datas e valores investidos no âmbito das operações de renda variável acima referidas estão esquematizados no Quadro 10 a seguir:

⁷ *Initial public offering* ou oferta pública inicial, termo utilizado para designar a oferta pública por meio da qual uma companhia aliena, pela primeira vez, ações de sua emissão no mercado de capitais.

Quadro 10 – Cronograma de aportes das operações com a JBS

Data do Investimento	Valor Total do Investimento (R\$)	Objetivo
06.07.2007	1.115.581.927,98	Aquisição da Swift Foods Company
09.08.2007	21.424.325,92	
17.04.2008	635.400.000,00*	Aquisição das companhias National, Smithfield e Five Rivers
18.04.2008	335.267.813,30	
28.05.2008	25.200.000,00*	
30.12.2009	2.265.280.493,00	Aquisição da Pilgrim's e associação com a Bertin
05.02.2010	1.211.377.505,20	
12.02.2010	909.915,40	

*Estes aportes foram realizados no FIP-PROT que, por sua vez, subscreveu ações de emissão da JBS no âmbito do aumento de capital da Companhia.

Além dos investimentos relacionados acima, a BNDESPAR também investiu um total de R\$ 2.499.929.732,16 no capital social da Bertin, em 2008, empresa posteriormente incorporada à JBS (2010), conforme já explicitado.

Todos os investimentos supracitados estão em valores históricos, sem nenhuma atualização ou correção.

Como se depreende do acima exposto, a principal finalidade das operações de investimento na JBS via instrumentos de renda variável foi apoiar o seu processo de internacionalização, por meio da aquisição de empresas estrangeiras, sem reflexos, portanto, na concentração do mercado de proteína de origem animal no Brasil.

A única de tais operações que envolveu ativos no Brasil foi a incorporação da Bertin, sendo que ela foi objeto de análise e aprovação pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), autarquia federal competente para apreciar potenciais atos de concentração nos termos da Lei nº 8.884/94, então em vigor.

De acordo com a referida lei, cabia ao CADE, apreciar, a posteriori, as operações que pudessem representar concentração econômica no mercado brasileiro. Para ter segurança em relação à probabilidade de aprovação da operação pelo CADE, a BNDESPAR demandou da JBS a prévia apresentação de parecer expedido por escritório brasileiro de primeira linha a respeito da operação, o qual concluiu no sentido de uma probabilidade favorável de aprovação por aquela autarquia.

Em abril de 2013 o CADE aprovou a operação, conforme informado por sua assessoria de comunicação social (<http://www.cade.gov.br/noticias/jbs-tera-de-informar-compras-de-frigorificos-ao-cade-pelos-proximos-30-meses>, acesso em 29/11/2017).

4.1.2. Auditorias Conduzidas pelo TCU

No que se refere a supostas irregularidades nas operações com a JBS, conforme avaliação do TCU, bem como a questões recorrentemente divulgadas em notícias jornalísticas em relação às referidas operações e abordadas durante os trabalhos da CPI, em especial em 23/08/2017, quando foi realizada audiência pública com representantes do TCU, cumpre esclarecê-las conforme abaixo.

A esse respeito, registre-se que todas as questões já foram institucional e publicamente explicadas e esclarecidas pelo BNDES em seu *site*, por meio do qual foi divulgada uma seção de perguntas e respostas sobre as operações da BNDESPAR com a JBS. Para informações adicionais, consultar os esclarecimentos prestados pelo BNDES em tal seção⁸.

a) Suposto prejuízo ou dano ao erário nas operações

As operações foram realizadas seguindo as regras do mercado de capitais e contaram com a participação de outros investidores.

Além disso, conforme já demonstrado pelo Quadro 8 (Resultado das Operações de JBS – 2007 a 2016), as operações da BNDESPAR com a JBS não geraram prejuízo. Pelo contrário, o somatório dos valores já recebidos a título de venda de ações, proventos e outros pagamentos realizados pela Companhia e o valor de mercado da participação da BNDESPAR na companhia superam de forma representativa o valor investido.

Conforme se verifica no Quadro 8, na data-base de 31/12/2016, a BNDESPAR já havia recebido R\$ 5,04 bilhões e sua participação equivalia (em valor de mercado) a R\$ 6,63 bilhões, totalizando aproximadamente R\$ 11,67 bilhões, enquanto o desembolso total da BNDESPAR foi de R\$ 8,11 bilhões.

Note-se que atualmente o saldo permanece positivo, mesmo após os eventos recentes envolvendo a JBS e seus controladores.

b) Suposta falta de benefícios econômicos e sociais na utilização de recursos públicos

No que se refere à efetividade de suas operações, o BNDES apresentou, como principal fundamento para o apoio ao setor de carnes, a execução das políticas públicas produzidas pelo Governo Federal em meados dos anos 2000, em especial a PITCE e a PDP. Conforme já explicado, a PDP colocava a cargo do Sistema BNDES atuar para a

⁸ <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/perguntas-respostas-sobre-apoio-bndes-JBS>

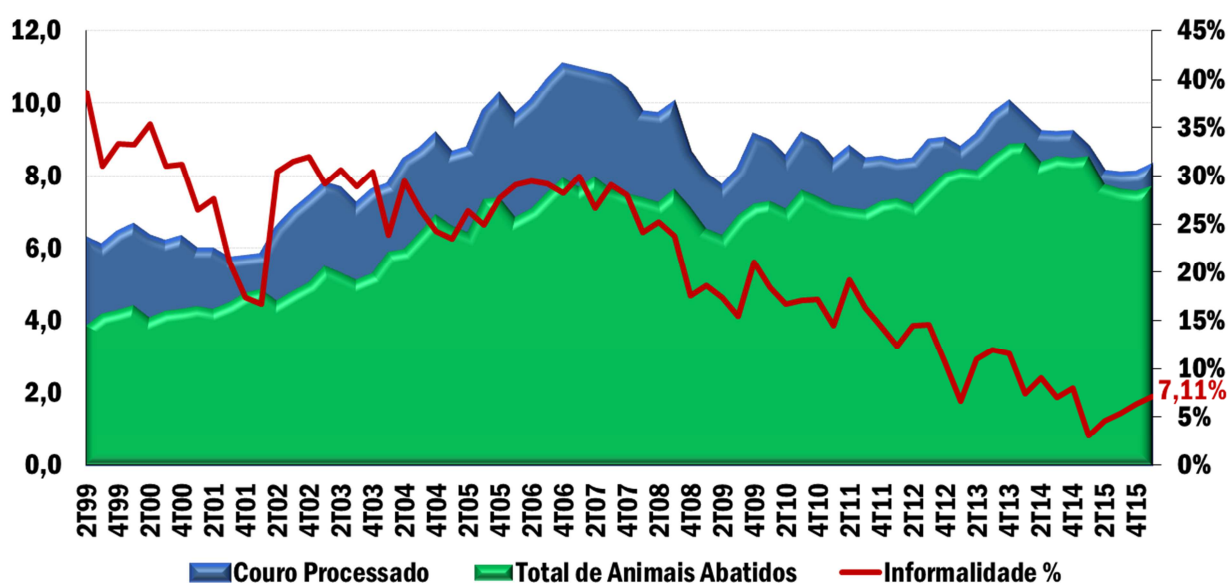
internacionalização das empresas brasileiras com vistas à conquista de mercados, consolidação e expansão da liderança brasileira no mercado global de carne.

