textos para discussão
165
setembro de 2025

Entendendo a BNDESPAR

Sergio Földes Guimarães
Filipe Barreto Baetas
Guilherme Bethlem Monteiro
Marcelo Marcolino

BNDES

textos
para
discussão

165

setembro de 2025

Entendendo a BNDESPAR

Sergio Földes Guimarães
Filipe Barreto Baetas
Guilherme Bethlem Monteiro
Marcelo Marcolino

BNDES

Sergio Földes Guimarães, Filipe Barreto Baetas, Guilherme Bethlem Monteiro e Marcelo Marcolino são, respectivamente, analista de sistemas, economista, engenheiro e contador do BNDES.

Os autores agradecem as observações acerca de versões preliminares do artigo feitas por Andre Carvalhal, Caio Britto, Gilberto Borça Jr. e Paulo Faveret Filho. O agradecimento também se estende às equipes da Área de Mercado de Capitais, Investimentos e Participações do BNDES, notadamente Fabio Ribeiro, Guilherme Medina, Marcio Spata, Nina Vieira e Sergio Pompeo, pelas informações fornecidas.

O presente artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Resumo

Esse texto pretende explicar o papel da BNDESPAR como braço do BNDES dedicado ao mercado de capitais, ressaltando suas contribuições para o desenvolvimento do mercado brasileiro com geração de resultados positivos para a economia nacional e para o próprio BNDES. O artigo argumenta que esse papel sempre foi relevante e condizente com o contexto econômico e as políticas públicas vigentes, em diversos ciclos ao longo dos últimos trinta anos, mostrando evidências e casos de sucesso concretos. Finalmente, ele detalha como se organiza sua governança e quais são as suas prioridades atualmente, ao voltar a investir de forma estruturada diretamente em empresas com agenda de investimentos com foco em temas como descarbonização e transição climática.

Palavras-chave: BNDESPAR, Mercado de capitais, BNDES, Investimentos.

Abstract

This paper aims to explain the role of BNDESPAR, the equity arm of BNDES, and its contributions for the development of the Brazilian capital markets with the generation of positive results for the Brazilian economy and the BNDES itself. The paper claims that this role was always relevant and congruent with the economic context and the public policies in place throughout different cycles in the past thirty years, presenting evidence and concrete success cases. Finally, the text describes BNDESPAR's governance and its current priorities, with structured investments being pursued directly in companies that focus on themes such as decarbonization and climate change.

Keywords: *BNDESPAR, Capital markets, BNDES, Investments.*

Sumário

1. Introdução 9

2. A importância do desenvolvimento do mercado de capitais 9

3. A BNDESPAR é uma jabuticaba? 11

4. Como é a atuação da BNDESPAR? 14

4.1 Governança da atuação no investimento 17

4.2 Normativos e processos da BNDESPAR 19

4.3 Visão de portfólio 19

4.4 *Stewardship* 21

5. Desempenho da BNDESPAR e ciclos históricos 22

5.1 Geração de caixa 23

5.2 Os ciclos históricos recentes 24

6. Novas prioridades estratégicas e considerações finais 30

6.1 A Estratégia de investimento direto 2024-2028 30

6.2 Críticas recorrentes à atuação da BNDESPAR e considerações finais 34

Referências 39

Apêndice – Destaques na atuação da BNDESPAR 42

A.1. JBS e o apoio ao setor de proteína animal 42

A.2. Fibria, Suzano e o setor de papel e celulose 45

A.3. Grupo AES, recuperação de crédito bem-sucedida 47

A.4. Ourofino, um *private equity* bem-sucedido – investimento público estratégico com impacto e retorno 48

A.5. Fundo Crescera Educacional II – *case* AFYA 49

A.6. Fundos Criatec 50

A.7. BNDES Garagem 51

1. Introdução

A atuação histórica da BNDES Participações (BNDESPAR), o braço de participações acionárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), é em geral pouco conhecida. Talvez por isso a BNDESPAR tenha sido alvo de muitos questionamentos nos últimos anos, em um ambiente contaminado por debates sobre o papel e a dimensão da atuação do Estado na economia. Esse ambiente, de certa forma, inibiu a atuação da BNDESPAR como investidora direta, direcionando seu foco, nos últimos dez anos, mais para gestão da carteira e desinvestimentos.

Recentemente, a BNDESPAR anunciou sua disposição de retorno ao mercado buscando realizar investimentos diretos a partir de sua reorientação estratégica, o que provocou um ressurgimento de críticas e polêmicas superadas.

Controvérsias à parte, é inegável que a construção do mercado de capitais brasileiro se deu com a colaboração estreita da BNDESPAR. Boa parte das empresas brasileiras foi financiada pelo BNDES, e boa parte das ações em circulação das grandes empresas brasileiras listadas já esteve em algum momento sob gestão da BNDESPAR.

Este artigo visa discutir aspectos históricos da atuação da BNDESPAR e suas contribuições para o desenvolvimento do mercado, tratando algumas das críticas à sua atuação.

Além disso, o artigo pretende mostrar a evolução recente da sua atuação, explicitando algumas de suas novas prioridades e diretrizes de forma a ampliar a transparência sobre o tema, buscando ampliar o debate sobre como fomentar o mercado de capitais nacional e democratizar o acesso para empresas e investidores.

Este texto está estruturado da seguinte forma: após esta introdução, a seção 2 discute a importância do mercado de capitais; a seção 3 aborda o papel de investimentos em *equity* para um banco de desenvolvimento; a seção 4 analisa a atuação da BNDESPAR; a seção 5 apresenta a rentabilidade histórica e seus diferentes ciclos; e a seção 6 ressalta as prioridades da agenda estratégica recentemente anunciada e conclui com considerações finais para reflexão. Ao fim, o apêndice ilustra alguns dos destaques do apoio da BNDESPAR ao mercado de capitais.

2. A importância do desenvolvimento do mercado de capitais

Um mercado de capitais forte e desenvolvido é um ativo importante para qualquer país, por seu papel de catalizador de recursos dos investidores para as oportunidades de investimento, ampliando as alternativas de capitalização das empresas e o portfólio de investimento para os poupadores e funcionando como via alternativa ao sistema bancário para acesso e aplicação de recursos.

Ao canalizar recursos para setores produtivos, o mercado de capitais impulsiona o crescimento econômico sustentável, a geração de empregos e o aumento da renda. Além disso, promove a inclusão financeira ao permitir que mais pessoas participem do crescimento das empresas e da economia.

Um mercado de capitais desenvolvido significa em geral uma economia mais dinâmica e transparente. Dessa forma, o desenvolvimento do mercado de capitais é estratégico, além de ser um importante instrumento para execução de outras políticas públicas, como a de apoio à inovação, descarbonização e transição energética. Como destacado em estudo da Accenture (2018), a discussão na literatura e as evidências empíricas apontam que países com mercados de capitais desenvolvidos geralmente têm patamares mais elevados de desenvolvimento econômico e social.

O desenvolvimento do mercado de capitais ganha ainda mais relevância no Brasil, onde o mercado bancário apresenta grande concentração e os empréstimos bancários têm alto custo e perfil de curto prazo. O crédito de longo prazo ainda é, em grande parte, provido pelos bancos públicos, apesar do incremento recente nas emissões de debêntures incentivadas. Nesse sentido, o mercado de capitais é uma alternativa relevante para compor o *funding* necessário para empresas e projetos.

Adicionalmente, a base de emissores no Brasil ainda é bastante reduzida, concentrada em grandes empresas. Empresas de menor porte contam com altos custos e grande dificuldade de acesso ao mercado de capitais. Também há uma concentração de investidores, com poucos institucionais e baixa representatividade de pessoas físicas, além de baixo nível de educação financeira disseminada na população brasileira.

A atuação do Sistema BNDES no mercado de capitais perfaz mais de cinquenta anos, sendo, desde 1982, concentrada na BNDESPAR.[1] A BNDESPAR realiza operações de investimento visando apoiar planos de negócios de empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão que contribuam positivamente para a economia e, ainda, que apresentem perspectivas adequadas de retorno para o investimento, em condições e prazos compatíveis com o risco e a natureza de sua atividade. A BNDESPAR também atua para o desenvolvimento do mercado como um todo por meio do incentivo às melhores práticas de governança, estímulo à liquidez do mercado secundário, criação de novos produtos, entre outras iniciativas que serão expostas ao longo do presente artigo.

Nas últimas décadas, a BNDESPAR protagonizou diversas iniciativas visando trazer para o mercado novos investidores e o fomento de toda a cadeia de fundos, visando acelerar investimentos e preparar mais empresas

[1] A BNDESPAR é uma sociedade por ações, constituída em 1982 como subsidiária integral do BNDES e atua sob o nome empresarial "BNDES Participações – BNDESPAR".

para acessar o mercado de capitais. Assim, a BNDESPAR tem cumprido papel essencial no desenvolvimento do mercado brasileiro, conforme preconiza o seu estatuto, apoiando de forma bem-sucedida empresas com capital de risco com horizonte de longo prazo e ótica de carteira, trazendo novos produtos e *players* para o mercado. É ainda responsável por parcela expressiva dos lucros do BNDES.

3. A BNDESPAR é uma jabuticaba?

O BNDES é uma das mais destacadas instituições financeiras públicas de desenvolvimento (IFD) no mundo. As IFDs cumprem papel relevante no desenvolvimento socioeconômico dos países e das regiões onde operam, conforme os diferentes estágios em que se encontram, em cenários tanto de estabilidade quanto de crise.

Em nações de médio desenvolvimento, como o Brasil e a China, as IFDs atuam de forma mais abrangente, financiando projetos em quase todos os setores da economia. Todavia, o enfrentamento de novos desafios econômicos, sociais e ambientais ocorre tanto nos países em desenvolvimento quanto nas economias mais avançadas. Portanto, a ação das IFDs permanece fundamental em economias desenvolvidas como as da Alemanha, França, Coreia do Sul ou Japão, nas quais já houve consolidação expressiva dos diversos setores produtivos e do mercado de financiamento privado de longo prazo.

As IFDs atuam não apenas financiando a expansão da capacidade produtiva – visando os segmentos do mercado não adequadamente atendidos por instrumentos de financiamento de longo prazo de dívida ou capital oferecidos pelo sistema financeiro privado –, mas também desenvolvendo novos mercados. Essas instituições também são especialmente importantes em momentos de crise, quando o crédito privado se retrai, e em setores estratégicos ou de alto impacto social, como infraestrutura, saúde, educação e transição energética.

O Quadro 1 compara os setores, portes de empresa e segmentos nos quais operam as principais IFDs nacionais. Nota-se que todas atuam com diversos tipos de clientes, em setores variados da economia e no mercado de capitais.

Quadro 1. Setores, porte e segmentos apoiados por IFDs

		CDB (China)	KfW (Alemanha)	BNDES (Brasil)	KDB (Coreia do Sul)	JFC (Japão)	CDP (Itália)	CDC (França)	ICO (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	x
Porte	MPME	x	x	x	x	x	x	x	x
	Grandes empresas	x	x	x	x		x	x	x
Setores	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

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.

Fonte: BNDES (2017).

Em seu estudo comparativo sobre a atuação de IFDs no mercado de capitais por meio de instrumentos de renda variável (*equity*), conforme Michelitsch e outros (2017), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) apresenta os cinco principais motivos para a atuação dessas instituições nesse segmento:

i. investir em setores promissores, mas com pouco acesso a capital;
ii. sinalizar a atratividade de investimentos para outros detentores de capital e parceiros privados e ajudar a desenvolver o mercado local;
iii. promover melhores práticas socioambientais e de governança (*ESG practices*);
iv. maximizar o impacto do seu apoio, gerando retornos financeiros atraentes; e
v. influenciar o setor privado a partir da governança das empresas, e a partir daí promover uma agenda em prol do desenvolvimento.

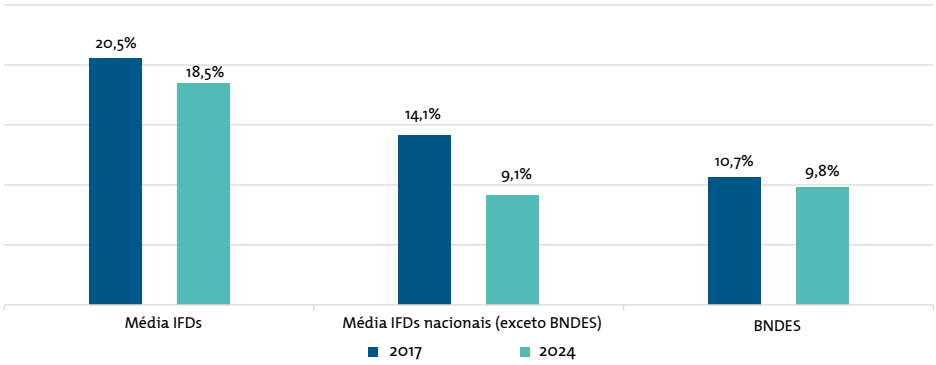
Assim, a atuação como investidor em *equity* não é algo particular ao BNDES, mas presente em todas as grandes IFDs. Trata-se, na verdade, de elemento comum em uma agenda de desenvolvimento global, sendo um instrumento de apoio a empresas amplamente adotado por instituições de desenvolvimento dos mais distintos perfis de atuação ao redor do mundo. De fato, tanto *equity* quanto *project finance*, pelo perfil de maior risco, são instrumentos típicos de IFDs, conforme Além e Madeira (2024).

A atuação em *equity* nas IFDs está direcionada principalmente ao tratamento de falhas de mercado e à geração de externalidades, associando-se a novas

agendas[2] e temas prioritários preestabelecidos, com a premissa fundamental de busca pelo aumento da rentabilidade de suas carteiras de ativos. Em outras palavras, o investimento em renda variável vai além da busca do retorno adequado ao risco, incorporando a busca de externalidades e a visão de impacto dos investimentos.