Há que se considerar que a elaboração de uma política industrial em âmbito nacional, com a mobilização de diversos órgãos do Executivo, é precedida de análises que levam em consideração os impactos sociais e econômicos para o País na sua adoção. Neste sentido, a atuação do BNDES em linha com as políticas industriais em vigor já seria, sem sombra de dúvida, a execução de estratégias prioritárias de governo e, portanto, com aferição prévia dos benefícios sociais, econômicos e/ou estratégicos que tais políticas gerariam para o País.

Desse modo, o BNDES, dentro das atribuições previstas desde a sua constituição e no estrito cumprimento de seu mandato de agente executor da política de investimentos do Governo Federal (artigo 23 da Lei nº 4.595/64), executou a PITCE e a PDP dentro dos parâmetros legais e técnicos aplicáveis e vigentes à época. Nesse sentido, faz parte da história do BNDES a execução das políticas públicas vigentes, como, por exemplo, a execução do Programa Nacional de Desestatização, o suporte ao desenvolvimento da indústria siderúrgica brasileira, dentre outras.

Ademais, é importante ressaltar que, diante da preocupação com as práticas nas quais operava o setor e visando ao benefício socioambiental do País, em particular pelas consequências sobre o desmatamento, o BNDES passou a condicionar seu apoio ao setor ao cumprimento de norma específica. A Resolução DIR nº 1.854/2009-BNDES, de 27/10/2009, estipulou critérios e condicionantes socioambientais para o apoio do Banco ao setor, com a exigência de uma série de medidas como, por exemplo, a formação de um cadastro com a exclusão de fornecedores condenados judicialmente por trabalho escravo, desmatamento ilegal, ocupação ilegal da terra e interferência em terra indígena, a implementação de um sistema de rastreabilidade, a implementação de certificações socioambientais e gestão ambiental, o estabelecimento de metas de racionalização do uso de água e de valores mínimos para investimentos ambientais.

Há que se destacar como evidência da efetividade do apoio que, após o início do apoio da BNDESPAR ao setor, houve forte redução da informalidade no abate bovino, tendo o abate informal (que ocorre sem nenhum tipo de inspeção: federal, estadual ou municipal) caído de níveis superiores a 50% no final da década de 90 para abaixo de 10% mais recentemente (informações elaboradas pelo BNDES a partir de dados do IBGE - comparação de peles processadas com abates inspecionados).



Além disso, o Brasil se consolidou como um dos maiores exportadores de carne bovina. Dados da OCDE/FAO mostram a evolução. No quadro abaixo, percebe-se que, em 2000, o Brasil figurava sem destaque no quadro de exportadores de carne bovina. Em 2005, na esteira do mal da vaca louca com efeitos nos rebanhos (e nas exportações, consequentemente) da União Europeia e EUA, o Brasil saltou para a primeira colocação do ranking. Recentemente, com a recuperação dos rebanhos globais e a evolução do setor nacional, o Brasil se consolidou como um dos maiores exportadores e a FAO estima que o Brasil voltará à liderança das exportações em 2019.

Beef and veal (cwe) Exports								
		Dados Históricos					Projeções FAO	
		2000	2005	2010	2015	2016	2019	2020
Australia	i	1.655,78	1.521,69	1.631,40	2.313,57	1.912,92	2.010,80	2.045,58
Brazil	i	591,90	2.390,64	1.708,23	1.687,66	1.893,13	2.061,92	2.174,29
United States	i	1.119,96	317,89	1.043,86	1.028,10	1.143,29	1.231,49	1.219,58
New Zealand	i	465,37	593,23	526,64	620,15	621,34	561,30	547,36
Canada	i	829,23	754,24	851,30	614,93	619,49	704,22	691,22
European Union-28	i	128,62	76,55	182,13	384,76	462,39	381,42	371,81
Mexico	i	276,66	273,40	330,73	456,83	425,00	470,04	474,76
Paraguay	i	55,96	178,00	262,00	353,00	386,00	378,05	378,88
Uruguay	i	238,17	382,44	331,36	374,09	384,46	375,40	346,40
Argentina	i	346,30	771,74	309,87	204,89	230,00	341,93	413,41

Fonte: OECD-FAO Agricultural Outlook 2017-2026.⁹ Data extracted on 20 Nov 2017 14:59 UTC (GMT) from OECD.Stat

Além desta evolução, o Brasil aumentou sua participação inclusive no mercado norte-americano:

⁹ http://stats.oecd.org/Index.aspx?datasetcode=HIGH_AGLINK_2017

Importação dos EUA Meat and livestock annual cumulative year-to-date U.S. trade (Beef and veal imports - Carcass wt. 1,000 pounds)									
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Jan-Sep 2016	Jan-Sep 2017
Australia	566.491	452.043	654.523	623.889	1.082.676	1.258.200	767.216	648.045	518.907
Canada	860.822	689.081	537.499	538.065	602.157	628.448	717.798	542.739	554.110
New Zealand	472.974	456.795	495.329	526.046	597.115	661.687	612.549	538.660	479.387
Mexico	107.329	154.911	242.289	251.563	310.155	391.937	493.446	342.673	440.744
Brazil	60.271	43.427	75.595	97.202	81.463	149.580	152.703	104.392	110.429
Nicaragua	100.135	125.283	100.622	91.413	138.972	103.834	111.244	79.160	97.486
Uruguay	54.200	51.854	72.141	82.584	91.859	136.949	121.911	91.082	97.993
Costa Rica	23.603	19.645	20.132	21.310	28.859	27.580	27.505	20.915	19.115
Honduras			19.018	12.243	9.033	3.356	66	66	972
Argentina	43.014	41.933	2.209	4.307	1.930	1.290			

Fonte: USDA, Economic Research Service calculations using data from U.S. Department of Commerce, Bureau of the Census.¹⁰ Date run: 11/3/2017 2:04:07 PM

c) Suposto trâmite das operações em prazo exíguo

Como restou comprovado ao TCU, as operações com o grupo JBS passaram por meses de estudos e análises técnicas antes de cada aprovação.