Considerando uma amostra de 26 IFDs multilaterais e nacionais, observa-se que, na média, instrumentos de *equity* e *quasi-equity* representaram cerca de 20% do ativo total das instituições entre os anos de 2017 e 2024. Ao analisar somente as IFDs de caráter nacional, mais comparáveis ao Sistema BNDES, percebe-se a importância dessa atividade para essas instituições.

Gráfico 1. Participação de instrumentos de *equity* e *quasi-equity* no ativo total de IFDs – 2017 x 2024 (%)



Fonte: Elaboração própria, com base nos balanços patrimoniais das IFDs selecionadas.

Semelhantemente à BNDESPAR, a atuação de IFDs em renda variável se dá de forma direta e/ou indireta, via fundos. O **investimento direto** permite o apoio a setores denominados prioritários, com elevada externalidade e longo ciclo de maturação, assumindo uma influência das IFDs mais significativa na adoção de melhores práticas de governança e de aspectos sociais e ambientais pelas empresas investidas. Nesse sentido, costuma ter como foco companhias em estágio de crescimento ou até mesmo maduras com desafios relevantes (transição climática e internacionalização, por exemplo).

Por sua vez, o **investimento por meio de fundos**, ao delegar a atividade a um gestor especializado, visa conferir capilaridade e especialização à atuação da IFD em renda variável, alavancando recursos de terceiros e contribuindo para o desenvolvimento do ecossistema de capital de risco. Adicionalmente, serve como fonte de aprendizado e de relacionamento com gestores de recursos especializados e, consequentemente, de originação de oportunidades de coinvestimento.

O investimento direto geralmente é associado à existência de vantagens comparativas que compensem o custo relacionado à gestão própria das participações,

[2] Ver Vieira e Guimarães (2010), que discutem o papel do mercado de capitais na promoção do desenvolvimento sustentável de forma precursora à discussão da agenda ESG.

tais como: (i) relacionamento preexistente, usualmente via dívida; (ii) presença local; e (iii) *expertise* setorial.

Já o investimento via fundos é uma alternativa mais eficiente para ampliar a escala da atividade para o fomento a empresas/projetos de menor porte (que não justificariam a alocação de recursos humanos diretamente pelo Sistema BNDES), sendo uma fonte de aprendizado, originação de oportunidades de coinvestimento e diversificação de risco. Adicionalmente, em virtude da limitação da participação a percentual específico do capital comprometido dos fundos (normalmente limitado a 25%), ele permite o fomento ao mercado de capitais a partir do *crowd-in* de investidores públicos e privados, que consideram a análise prévia do BNDES como elemento facilitador de sua decisão de investimento.

Portanto, podemos observar que a atuação da BNDESPAR no mercado de capitais brasileiro não é nenhuma jabuticaba. Pelo contrário, a atuação por meio de investimentos em renda variável é prática amplamente adotada pelas IFDs, compondo seu portfólio de produtos e serviços financeiros ofertados a empresas e empreendedores.

Como apontado, a existência de um braço de investimentos de *equity* em instituições de desenvolvimento não é exclusividade brasileira, mas está presente nas principais instituições de desenvolvimento mundo afora, sejam elas nacionais, como o BNDES ou KfW alemão, ou multilaterais, como o BID ou o Banco Mundial.

Recentemente, inclusive, foram veiculadas notícias de que algumas dessas instituições como o IFC (Martini, 2025) e o BID (IDB Invest..., 2024) pretendem reforçar sua atuação em *equity* no Brasil, em função da demanda por esse tipo de *funding* para investimentos.

Em seguida, serão revistos os conceitos que justificam a atuação da BNDESPAR como provedora de capital de risco para as empresas nacionais. Será apresentada também sua contribuição histórica para o desenvolvimento do mercado e seu papel atual.

4. Como é a atuação da 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 também com 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, de forma que as eventuais perdas sejam (mais que) compensadas pelos retornos de outros empreendimentos do portfólio. Ao complementar a atuação do BNDES, fica claro, portanto, que sua ausência como investidor diminui a efetividade do Sistema BNDES.

A BNDESPAR pode realizar investimentos diretamente em empresas brasileiras de capital aberto ou fechado, constituídas sob a forma de sociedade anônima subscrevendo, em emissão pública ou privada, valores mobiliários de renda variável. A participação da BNDESPAR no capital social das empresas deverá ser minoritária, transitória e não executiva.

Nesse sentido, as operações de investimento da BNDESPAR no mercado de capitais ocorrem sempre em condições de mercado, isto é, em termos equitativos aos demais investidores e sem subsídios para as empresas investidas, submetidas a prazos, estruturas e dinâmicas comuns a todos os integrantes dos mercados de capitais, inclusive no que se refere à legislação específica, em especial à Lei 6.404/1976 e aos normativos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela B3.

A BNDESPAR participou ao longo do tempo do capital de centenas de empresas brasileiras, de todos os portes. As participações com maior percentual do capital detido podem assegurar direitos adicionais e sempre que possível a BNDESPAR opta pela indicação de conselheiros. No momento do investimento, a BNDESPAR avalia a conveniência de acordos com os controladores para melhor proteger seus direitos.

Uma das diferenças fundamentais entre a atuação do BNDES e a da BNDESPAR é que o Banco analisa os projetos de financiamento, com atenção especial para a qualidade do crédito e das garantias que assegurem uma baixa inadimplência, enquanto a BNDESPAR foca em analisar a estratégia de longo prazo das empresas de forma mais ampla, visando garantir a geração de valor pela implementação dos planos de negócio das empresas. Além disso, o uso dos recursos do BNDES em relação aos itens financiáveis é mais restritivo que os da BNDESPAR, que pode apoiar todo o plano de negócios da empresa. A BNDESPAR corre mais risco ao investir em ações do que o BNDES ao emprestar recursos com garantias, mas, em contrapartida, tem expectativa de retorno maior.

De forma semelhante às demais IFDs, a atuação da BNDESPAR em renda variável se dá de acordo com as prioridades estratégicas e políticas públicas em vigor, com predominância de setores relevantes para a economia nacional. O investimento direto permite o apoio a setores denominados prioritários, com elevada externalidade e longo ciclo de maturação, possibilitando uma maior influência na adoção de melhores práticas ambientais, sociais e de governança (ASG) pelas empresas investidas. Em função disso, usualmente tem como foco empresas em estágio de crescimento ou maduras com desafios relevantes como tecnológicos ou organizacionais.

Um diferencial importante da BNDESPAR em relação aos demais investidores é que seus investimentos se concentram nas oportunidades de apoiar empresas que buscam emissões primárias para financiar novas etapas de crescimento, sejam elas empresas já listadas ou ainda fechadas com perspectivas futuras de abertura de capital.

A maior parte dos investidores tem como único objetivo a maximização de lucros e privilegia atuar principalmente com ativos líquidos no mercado secundário em bolsa.

Já a BNDESPAR, além do lucro financeiro, busca apoiar o crescimento das empresas brasileiras e desenvolver o mercado para facilitar a reciclagem de seu portfólio no secundário.

O objetivo da atuação direta da BNDESPAR é preferencialmente viabilizar que a saída da posição acionária, quando esta tiver se valorizado adequadamente, seja realizada em bolsa, sendo esse um dos objetivos institucionais da BNDESPAR ao realizar investimentos em empresas fechadas, com saída preferencial em ofertas públicas iniciais (IPO, da sigla em inglês para *initial public offerings*). Como outros *players* que atuam em *private equity*, uma alternativa à listagem é a venda da participação para investidor estratégico, mas diferentemente dos principais fundos de *private equity*, a BNDESPAR não tem uma data limite para desinvestimento, o que é um diferencial competitivo. Alguns dos gestores de investimento globais mais bem-sucedidos atuam de maneira semelhante, buscando participar do crescimento de suas investidas em prazos longos, evitando assim custos de transação e impactos tributários (Rubenstein, 2023).

Outra diferença importante é que o investimento da BNDESPAR representa um selo de qualidade, valorizado por poder atrair outros sócios. Além disso, a BNDESPAR interfere menos na gestão cotidiana das empresas do que um gestor privado, uma vez que não aponta executivos, mas regula a supervisão do investimento em acordos de acionistas e participação no conselho. Isso explica por que, apesar do desenvolvimento da indústria de *private equity* no Brasil – desde o início também apoiada pelo BNDES –, muitas empresas optam por procurar a BNDESPAR como parceira direta, ainda que não haja diferença significativa no apetite a risco ou nas condições econômicas praticadas pelo mercado e pela BNDESPAR.

Por sua vez, o investimento por meio de fundos (indireto), ao delegar a atividade a um gestor especializado, confere capilaridade e especialização à atuação da BNDESPAR em renda variável, alavanca recursos de terceiros e contribui para o desenvolvimento do ecossistema de capital de risco.

A BNDESPAR investe em fundos de *private equity* há quase trinta anos de forma bem-sucedida, tendo ao longo do tempo ampliado o escopo dos seus investimentos para etapas anteriores da cadeia, como *venture capital* e *seed capital* e outras classes de ativos mais especializadas, como infraestrutura.

Em 30 de junho de 2025, a BNDESPAR tinha capital comprometido de, aproximadamente, R$ 8,5 bilhões alocados em 56 fundos ativos, entre fundos de investimento em participação e fundos de crédito, os quais, em conjunto com os recursos alocados pelos demais investidores, perfaziam um capital comprometido total de R$ 36,9 bilhões. Ou seja, para cada R$ 1,00 que a BNDESPAR comprometeu em investimentos, aproximadamente R$ 3,34 foram comprometidos por outros investidores. Em relação ao retorno, tais investimentos têm gerado resultados positivos: as taxas de retorno históricas da carteira de fundos já encerrados foram

de 16,5% a.a. para a carteira de fundos de investimento em participações (FIPs) e 11,5% a.a. para a carteira de fundos de crédito (FIDCs), em termos nominais.

A BNDESPAR também conta com um programa de aceleração de *startups* (BNDES Garagem) que busca apoiar soluções inovadoras e sustentáveis, impulsionando o crescimento e a sustentabilidade no Brasil. Ao apoiar o desenvolvimento dessas soluções, o programa não apenas fomenta a inovação sustentável, mas também amplifica o impacto positivo gerado pelos negócios, proporcionando condições ideais para o seu crescimento.

Dessa maneira, a busca do desenvolvimento do mercado concentrou, recentemente, mais investimentos em fundos dedicados ao apoio a empresas em estágio inicial (*venture capital*), oferecendo capital de risco a negócios em fase de concepção ou desenvolvimento.

Com uma carteira de produtos de valores mobiliários diversificada, a BNDESPAR pode apoiar as companhias por meio de diferentes produtos ao longo de seu ciclo de vida (Figura 1), contribuindo com todo o ecossistema de mercado de capitais, desde a idealização de produtos e serviços, passando por todas as fases de seu crescimento, até o momento em que se tornam maduras o suficiente para buscar a listagem em bolsa.

Figura 1. Fases e instrumentos de mercado para apoio ao crescimento das empresas

Fonte: Elaboração própria.

4.1 Governança da atuação no investimento

Um aspecto importante na atuação da BNDESPAR que precisa ser ressaltado é que as operações são analisadas de forma profissional por equipes multidisciplinares, altamente qualificadas de técnicos concursados, e respaldadas por normativos e comitês internos, assegurando que diversos olhares complementares verifiquem cada aspecto típico de uma operação societária de longo prazo.

Nas empresas em que a BNDESPAR tem participação expressiva, frequentemente a relação com os sócios passa por acordos de acionistas, que podem eventualmente incluir a BNDESPAR no bloco de controle acionário.

Outro ponto a ser ressaltado é que a gestão de uma empresa de participações como a BNDESPAR difere muito da gestão de um fundo de investimentos voltado somente a participações líquidas em bolsa, que permitem alto giro do portfólio, mas que precisam compatibilizar seus ativos com o prazo de resgate de seus investidores. Difere também das decisões individuais de investidores de menor porte, já que os controles, motivações e aspectos tributários de um grande investidor de longo prazo que gere uma carteira de participações são diferentes dos de um investidor que busca estratégia com foco mais oportunístico, como *day-trade, swing trade* ou qualquer outra que não faça sentido nem esteja disponível para um investidor do porte da BNDESPAR.

Essa marcante diferença pode explicar parte da confusão sobre a atuação da BNDESPAR. Naturalmente, a burocracia de uma organização como o BNDES, baseada em trabalho de equipe multidisciplinar validado por vários comitês colegiados, com grande nível de controle gerencial e regramentos próprios, não permite movimentos especulativos de curto prazo, mas impede movimentos impensados, imunizando o processo decisório de boa parte do ruído sem sentido que contamina o mercado no dia a dia, o que diferencia a BNDESPAR dos demais atores de mercado e é condizente com seus objetivos de longo prazo.

Como já mencionado, um diferencial que possibilita que a BNDESPAR corra mais riscos e almeje maiores retornos é sua visão de longo prazo, como investidor paciente que não precisa se preocupar com resgates súbitos durante crises.

Assim, as operações da carteira em seu conjunto foram não apenas extremamente lucrativas, como também provadas pelo tempo e atestadas pelos órgãos de controle, que passaram a entender melhor o BNDES e que cooperaram para a melhoria dos seus processos internos.

Outra questão recorrente nas análises sobre o BNDES se relaciona ao nível de lucratividade ideal de um banco de desenvolvimento. Se por um lado se crê que o objetivo desses bancos não é a maximização de lucros, por outro a sustentabilidade financeira e a perenidade da instituição requerem que ela seja justamente remunerada pelos riscos que corre e que tenha comparabilidade com os retornos dos demais agentes de mercado.