A BNDESPAR começou a analisar a possibilidade de investir no capital acionário da JBS em março de 2006. A primeira operação só foi aprovada pela Diretoria da BNDESPAR em 26.06.2007. As demais operações, realizadas quando a BNDESPAR já era sócia da JBS, que era uma companhia aberta com ações listadas no Novo Mercado da B3, tiveram prazos de negociação e análise entre 4 e 6 meses.

Ao longo dos processos de auditoria realizados pelo TCU, o BNDES encaminhou documentos para o referido órgão comprovando os prazos de meses de análise, inclusive estudos preparados por instituições externas de primeira linha, como apresentações do Banco Santander e da firma internacional de assessoria financeira Rothschild, além de Fatos Relevantes publicados no *site* da CVM e registros internos do BNDES.

Outrossim, foram apresentados ao TCU exemplos de operações com outras empresas, de setores diversos, com prazos de análise e aprovação consistentes com aqueles verificados nas operações com a JBS, evidenciando não se tratar de favorecimento.

Foi ainda explicado ao TCU que, por se tratar de operações envolvendo a negociação de ações no mercado de capitais, com regras severas de sigilo impostas pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos da regulamentação emitida com fulcro nas Leis nº 6.385/76 e nº 6.404/76, as análises realizadas eram processadas em regime de confidencialidade, com o efetivo registro nos sistemas do BNDES na fase final da

¹⁰ <https://www.ers.usda.gov/data-products/livestock-and-meat-international-trade-data/livestock-and-meat-international-trade-data/>

operação – evitando-se o risco de vazamento de informações até que a fase de estudos estivesse avançada.

À luz do acima exposto, a informação de que o prazo teria sido de aproximadamente 20 dias úteis não é correta, pois apenas considerou informações parciais, encontradas em sistema informatizado do BNDES.

Ressalte-se que o auditor responsável pelo pronunciamento técnico da Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro no âmbito da representação que analisou as referidas operações concluiu não haver indício de favorecimento tendo em vista que os prazos destas operações eram compatíveis com as demais operações realizadas pela BNDESPAR.

d) Suposto aporte de capital a custo zero para a JBS

No que se refere a operações de renda variável, não cabe falar em “custo zero” ou subsídio, uma vez que os recursos são aplicados a valores de mercado. Nenhuma das operações da BNDESPAR com a JBS foi realizada mediante subsídios à referida empresa.

Conforme já afirmado acima, de acordo com a teoria financeira, é mais caro para uma companhia emitir ações e admitir novos acionistas do que assumir uma dívida financeira¹¹. Isso porque, ao admitirem novos acionistas, os acionistas originários passam a ter que compartilhar decisões societárias, lucros e toda a valorização que conseguirem gerar a partir da operação dos ativos da companhia.

e) Suposto apoio financeiro em valores acima do necessário e suposta falha na verificação do uso desses recursos.

Quanto à verificação da necessidade e utilização de recursos, o Sistema BNDES apresentou ao TCU justificativas baseadas em demonstrações financeiras auditadas da JBS, regulamentação e informações societárias disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, em conformidade com sua normatização vigente à época das operações, nos termos abaixo descritos.

¹¹ “As empresas que usam dívida, em vez de patrimônio líquido, se beneficiam de duas formas. Em primeiro lugar, elas obtêm um benefício tributário, porque os juros sobre a dívida são dedutíveis do imposto de renda, enquanto que os dividendos pagos aos acionistas não o são. E, em segundo lugar, a dívida dá condições para que as empresas imponham uma disciplina aos administradores. As empresas devem fazer pagamentos regulares para os portadores de dívidas, e os administradores que investem em maus projetos aumentam a probabilidade de serem incapazes de honrar esses compromissos.” (Damodaran – 2001)

Operação	Aportes	Cumprimento das Finalidades
Apoio financeiro por meio de participação acionária em 2007	R\$ 1.137 Milhões	- Fato Relevante de 11/07/2007 da JBS, comunicando a conclusão da aquisição da <i>Swift & Co.</i> - Páginas 13, 14 e 15 das Demonstrações Financeiras 3T2007, que demonstram a aquisição da <i>Swift</i>
Apoio financeiro por meio de participação acionária em 2008	R\$ 996 Milhões	- Fato Relevante de 23/08/2008 da JBS, comunicando a conclusão da aquisição das empresas <i>Smithfield</i> e <i>Five Rivers</i> - Página 29 das Demonstrações Financeiras 4T2008 da JBS, que demonstram a aquisição da <i>Smithfield</i> e da <i>Five Rivers</i> - Fato Relevante de 20/02/2009 da JBS, comunicando a desistência da aquisição da <i>National Beef</i> - Fato Relevante do <i>Share Sale Agreement</i> da <i>Tasman</i> de 04/03/2008 - Comunicado a mercado sobre fechamento da aquisição da <i>Tasman</i> de 02/05/2008 - Página 26 das Demonstrações Financeiras 4T2008 da JBS, que demonstram a aquisição da <i>Tasman</i>
Apoio financeiro por meio de debêntures em 2009	R\$ 3.478 Milhões	- Fato Relevante de 28/12/2009 da JBS, comunicando a conclusão da aquisição da <i>Pilgrim's Pride</i> - Páginas 7 e 8 das Demonstrações Financeiras 4T2009, que demonstram a incorporação da Bertin e a aquisição da <i>Pilgrim's Pride</i> - Fato Relevante de 31/12/2009 da JBS, comunicando a conclusão da associação com a Bertin

f) Operação de apoio à aquisição da Swift: suposta aquisição de ações com ágio durante período de elevado risco de crise de mercado

Quanto ao alegado “ágio” que supostamente importaria prejuízo à BNDESPAR, necessário pontuar que a forma pela qual a companhia determina o preço de emissão de

suas ações, expressamente regulada pela legislação em vigor, não se confunde com a avaliação da BNDESPAR sobre o valor da companhia.