Nesse sentido, a atuação em mercado de capitais da BNDESPAR é positiva para o BNDES, com seus investimentos sendo sempre feitos em condições de mercado, analisados com a melhor técnica e sem refletir subsídio algum nas suas avaliações de investimento.

Aliás, a crença de que os investimentos em *equity* são mais baratos porque não são exigíveis como os instrumentos de dívida do BNDES ou do mercado é incompatível com a teoria financeira e com a prática da modelagem de cada investimento pela

BNDESPAR, semelhante à de qualquer investidor profissional, que adiciona prêmios de risco de mercado às taxas de desconto dos fluxos de caixa, o que efetivamente encarece o custo dos recursos e gera a diluição potencial do lucro dos antigos acionistas, que abrem espaço para a BNDESPAR em novas capitalizações.

4.2 Normativos e processos da BNDESPAR[3]

A BNDESPAR monitora constantemente seus processos e normativos internos, considerando, entre outros fatores, melhores práticas de mercado, regramentos impostos pelo órgão regulador competente (CVM), recomendações de órgãos de controle (que passaram a estar mais próximos do BNDES) e as próprias diretrizes estratégicas do Sistema BNDES.

Além disso, ao longo do tempo, o Banco Central estabeleceu novos e mais rigorosos controles de riscos e de práticas socioambientais que impactam o sistema bancário, incluindo o BNDES, com reflexos na BNDESPAR.

Nesse sentido, a atuação da BNDESPAR atualmente é amparada por um extenso arcabouço normativo, como a Política de Atuação em Mercado de Capitais, que estabelece diretrizes gerais para a instituição, e demais regulamentos específicos, que estabelecem critérios para investimentos em renda variável. Esse arcabouço incorpora lições aprendidas e reforços de controles internos.

O Sistema BNDES também tem uma Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC), que estabelece princípios e diretrizes que norteiam a atuação do BNDES em sustentabilidade, incluindo as novas operações em mercado de capitais. Além disso, toda a transparência do Sistema BNDES foi aprimorada e hoje o BNDES está entre as instituições federais de maior transparência de acordo com o TCU.

Além desses normativos, a atuação também é pautada por uma forte governança. Os temas relacionados a mercado de capitais passam por comitês dedicados, em que são discutidos temas técnicos pertinentes e a avaliação dos ativos.

4.3 Visão de portfólio[4]

Como destacado, os investimentos da BNDESPAR ocorrem em todos os estágios de crescimento das companhias, o que inclui desde pequenas empresas, com viés inovador, por meio de fundos de investimento, até empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, por meio de ofertas públicas e operações privadas de títulos e valores mobiliários, notadamente participações acionárias e debêntures conversíveis.

---

[3] Os principais normativos relacionados à atuação da BNDESPAR no mercado de capitais estão disponíveis em BNDES (c2025b).

[4] Mais informações sobre a composição, histórico e evolução da carteira de renda variável estão disponíveis em BNDES (2025a).

As operações de renda variável, por sua natureza e propósito, estão sujeitas a diversos fatores de riscos derivados das características dos negócios apoiados e das flutuações de mercado, que são compensados pela expectativa de retorno desses investimentos.

Por esse motivo, as operações passam por um detalhado processo de avaliação da companhia, tanto jurídica como econômico-financeira, de 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 na teoria financeira, largamente empregadas no mercado de capitais para as decisões de investimento, que devem apresentar perspectivas adequadas de retorno.

Apesar disso, a BNDESPAR, assim como todo investidor que atua em mercado de capitais, não é imune a perdas financeiras, dado que o risco e a incerteza sobre o retorno dos investimentos são inerentes aos instrumentos de renda variável e, consequentemente, à própria natureza da atividade da BNDESPAR.

A mitigação desses riscos depende de uma adequada formação de portfólio, que envolve diversificação de ativos, giro dos investimentos e flexibilidade no prazo de desinvestimento para as participações societárias.

Assim, um portfólio de ações suficientemente diversificado naturalmente incorrerá em perdas em alguns ativos individuais, em função da materialização de alguns riscos específicos desse ativo. No entanto, tais perdas serão compensadas por ganhos em outros ativos, mantendo a carteira como um todo rentável no longo prazo.

Cumpre destacar também que, para manter um portfólio suficientemente diversificado, é fundamental para a BNDESPAR adotar uma abordagem estratégica que equilibre risco, retorno e liquidez, alinhada aos objetivos institucionais de fomento ao desenvolvimento econômico e à sustentabilidade financeira do BNDES. Nesse contexto, a diversificação da carteira – combinando empresas maduras, com perfil mais conservador, e empresas de perfil mais arriscado, muitas vezes em estágio de crescimento ou com risco tecnológico em inovação – é uma prática essencial.

Empresas de perfil mais arriscado, como empresas pré-operacionais ou companhias em setores emergentes, oferecem alto potencial de valorização, mas também estão mais expostas a volatilidade, incertezas regulatórias e riscos operacionais. Ao mesmo tempo, empresas maduras, com histórico consolidado, fluxo de caixa estável, liquidez e boa governança, tendem a oferecer maior previsibilidade e resiliência em momentos de crise. A combinação desses perfis ajuda a diluir riscos específicos de cada ativo, protegendo o portfólio contra perdas concentradas, pelos benefícios da diversificação.

4.4 *Stewardship*

A BNDESPAR também busca contribuir ativamente para incentivar a adoção das melhores práticas de governança corporativa nas empresas investidas, o que, historicamente, tem demonstrado gerar valor tanto para a coletividade de acionistas da companhia (incluindo a participação da BNDESPAR) quanto para o crescimento do mercado acionário e da economia como um todo. Um mercado transparente, que adote boas práticas de governança corporativa e proteja os acionistas minoritários, será um mercado mais propício ao investimento.

A governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

Nesse sentido, a adoção de boas práticas de governança corporativa tem um papel fundamental no desenvolvimento do mercado de capitais, como mostra estudo do Banco Mundial (Corporate Governance, 2016).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), as boas práticas de governança convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e aperfeiçoar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

A promoção de um bom sistema de governança corporativa pode reforçar as competências, ampliar o valor das empresas no longo prazo ao harmonizar interesses e mitigar riscos. Como resultado, pode gerar o aumento da confiança dos investidores e aumentar a taxa de investimentos, o que resultaria em um maior crescimento econômico.

O fortalecimento do mercado de capitais está baseado em fatores como: transparência, confiabilidade e informação, princípios fundamentais de governança corporativa. Mesmo as grandes companhias abertas, com ações listadas em bolsa, podem sempre buscar a adoção de práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela legislação como, por exemplo, adesão aos segmentos especiais de listagem da B3, especialmente o Novo Mercado. O racional por trás de adotar um padrão mais elevado de governança corporativa é que tais regras atraem investidores e agregam valor à companhia ao aumentar a transparência e conceder mais direitos aos acionistas minoritários, reduzindo riscos para a tomada de decisão de investimento, o que pode baratear o custo de capital.

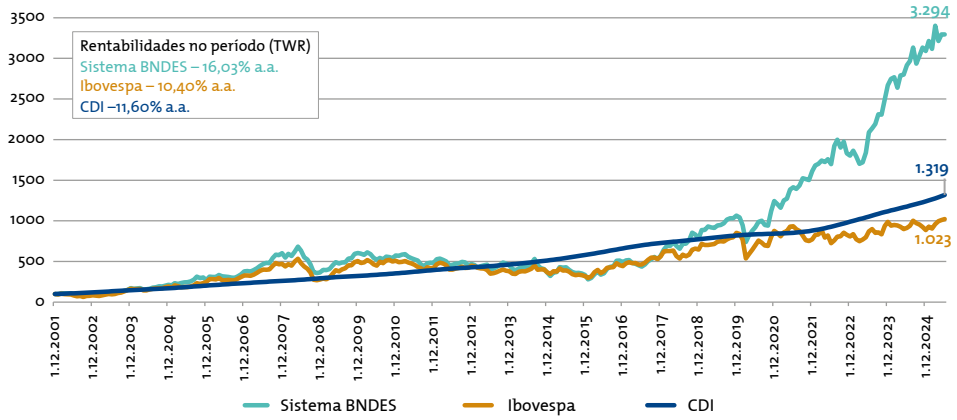
De fato, a BNDESPAR está sempre promovendo as melhores práticas e a boa governança nas suas investidas, com atuação frequente nos diversos órgãos colegiados das empresas em que é representada e presença assídua nas assembleias.

Esse trabalho é refletido em toda a cadeia de fundos, das incubadoras e capital semente aos fundos de *private equity*, até as companhias de capital aberto listadas em bolsa.

5. Desempenho da BNDESPAR e ciclos históricos

O Gráfico 2 apresenta a rentabilidade da carteira de ações do Sistema BNDES em comparação com o Índice Ibovespa de 1º de dezembro de 2001 até 30 de junho de 2025.

Gráfico 2. Rentabilidade da carteira de ações do Sistema BNDES – dez. 2001 a jun. 2025 (TWR)



Fonte: Elaboração própria

Para melhor comparar com a rentabilidade do índice, foi usado o método *time-weighted rate of return* (TWRR), comumente utilizado no mercado para o cálculo de rentabilidade de fundos de investimento. Esse método apresenta a rentabilidade de R$ 100,00 investidos no início do período, permitindo uma fácil comparação com algum *benchmark*. Ou seja, R$ 100,00 investidos em 31 de dezembro de 2001 seriam, em 30 de junho de 2025: (i) R$ 3.294,00, se tivessem sido aplicados na carteira de ações do Sistema BNDES, representando um retorno de 16% a.a. (BNDESPAR); (ii) R$ 1.319,00, se tivessem sido aplicados no Certificado de Depósito Interbancário (CDI), compondo um retorno de 11,6% a.a.; ou, ainda, (iii) R$ 1.023,00, se tivessem sido aplicados no Índice Ibovespa, equivalente a um retorno de 10,4% a.a.

A título comparativo, até junho de 2025, o custo médio da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), conforme série disponível no *site* do Tesouro Nacional, a partir de janeiro de 2005, perfaz a média acumulada de 11,7% ao ano, o que é próximo ao CDI.

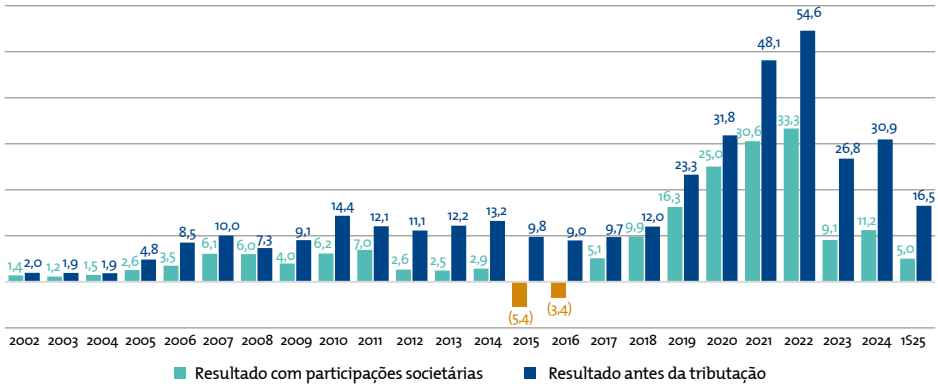
Conforme evidenciado, não existe razão econômica para liquidar ativos de forma apressada para pagamento de dívida, como sugerido por alguns, uma vez que a rentabilidade da carteira da BNDESPAR é superior ao custo médio da DPMFi.

Nota-se que o desempenho da carteira da BNDESPAR tem sido consistentemente positivo e lucrativo para o Sistema BNDES, ainda que tenham sido registradas perdas pontuais em ativos ou períodos específicos, resultado de um risco inerente à própria atuação em renda variável, que é a atividade-fim da BNDESPAR.

Cabe lembrar que, segundo a ótica de portfólio, o desempenho financeiro da BNDESPAR não pode ser medido com base no resultado de operações isoladas que, como destacado, está sujeito a um risco inerente à atuação em renda variável, mas por meio do desempenho da carteira como um todo, considerando o benefício da diversificação do portfólio.

O Gráfico 3 apresenta o resultado contábil de participações societárias comparado com o resultado antes da tributação do Sistema BNDES até 30 de junho de 2025.

Gráfico 3. Resultado com participações societárias – 2002 a jun. 2025 (R$ bilhão)



Como demonstrado no Gráfico 3, a rentabilidade com participações acionárias é um dos principais componentes do resultado do Sistema BNDES,[5] representando, na média, 44,6% do resultado no período de 2002 a junho de 2025.

Além dos resultados contábeis e financeiros amplamente positivos, estudos mostram que a contribuição da BNDESPAR tem sido efetiva[6] para o desenvolvimento do mercado e para as empresas apoiadas.[7]

5.1 Geração de caixa

As operações de investimentos da BNDESPAR são financiadas principalmente pelos retornos e rendimentos provenientes de sua própria carteira de ativos (notadamente, dividendos e juros sobre capital próprio – JCP – de participações acionárias, juros recebidos de debêntures e desinvestimentos).