Enquanto acionista minoritária da JBS, não cabe à BNDESPAR arbitrar o critério de determinação do preço de emissão, mas sim verificar se o preço fixado pela JBS, na forma da lei, é economicamente atrativo à luz da expectativa de rentabilidade futura da companhia. Para tanto, a BNDESPAR realiza a sua avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, consagrado internacionalmente como técnica da avaliação de empresas.

Nesse contexto, de acordo com a avaliação econômico-financeira realizada pela BNDESPAR, chegou-se ao valor econômico potencial de R\$ 9,70 para as ações da JBS após a aquisição da Swift e o aumento de capital, enquanto na visão de analistas de instituições de primeira linha como o Citibank e JP Morgan o preço justo das ações da JBS seria ainda superior, alcançando os valores de R\$ 12,70 e R\$ 12,00, respectivamente.

Desse modo, a avaliação econômico-financeira da BNDESPAR era aderente às práticas de mercado e o preço pago pela BNDESPAR era atrativo do ponto de vista econômico. Isso porque o valor efetivamente pago pela BNDESPAR, de R\$ 8,1523 por ação, era inferior à avaliação feita pela BNDESPAR, de R\$ 9,70 por ação, o que representava, na verdade, **um deságio de 16%**. Como demonstrado, a avaliação de analistas de mercado era até superior à avaliação da BNDESPAR (R\$12,00 a R\$ 12,70 por ação).

Para demonstrar a atratividade da operação, outros investidores de mercado participaram expressivamente, adquirindo 93,81% da parcela que lhes cabia. Conforme evidenciado no Comunicado ao Mercado emitido pela JBS, em 05.09.2007, o mercado subscreveu 22,31% de um total de 23,78% das novas ações que lhe estavam disponíveis para subscrição.

Relativamente à precificação de ações realizada pela BNDESPAR, cumpre mencionar ainda que o Prof. Ney Roberto Ottoni de Brito, Ph.D. em Finanças pela Stanford University, ouvido nessa CPI em 20/09/2017, explicou que a metodologia utilizada pela BNDESPAR seguiu padrões de mercado. Explicou ainda que a metodologia aplicada pelo TCU (qual seja: utilizar como parâmetro a cotação de mercado das ações da JBS, em data-base prévia à divulgação de operação societária de aquisição da Swift), não é a forma mais correta de avaliação do preço da ação, pois não mensura adequadamente os ganhos da aquisição da Swift.

Nas palavras do Professor Ney Roberto Ottoni de Brito:

“coisas do tipo comparar o preço de mercado de R\$ 7,65 com o preço da operação de R\$ 8,15 e dizer que houve ágio são absolutamente irreais [...] o valor da JBS mais Swift não tem nada a ver com o valor da JBS. Então, querer associar essa diferença de R\$ 0,50 a ágio, não existe ágio, existiu uma avaliação da nova operação com a adição da Swift.”

No caso em tela, a cotação das ações no período de 20.04.2007 a 01.06.2007, que definiu a média de preços sobre o qual foi aplicado o “ágio” de R\$ 0,50 pelo TCU, não

refletia a percepção do mercado com relação à aquisição da Swift (divulgada somente em 29/05/2007). Ou seja, a cotação por ação refletia a JBS sem a aquisição da Swift.

Se observarmos o comportamento das ações após o anúncio do aumento de capital para a aquisição da Swift (em 28/06/2007), a cotação média das ações foi de R\$ 8,77 (30 pregões depois do anúncio); R\$ 8,75 (60 pregões depois do anúncio) e R\$ 8,73 (90 pregões depois do anúncio).

Por oportuno, cabe ainda ressaltar um benefício econômico desconsiderado pela análise do TCU. Na operação, a BNDESPAR recebeu gratuitamente, dos acionistas controladores, a parcela do direito de preferência à aquisição de ações relativo a 179.526.311 ações da JBS. O referido direito de preferência foi negociado na B3 sob o código JBSS1. O preço médio de fechamento do referido direito, compreendendo o período de 02.07.2007 a 24.07.2007, foi de R\$ 0,73 por unidade, ou seja, a BNDESPAR recebeu gratuitamente direitos de subscrição que, se fossem adquiridos na média de mercado totalizariam mais de R\$ 100 milhões.

Por fim, também parece não se sustentar a afirmação de que a operação teria ocorrido durante a crise econômica mundial, pois foi aprovada em junho de 2007 e a crise econômica mundial se agravou em meados de 2008, com seu evento mais agudo ocorrido em 15.09.2008, com a quebra do banco americano Lehman Brothers, portanto, mais de um ano após a sua realização.

g) Operação de apoio à aquisição da Smithfield e da National Beef: suposta irregularidade na precificação das ações da JBS

Conforme § 2º do artigo 170 da Lei 6.404/76 (Lei das S.As.), a competência para definir o preço de emissão de ações cabe à Assembleia Geral de Acionistas ou ao Conselho de Administração:

Art. 170 (...)

§ 2º A assembléia-geral, quando for de sua competência deliberar sobre o aumento, poderá delegar ao conselho de administração a fixação do preço de emissão de ações a serem distribuídas no mercado.

Conforme o mesmo artigo, no seu § 1º, o preço pode ser definido da seguinte forma:

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente: (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

- I. a perspectiva de rentabilidade da companhia; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)*
- II. o valor do patrimônio líquido da ação; (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)*

- III. *a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado. (Incluído pela Lei nº 9.457, de 1997)*

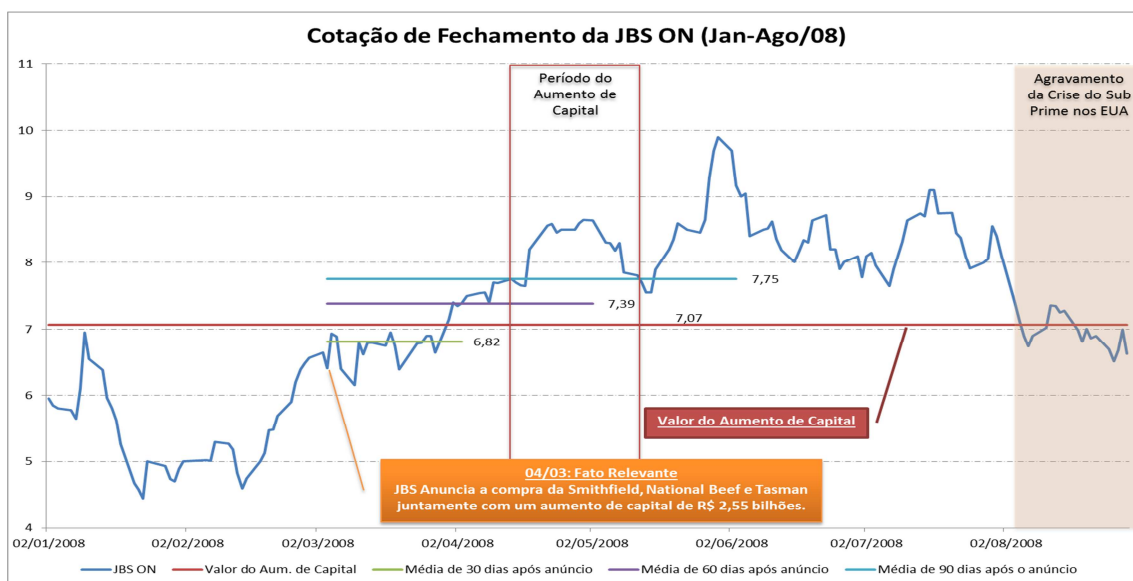
Os valores acima representam, respectivamente:

- I. **Valor econômico:** apurado com aplicação de técnicas de finanças. Modesto Carvalhosa cita dois critérios largamente utilizados: a comparação por múltiplos e o fluxo de caixa descontado. A metodologia de fluxo de caixa descontado, aplicado largamente pelo mercado de capitais na determinação do valor justo de ações é aquele utilizado pelo Sistema BNDES para dar subsídios às suas decisões;
- II. **Valor Patrimonial:** reflete o valor patrimonial das ações, basicamente dividindo o valor do patrimônio líquido da companhia pela sua base acionária, excluídas as ações em tesouraria. Nada mais é que a parcela do patrimônio líquido da sociedade correspondente a cada ação, obtido pela diferença entre o ativo e o passivo da empresa;
- III. **Valor de Mercado:** reflete o valor de mercado das ações. Não há regra específica para definição deste preço. É possível utilizar a cotação de um dia específico ou a média de um período (podendo ser ponderada ou não pelo volume financeiro).

A precificação obedeceu aos parâmetros previstos na legislação aplicável e a BNDESPAR analisou a oferta com base na melhor técnica aplicada ao caso e considerou que havia atratividade econômica na proposta da JBS, ou seja, o valor definido pela Companhia, de R\$ 7,07, mostrava-se adequado e vantajoso economicamente. não cabendo à BNDESPAR a definição deste preço, mas a análise da atratividade do investimento.

A avaliação econômico-financeira da BNDESPAR, utilizando-se de metodologia que seguiu padrões de mercado, indicava potencial de valorização das ações da JBS, o que foi corroborado pela expressiva adesão de acionistas minoritários à operação. Da mesma forma, o consenso dos analistas de mercado mapeados pela Bloomberg (leva em consideração a média de valor apontado por diversas instituições financeiras privadas) apontava para um valor justo/preço alvo por ação de R\$ 9,50.

A cotação de mercado das ações da JBS em data-base prévia à divulgação de operação societária de aquisição de empresas não é considerada um bom parâmetro de avaliação por não mensurar os ganhos de tal aquisição. Faz-se necessário avaliar a nova empresa após aquisição e não a empresa antes da aquisição. Nesse sentido, é preciso verificar que o desempenho da ação da JBS na própria bolsa de valores, logo após o anúncio da operação, demonstra alta valorização das ações.



h) Operação de apoio à aquisição da Smithfield e da National Beef: supostos recursos sem finalidade específica e suposto desvio de finalidade pela não aquisição da National Beef

A operação tinha como finalidade apoiar a aquisição das empresas norte-americanas Smithfield e National Beef, no contexto de cumprimento da PDP, isto é, no contexto de internacionalização das empresas brasileiras com vistas a conquista de mercados, consolidação e expansão da liderança brasileira no mercado global de carne.

Como acima explicado, tendo em vista a necessidade de aprovação prévia das aquisições por parte dos órgãos de defesa da concorrência dos EUA (nominalmente, o Departamento de Justiça – DoJ), a BNDESPAR, refletindo a diligência de suas análises e zelo na aplicação de recursos públicos, negociou o direito de revenda das ações subscritas corrigidas pelo CDI, caso as aquisições fossem vetadas pelo DoJ. Destaque-se que, dentre todos os investidores que participaram do aumento de capital, somente BNDESPAR e o Fundo PROT (que tinha a BNDESPAR como cotista) tinham este direito.

Em face da não aprovação da operação de aquisição da National pelo DoJ, a BNDESPAR, o FIP PROT e a JBS negociaram alteração das condições contratuais estabelecidas na operação de investimento, viabilizando maior prazo para que a JBS utilizasse os recursos aportados no seu processo de consolidação e internacionalização. Em tal alteração contratual, foram integralmente preservados os direitos da BNDESPAR e do FIP PROT previstos nos instrumentos contratuais correspondentes, na medida em que lhes permaneceu assegurado o direito de revenda de ações subscritas na operação corrigidas pelo CDI, no caso de não aquisição, pela JBS, de uma nova empresa no prazo estendido.

Finalmente, acordou-se que os recursos que seriam empregados na aquisição da National Beef seriam redirecionados contratualmente à aquisição de outra empresa norte-americana, a Pilgrim's Pride, e à associação com a Bertin S.A.

Portanto, todos os recursos da BNDESPAR foram destinados à internacionalização e consolidação, tudo em conformidade com as políticas vigentes à época. Não houve, portanto, utilização dos recursos da BNDESPAR em finalidade diversa da prevista contratualmente.

O redirecionamento dos recursos, além de cumprir a finalidade estabelecida pela política governamental então vigente, foi entendido pela BNDESPAR como a melhor alternativa para preservação de seus direitos econômicos e foi aprovado pela Diretoria da BNDESPAR, mesmo órgão que estabeleceu a finalidade original da operação.

i) Alteração de fórmula de cálculo do valor das ações da JBS e suposta renúncia a multa contratual de 10%

A operação de investimento na JBS por meio de debêntures mandatoriamente conversíveis (2009) previa a troca, a preço de mercado, dessas debêntures por BDRs emitidos pela JBS USA caso houvesse a abertura de capital (IPO) na Bolsa de Valores de Nova York até dezembro de 2011. Caso a JBS USA não realizasse sua abertura de capital, as debêntures seriam convertidas, a preço de mercado, em ações da JBS, no Brasil, em janeiro de 2012 com um prêmio de 10% em mais ações.