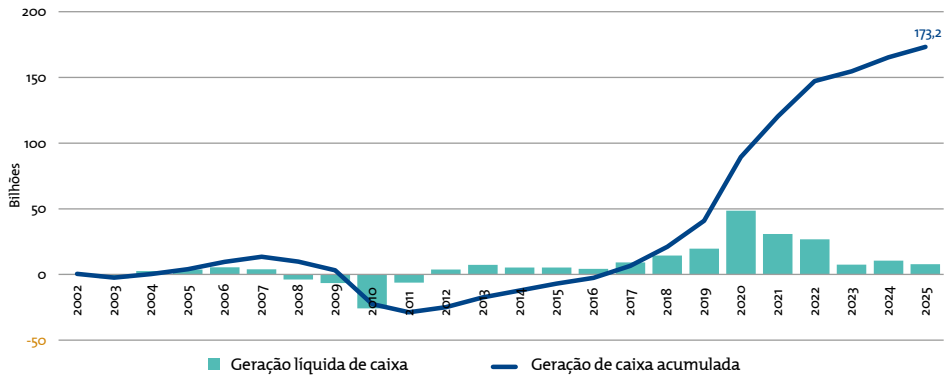
5 Os resultados da carteira de renda variável são públicos e divulgados trimestralmente no *site* do BNDES (2025b).

6 Ver Marcolino (2019) para evidências da efetividade da atuação da BNDESPAR no desenvolvimento do mercado brasileiro.

7 Ver BNDES (2014).

A título de exemplo, a carteira de ações rendeu R$ 22,8 bilhões somente em dividendos/JCP no período entre janeiro de 2023 e junho de 2025. Entre janeiro de 2002 e junho de 2025, por sua vez, considerando todos os investimentos e desinvestimentos realizados, a geração de caixa acumulada da carteira de renda variável já superou R$ 173 bilhões, como mostra o Gráfico 4.

Gráfico 4. Geração líquida de recursos para a BNDESPAR – 2002 a jun. 2025 (R$ bilhão)



Assim, o investimento em *equity* é elemento fundamental do resultado econômico-financeiro do BNDES, cumprindo seu papel institucional de contribuir para a melhoria da rentabilidade de seus ativos e, assim, de sua sustentabilidade a longo prazo.

5.2 Os ciclos históricos recentes

A atuação da BNDESPAR ao longo do tempo naturalmente varia, com seu foco refletindo, como qualquer instrumento de política pública, as prioridades estratégicas do Governo Federal e os ciclos econômicos. A seguir, serão analisados os principais "ciclos" que marcaram a atuação da BNDESPAR nas últimas décadas.

5.2.1 O PND e as privatizações (década de 1990)

Na década de 1990, o BNDES teve um papel central no apoio ao processo de privatização no Brasil, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização (PND). Nesse processo, a BNDESPAR atuou inicialmente como estruturadora, organizando e coordenando os processos de venda das empresas públicas. Com a formalização da coordenação direta pelo BNDES, a BNDESPAR, em alguns casos, foi participante de consórcios que compraram empresas privatizadas.

Foram realizadas dezenas de desestatizações, referentes aos setores siderúrgico, químico e petroquímico, de fertilizantes, elétrico, ferroviário, de mineração, portuário, aeroportuário, rodoviário, financeiro, de petróleo e outros, envolvendo cerca de US$ 100 bilhões entre receita de leilões e dívidas transferidas para as empresas.

Nesse período, muitas empresas fecharam capital e de forma geral não se considerava o mercado brasileiro como fonte de financiamento para o crescimento das empresas.

5.2.2 A reversão do esvaziamento do mercado (2001-2005)

No início dos anos 2000, a BNDESPAR passou por um reposicionamento estratégico importante, alinhando-se a uma nova fase da economia brasileira, marcada pela estabilização macroeconômica e pela expansão do mercado de capitais.

O BNDES organizou as ofertas das participações minoritárias da União na Petrobras e na Vale, permitindo o uso de recursos do FGTS para pessoas físicas adquirirem ações dessas empresas, esforço que ajudou na popularização do mercado.

A BNDESPAR participou ativamente das discussões e apoiou a criação do Novo Mercado, inspirado nas melhores práticas internacionais, buscando assegurar mais direitos aos minoritários, que passaram a poder indicar mais conselheiros do que o requerido legalmente e garantir maior dispersão de capital, aumentando a liquidez das participações e facilitando o acesso a capital pelas empresas.

Lançado no ano 2000 pela B3, o Novo Mercado estabeleceu um padrão de governança corporativa diferenciado no mercado brasileiro, passando a ser o modelo de transparência e governança exigido pelos investidores para novas aberturas de capital.

A BNDESPAR trabalhou ativamente com os demais agentes de mercado (B3, CVM, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima, outras instituições de mercado e investidores institucionais) tanto para a constituição do Novo Mercado quanto para suas periódicas reformas, tendo sido importante investidora nas duas ofertas que o inauguraram (CCR e Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp).

Além da atuação direta, a BNDESPAR atuou de forma indireta, ativa e efetiva pela criação de fundos de governança e liquidez, que agregavam participações de investidores institucionais, a fim de defender os direitos dos minoritários e buscando aumento de liquidez para viabilizar a geração de valor para os investidores.

A BNDESPAR teve papel importante no crescimento do mercado por meio da venda de participação em ofertas públicas iniciais de empresas apoiadas por investimentos diretos e indiretos em *private equity*. Um marco da nova fase do mercado de capitais foi o IPO da Natura Cosméticos em 2004, com a BNDESPAR sendo uma das vendedoras, após ter apoiado diretamente seu ciclo de investimentos anterior.

A BNDESPAR esteve presente nessa e em outras operações emblemáticas, que foram importantes para o desenvolvimento do mercado e incremento da liquidez no mercado secundário (vide Box 1).

5.2.3 A busca pela ampliação da base de investidores, produtos e empresas no mercado de capitais (2005-2006)

Nesse período, a BNDESPAR seguiu também promovendo a democratização do acesso ao mercado de capitais: capitaneou iniciativas para aumentar a participação de pessoas físicas e introduziu novos produtos no mercado brasileiro, como os ETFs (fundos de investimento que replicam índices de bolsa) e os fundos de recebíveis.

Em busca do objetivo de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais e promover liquidez para o mercado brasileiro de ações, a BNDESPAR contribuiu historicamente para aumentar o número de empresas negociadas nas bolsas de valores e o número de investidores presentes no capital das empresas – participando de inúmeras ofertas públicas (Box 1) –, assim como para elevar o nível de governança corporativa dessas empresas.

Além disso, a BNDESPAR introduziu novos produtos financeiros no mercado com o objetivo de proporcionar maior flexibilidade e diversidade para os investidores e, portanto, fortalecer o mercado brasileiro de capitais.

Um exemplo que pode ser citado nesse sentido são os *exchange traded funds* (ETF) estruturados pela BNDESPAR. Um ETF é um fundo de investimento com cotas negociadas em bolsa, de forma semelhante às ações, sendo que a carteira do fundo busca seguir a rentabilidade de um índice de referência. Ao adquirir as cotas do ETF, o investidor, indiretamente, passa a deter todas as ações da carteira teórica do índice de referência, sem precisar comprá-las individualmente no mercado. Dessa forma, o ETF pode proporcionar mais rapidez e eficiência no momento de diversificar seus investimentos, com baixo custo de transação.