A BNDESPAR recebeu, no início de 2011, proposta para aderir a aumento de capital da JBS ao preço de R\$ 7,04 por ação, podendo utilizar suas debêntures para o pagamento do referido aumento de capital.

A recusa significaria aguardar a abertura de capital da JBS USA ou a conversão em ações da JBS no Brasil em janeiro de 2012 a preços de mercado (sujeito a flutuações). Portanto, não era possível saber, naquele momento, qual seria o preço a ser pago em janeiro de 2012 – podendo este ser superior ou inferior ao preço proposto de R\$ 7,04 por ação.

Para analisar as alternativas, foi necessário realizar uma avaliação do preço justo das ações da JBS. A avaliação interna da BNDESPAR estimou R\$ 8,44 por ação. Além de sua própria avaliação econômico-financeira, a BNDESPAR buscou relatórios de mais de uma dezena de instituições financeiras privadas, dentre as quais HSBC, Banco Safra Investimento, Bradesco Corretora, Banco do Brasil, Ágora CTVM e Votorantim CTVM Research, que apontaram para a média de R\$ 8,53 por ação.

Desse modo, tanto a análise interna quanto a média das avaliações de mercado apontaram valores acima do proposto. Logo, considerando que não é possível saber o preço futuro de uma ação negociada em bolsa de valores, a BNDESPAR aderiu ao aumento de capital da JBS, ao preço R\$ 7,04, com a fundada expectativa de receber mais ações em comparação às estimativas disponíveis à época.

No que se refere à suposta “renúncia à multa contratual”, trata-se do mesmo fato: a opção da BNDESPAR de aderir ao aumento de capital da JBS, liquidando, com isso, as debêntures mandatoriamente conversíveis.

Esclareça-se que não se tratava de multa contratual, mas sim de prêmio em caso de conversão. Multas são decorrentes de inadimplemento contratual e a JBS não ficou inadimplente em relação ao contrato. O prêmio era vinculado à conversão das debêntures em ações e era condicionado a evento futuro e incerto: o não IPO da JBS USA – evento esse que dependia das condições de mercado nos EUA.

É equivocado, portanto, afirmar que houve renúncia de direito. Como explicado acima, a JBS ainda contava com prazo até dezembro de 2011 para realizar a abertura de capital da JBS USA. Apenas na hipótese de não realização da abertura de capital até 31.12.2011 as debêntures passariam a ser mandatoriamente conversíveis em ações da JBS, o que ocorreria em janeiro de 2012.

Desse modo, não houve renúncia, pois em maio de 2011 – época do aumento de capital da JBS ao preço de R\$ 7,04 por ação – a BNDESPAR não tinha qualquer direito contratual de conversão imediata das debêntures nem de aplicabilidade do prêmio de 10%. Com a utilização das debêntures no aumento de capital, estas foram liquidadas e, portanto, nunca existiu situação fática em que à BNDESPAR cabia o direito de receber o prêmio de 10%.

Conforme já explicado, as avaliações financeiras tanto da BNDESPAR quanto do mercado estimavam um valor de ação superior (R\$ 8,44 e R\$ 8,53, respectivamente) ao valor de R\$ 7,04 proposto à BNDESPAR no aumento de capital da JBS. Ainda que o prêmio de 10% fosse considerado no cálculo ($R\$ 7,04 + R\$0,70 = R\$ 7,74$), com as informações disponíveis à época, a adesão ao aumento de capital era a alternativa mais vantajosa.

j) Suposta dispensa de garantias

É fundamental distinguir operações de financiamento via crédito e via participações acionárias. Nas operações de crédito, o BNDES empresta determinado valor a uma empresa e esta assume o compromisso de pagar esse valor acrescido de uma taxa de juros. O BNDES torna-se credor da empresa e, para reduzir o risco de não receber, exige a apresentação de garantias. Assim, caso o devedor não pague o empréstimo, o BNDES pode executar as garantias como forma de reaver os valores não pagos e preservar seu caixa.

Os investimentos realizados pela BNDESPAR na JBS, no entanto, foram operações de capitalização da companhia, ou seja, os recursos ingressaram no capital da JBS mediante o recebimento de ações ou debêntures mandatoriamente conversíveis em ações. Estas debêntures, pelo fato de serem obrigatoriamente conversíveis, foram tratadas como investimento e não como títulos de dívida. A finalidade da operação era o recebimento de ações, sendo que a estrutura de debêntures mandatoriamente

convertíveis foi utilizada apenas para permitir à BNDESPAR a alternativa de receber ações da JBS ou ações de sua subsidiária, a depender das condições de mercado.

Tal tratamento está em linha com a jurisprudência da CVM, doutrina acadêmica, publicações jornalísticas especializadas e práticas do mercado de capitais internacional.

No âmbito do Processo Administrativo nº RJ2010-16753 (envolvendo outra companhia que não a JBS), o Colegiado da CVM entendeu que debêntures subordinadas obrigatoriamente convertíveis “podem ser equiparadas às ações de emissão da companhia”. Ainda conforme o Colegiado da CVM: “a natureza econômica das Debêntures parece muito similar à das ações de emissão da Companhia, uma vez que os valores investidos pelos subscritores foram ou serão repassados à Companhia a título perpétuo, tal como ocorre com a subscrição de ações”.

Nos termos de matéria de publicação especializada em finanças, a Financial Times, títulos mandatoriamente convertíveis são um tipo de valor mobiliário que pode ser considerado como participação acionária em vez de dívida¹².

Desse modo, não havendo crédito do BNDES contra a JBS, mas sim participação acionária, não é possível a exigência de garantias.

k) Suposto apoio a empresa com débitos e irregularidades previdenciárias

No tocante à questão dos alegados débitos da JBS com o INSS, o BNDES já informou em seu *site* que, por exigência legal, a prévia comprovação de regularidade de débitos previdenciários é condição para liberação de recursos e que a Companhia apresentou certidões de regularidade (certidão positiva com efeitos de negativa) emitidas pela Receita Federal necessárias a todas as liberações de recursos efetuadas.

l) Suposta ausência de *due diligence* nas operações

Não existe norma que trate como obrigatória a “due diligence” externa em operações de investimento em companhias abertas. Isso porque companhias abertas já passam por processo de diligência no momento da oferta pública inicial de ações (IPO), além de serem obrigadas, em observância à regulação da CVM, a apresentar periodicamente informações atualizadas ao mercado de capitais.

A JBS era, à época da primeira operação de renda variável (2007) uma companhia aberta, sujeita à publicidade exigida pela legislação aplicável a esse tipo de entidade. O investimento da BNDESPAR foi em ações/debêntures de emissão da JBS e as informações sobre a empresa estavam disponíveis pública e indistintamente a qualquer investidor, conforme regulação da CVM.

¹² <https://www.ft.com/content/4f53cef6-c406-11df-b827-00144feab49a>, consulta em 30/11/2017.

Em julho de 2012, o Sistema BNDES, seguindo recomendação do TCU, instituiu a Política de Renda Variável do Sistema BNDES, estabelecendo um conjunto de regras e requisitos para a atuação da BNDESPAR no mercado de capitais. No âmbito de tal normativo, foi previsto que nas operações de investimento em companhias fechadas com valor de aporte superior a R\$ 100 milhões, é obrigatória a realização, por assessores externos, de processo de diligência fiscal, financeira, trabalhista, legal e ambiental, com a finalidade de subsidiar a avaliação acerca do investimento.

No que se refere especificamente às operações sob análise do TCU, a norma em questão sequer havia sido instituída. Vigoravam para a análise das operações somente as mesmas regras aplicáveis às operações de financiamento (renda fixa) do BNDES, segundo as quais as equipes de análise devem solicitar uma listagem de documentos às beneficiárias e realizar a análise acerca da sua situação sem assessoria externa. Esta análise foi devidamente realizada e seu resultado consta dos Relatórios de Análise apresentados ao órgão de controle.

5. Melhorias e Aprimoramentos

No que se refere a procedimentos operacionais e de controle interno do Sistema BNDES, representantes do TCU afirmaram, durante o transcurso da CPI, que o BNDES, em suas operações de renda fixa, é bem regulado, estruturado e normatizado. Contudo apresentaram críticas à governança interna da BNDESPAR, entendendo pela existência de fragilidades.

Preliminarmente, cumpre informar que os processos de aprovação interna do BNDES e da BNDESPAR (fluxo de análise e submissão a órgãos colegiados deliberativos) são estruturados de forma similar. As operações passam pela análise de diversas áreas (em especial Área de Planejamento e Pesquisa, Área de Crédito, Área Operacional e Área Jurídica) e são submetidas a dois órgãos colegiados, quais sejam: o Comitê de Enquadramento, Crédito e Mercado de Capitais, que enquadra a operação de acordo com as políticas do BNDES, formado por Superintendentes, todos eles necessariamente funcionários de carreira, e pelo Chefe de Gabinete da Presidência; e as Diretorias de BNDES e BNDESPAR, formadas pelos mesmos membros, indicados pelo Governo Federal, as quais deliberam sobre a aprovação ou rejeição das operações.

Não obstante o disposto acima, considerando as críticas apresentadas ao longo dos últimos anos no que tange à normatização das operações de renda variável, o BNDES e a BNDESPAR têm realizado trabalho contínuo para melhoria do regramento de suas atividades no mercado de capitais, mediante a especificação e contínuo aprimoramento dos requisitos operacionais e de governança corporativa aplicáveis às suas operações, bem como têm procedido à adaptação de suas normas internas a novas legislações eventualmente editadas.

Tal processo está em curso, com a aprovação e reformulação de normas atinentes às atividades da BNDESPAR, tanto em razão da evolução legal aplicável (especialmente pelos avanços estabelecidos na Lei das Estatais) quanto em razão das recomendações

realizadas pelo TCU, no contexto de fiscalizações realizadas, e pelo Congresso Nacional (CPI de 2015).

Nesse contexto, o principal marco normativo foi a instituição da Política de Atuação em Renda Variável do Sistema BNDES, aprovada pela Diretoria do BNDES em 2012 (Resolução DIR nº 2.272/2012-BNDES), em resposta direta à recomendação do Tribunal de Contas feita no Acórdão nº 2.618/2011-Plenário. Referida Política institucionalizou e consolidou diretrizes e regras específicas para a atuação do BNDES e BNDESPAR em renda variável, com a inclusão de um conjunto mínimo de informações, critérios e requisitos a serem observados nas atividades de investimento, acompanhamento e desinvestimento das operações de renda variável da BNDESPAR.

Mais recentemente, várias outras melhorias normativas foram adotadas, conforme descrito adiante, visando ao tratamento de temas diretamente relacionados às recomendações contidas no item 4 do Relatório Final da CPI de 2015¹³, como *compliance*, análise de efetividade, governança e alguns outros aspectos específicos da atuação da BNDESPAR.

- **Compliance - recomendações da CPI de 2015:**

- O estabelecimento de alguns impedimentos à concessão de crédito pelo BNDES, de modo a evitar dúvidas ou suspeitas sobre a sua moralidade, também é uma medida a ser considerada. Cogita-se a viabilidade de se vedar a concessão de crédito pelo BNDES a empresas que, em determinado período anterior à apresentação de carta consulta ao banco estatal, hajam contratado consultorias integradas por membros de partidos políticos, conselheiros ou diretores do Banco ou por seus cônjuges, companheiros ou parentes em linha reta ou colateral, por consanguinidade ou afinidade, até o terceiro grau.

- Recomendamos seja dada prioridade à tramitação do Projeto de Lei nº 3.466, de 2015, de autoria do Deputado Alexandre Baldy, que prevê a vedação de operações de financiamento realizadas pelo BNDES quando o tomador de crédito seja país considerado: condescendente com o tráfico de drogas, de armas ou de pessoas; conivente com a lavagem ou ocultação de bens, dinheiros e valores; sujeito a regimes ditatoriais, não democráticos ou antidemocráticos; provedor de abrigo às operações terroristas internacionais; desrespeitador dos direitos humanos e mantenedor de presos políticos; praticante de tributação favorecida ou de regime fiscal diferenciado.

Em março de 2016, foi aprovada norma sobre a obrigatoriedade de avaliação de práticas e controles internos relacionados à condução ética das atividades desenvolvidas pelas empresas beneficiárias de recursos da BNDESPAR em operações de investimento em renda variável (IS Conjunta SUP AMC/ACE nº 01/2016). Conforme disposto na referida norma, a análise desse tipo de operação deverá abranger e registrar temas como relacionamento da empresa com entidades governamentais e agentes públicos, adequação e cumprimento de códigos de ética, envolvimento em práticas que possam ser consideradas como lavagem de dinheiro, dentre outros.

¹³ Disponível em (consulta em 07/11/2017): <http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/parlamentar-de-inquerito/55a-legislatura/cpi-bndes/documentos/outras-documentos/relatorio-final-aprovado>

- **BNDESPAR e Governança - Recomendação da CPI de 2015:**

- A BNDESPAR deve explicitar uma política de conselheiros que contribua para fortalecer a governança em suas empresas investidas e as externalidades esperadas em seus critérios de aplicação de recursos;

- A BNDESPAR deve reforçar seu caráter de contribuinte estratégico para os resultados do Sistema BNDES, explicitar suas prioridades e as externalidades a elas associadas e acompanhar e monitorar o resultado de suas aplicações em renda variável.

Em agosto de 2016, foi reformulada a Política de indicação do Sistema BNDES em colegiados (Resolução DIR nº 3.037/2016), norma que regula as indicações do Sistema BNDES para preenchimento de cargos em conselhos e comitês de empresas. Destacam-se o acréscimo de requisitos para as indicações, em linha com as melhores práticas de governança corporativa, e a preferência pela indicação de membros independentes.

Em dezembro de 2016, foram criadas as Normas Aplicáveis ao Acompanhamento da Carteira de Mercado de Capitais detida ou administrada pelo Sistema BNDES (Resolução DIR nº 3.096/2016), conjunto de regras específicas para o acompanhamento e gestão da carteira de valores mobiliários detida mormente pela BNDESPAR.

Em março de 2017, foi criado Comitê interno consultivo para revisão e padronização de avaliações econômico-financeiras de ativos de renda variável, com o objetivo de auxiliar na avaliação de novos investimentos e de desinvestimentos (IS SUP AMC nº 01/2017, alterada pela IS SUP AMC nº 04/2017).

Em outubro de 2017, por meio da Dec. Dir. nº 97/2017-BNDESPAR, foi aprovada a adesão da BNDESPAR ao Código AMEC (Associação dos Investidores no Mercado de Capitais) de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais - Stewardship, conjunto de deveres fiduciários de investidores institucionais de zelar de forma responsável e diligente pelos valores mobiliários sob sua gestão. O Código abrange temas como administração de conflitos de interesses, aspectos ambientais, sociais e de governança corporativa, diligência no exercício do direito de voto, dentre outros.

- **Efetividade - Recomendações da CPI de 2015:**

- O desempenho do BNDES não pode ser medido como se de um banco privado se tratasse. Embora tome forma de instituição financeira e, como tal, deva submeter-se à regulação bancária e de mercado de capitais, o BNDES é um executor de políticas públicas cujos fins não se confundem com a quitação dos financiamentos que concede. Apenas será possível assegurar que o dinheiro público aportado no banco não poderia receber finalidade mais produtiva caso sejam realizadas análises de custo-benefício e de efetividade das operações firmadas pela instituição.

- As metas para as operações do BNDES devem estar à disposição dos órgãos de controle.

- Sendo seu principal instrumento de investimento de risco, em renda variável, a BNDESPAR deve assegurar:

- a explicitação clara e transparente de suas prioridades;

- as externalidades esperadas dos investimentos em renda variável;

- o monitoramento e avaliação dos resultados de suas aplicações.

- A Política de Renda Variável do BNDES deve explicitar, de modo inequívoco, as externalidades esperadas de seus investimentos. A instituição deve monitorar e avaliar os impactos destes investimentos para aferir o êxito de suas ações, a prestação de contas e, principalmente, o aprendizado interno para aumentar a eficiência e a qualidade dos investimentos em renda variável e sua contribuição aos objetivos estratégicos do BNDES.

Visando ao desenvolvimento de uma cultura institucional de monitoramento e avaliação dos resultados das operações de apoio financeiro realizadas pelo Sistema BNDES, o BNDES desenvolveu recentemente trabalho transversal visando à edição de normativos internos instituindo modelos de monitoramento e avaliação da efetividade de suas operações de apoio financeiro.

No que se refere especificamente às operações de renda variável, em maio de 2017 foi aprovada a IS Conjunta SUP/APP nº 01/2017 e SUP/AMC nº 02/2017, norma sobre monitoramento e avaliação de indicadores de eficácia e efetividade em novas operações de investimento em renda variável, com o objetivo de permitir a medição dos benefícios econômicos e sociais dos apoios financeiros realizados pela BNDESPAR, conforme metodologia preestabelecida.

De observância obrigatória na elaboração dos Relatórios de Análise¹⁴ de novas operações, o modelo prevê que tais relatórios confirmem destaque aos indicadores de eficácia e efetividade estabelecidos para cada operação analisada, possibilitando posterior monitoramento e avaliação em linha com o previsto em um guia também aprovado pela norma em questão.

Além das melhorias de caráter normativo já implementadas e de outras ora em curso, cabe ainda citar que, ao longo dos últimos anos, com o intuito de tornar mais próximo e transparente seu relacionamento com o TCU e com os demais órgãos de controle, o Sistema BNDES implementou medidas administrativas relevantes, como a ampliação do Departamento de Relacionamento e Atendimento aos órgãos de controle da Auditoria Interna, criação de novo departamento na área jurídica, e constituição de grupo de trabalho, com foco exclusivo em resposta às demandas de órgãos de controle.

No tocante à sua forma de atuação, o Sistema BNDES fornece aos órgãos de controle todas as informações requeridas, necessárias para subsidiar as fiscalizações em curso, inclusive documentação classificada como sigilosa, caso em que, nos termos do art. 85, §2º, da Lei nº 13.303/2016, o órgão de controle torna-se corresponsável pela manutenção do sigilo (transferência de sigilo).

Registre-se que, em 2016, o Sistema BNDES celebrou Acordo de Cooperação Técnica com a Controladoria Geral da União – CGU, com vistas ao aprimoramento das respectivas atribuições institucionais, por meio de ações integradas, apoio mútuo e intercâmbio de experiências e informações.

Vale destacar ainda que, nos últimos tempos, o Sistema BNDES intensificou a realização de reuniões com as equipes dos órgãos de controle, promovendo

¹⁴ Documento propositivo de uma nova operação elaborado pela equipe técnica responsável.

apresentações sobre os assuntos em fiscalização, com vistas a esclarecer pontos relevantes, bem como dirimir dúvidas, caso existentes.

Ademais, nas auditorias *in loco*, o Sistema BNDES disponibiliza aos profissionais dos órgãos de controle toda a infraestrutura necessária para a sua consecução, como salas e computadores, franqueando o acesso a todas as informações requeridas, atinentes ao objeto da fiscalização.