Esse produto é especialmente atrativo para o investidor pessoa física, pois viabiliza investimentos de menor porte em uma carteira de ações diversificada, de uma única vez e com baixo custo, o que seria impossível se os ativos fossem comprados individualmente. O mercado de ETFs cresceu de modo significativo no mundo nos últimos anos e hoje é uma das maiores classes de ativos da indústria de investimentos mundial, além de se tratar dos ativos mais negociados em vários mercados acionários internacionais.

A BNDESPAR foi pioneira ao realizar, em 2004, a oferta pública dos Papéis do Índice Brasil Bovespa (PIBB), o primeiro ETF do mercado de capitais brasileiro, fruto do desinvestimento de parte da carteira de ações da BNDESPAR. A oferta que deu origem ao ETF foi de R$ 600 milhões e teve como foco o aumento de investidores pessoas físicas, com a concessão de opções de venda (*put*) de prazo de um ano e a constituição de fundos de investimento exclusivos para esse público.

Com o sucesso da oferta inicial, uma segunda oferta do PIBB foi realizada em 2005, no montante de R$ 2,3 bilhões, tendo sido alocado ao varejo aproximadamente 74% do volume total, atingindo-se o marco de mais de 120 mil investidores pessoas físicas.

Após mais de vinte anos de listagem do PIBB, ele continua sendo um marco pela sua eficiência e baixo custo, e serve para desmistificar também a alegação de que o mercado é sempre mais eficiente como alocador de recursos, pois a maior parte dos gestores privados não conseguiu ter *performances* sequer próximas dos índices de referência, sendo em geral a pior opção para os investidores pelas altas taxas de administração cobradas.

Posteriormente, em 2012, o BNDES lançou o Fundo iShares Carbono Eficiente (EC0011), que trouxe a agenda da sustentabilidade em uma oferta pública integralmente colocada no mercado de capitais nacional, atingindo mais de 14 mil pessoas físicas (aproximadamente 30% do total da oferta), no montante total de R$ 1 bilhão. A oferta de quotas do EC0011 foi, à época, a maior operação no mundo envolvendo um fundo de índice ligado à questão das mudanças climáticas, contribuindo para a divulgação do ICO2 e para o desenvolvimento do mercado de ETFs no Brasil.

Mais recentemente, a BNDESPAR apoiou o ETF IDIVERSA da B3 com um investimento de R$ 42 milhões. Gerido pela BB Asset, o fundo replica a carteira do IDIVERSA B3, o primeiro índice latino-americano a medir critérios de diversidade de raça e gênero nas empresas listadas na bolsa, visando promover maior diversidade nas empresas e ampliar o acesso de investidores, especialmente pessoas físicas, a produtos financeiros inovadores e sustentáveis, com impactos sociais positivos. A participação da BNDESPAR está limitada a 50% das cotas do fundo, o que visa estimular a entrada de outros investidores e fortalecer a pauta de diversidade no mercado de capitais brasileiro.

5.2.4 O apoio ao crescimento das empresas brasileiras (2006-2016)

Após o Brasil obter o grau de investimento, com a maior estabilidade econômica e queda nos juros domésticos, novas fronteiras de captação surgiram para as empresas brasileiras, com muitas empresas buscando capital para viabilizar seu crescimento.

No entanto, o choque causado pela grande crise financeira mundial de 2008 trouxe problemas financeiros para diversas empresas que estavam despreparadas para o fechamento dos mercados financeiros, muito avessos a risco naquele período. O BNDES dispunha de recursos e instrumentos para ajudar muitas empresas a superarem essa crise.

Nesse sentido, a BNDESPAR, quando os demais investidores estiveram mais avessos à risco, oportunamente atuou de forma anticíclica, tendo sido bem-sucedida. As empresas mais preparadas aproveitaram oportunidades para consolidar sua liderança setorial, contando com o apoio da BNDESPAR, que buscou apoiar o crescimento das empresas brasileiras, com impactos positivos na inovação e na competitividade das empresas apoiadas.

No período, a BNDESPAR apoiou a criação de grandes empresas em setores como energia, papel e celulose, proteína animal e *software* e contribuiu para os

novos ciclos de investimento de setores intensivos em capital. Buscou-se priorizar as áreas em que empresas brasileiras detinham vantagens competitivas, atendendo às políticas públicas delineadas pelo Governo Federal à época, em especial a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) e o Programa de Investimento em Logística (PIL).

Além do apoio às grandes empresas, a BNDESPAR também passou a estimular as companhias em estágio mais incipiente de sua carteira a realizar a listagem de suas ações no Bovespa Mais, etapa que precede a oferta pública de ações. O objetivo era fazer com que as companhias se acostumassem a um ambiente mais regulado, com prestação periódica de informações, e se preparassem para o momento da realização de um IPO. Incentiva-se, assim, a adoção progressiva das melhores práticas de governança exigidas pelo segmento, permitindo, ainda, a exposição de seus resultados e informações não financeiras a potenciais investidores.

A antiga Senior Solution S.A. (atualmente denominada Sinqia S.A.), investida da BNDESPAR, foi a primeira empresa do setor de tecnologia a realizar um IPO no Bovespa Mais, em 2013. A entrada da BNDESPAR foi fundamental para o aprimoramento da gestão e governança na empresa.

Posteriormente, em agosto de 2017, a Senior efetivou a migração para o segmento de listagem Novo Mercado. A migração para o Novo Mercado teve como objetivo a valorização das ações da companhia, a partir da agregação de maior Iiquidez, tendo em vista que no Bovespa Mais a companhia não tinha acesso a dois públicos importantes: os investidores estrangeiros e os fundos de pensão, que são classes de investidores cujos regulamentos restringem novos investimentos em segmentos fora do Novo Mercado da B3.

5.2.5 Lidando com a crise (2016-2019)

As atividades da BNDESPAR foram afetadas pela crise de confiança nas políticas e instituições públicas. A partir de 2016, com a intensificação dos questionamentos e auditorias realizadas pelos órgãos de controle, novos investimentos diretos em renda variável foram interrompidos, mas as atividades de gestão da carteira foram mantidas e trouxeram bons resultados.

Durante a última revisão aprovada do Regulamento do Novo Mercado, no fim de 2017, a BNDESPAR enviou cartas às suas investidas sugerindo que votassem favoravelmente aos pontos que tinham como objetivo aumentar a governança das empresas. Trata-se, portanto, de um exemplo de atuação da BNDESPAR no sentido de fomentar o desenvolvimento de mercado de capitais, induzindo a adoção de boas práticas pelas suas investidas de capital aberto.

A BNDESPAR também incentiva suas empresas investidas a buscarem padrões de governança corporativa cada vez mais elevados. Até mesmo as companhias maduras de capital aberto da sua carteira de ações podem ser

incentivadas nesse sentido. Só no ano de 2017, a Vale S.A., a Suzano Papel e Celulose S.A. e a Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A., três empresas relevantes investidas da BNDESPAR, migraram para o Novo Mercado com o incentivo e apoio da BNDESPAR, com reflexo direto na percepção de valor das suas ações.

Nesse período, novas iniciativas como o BNDES Garagem (iniciativa do Banco que visa desenvolver e fomentar o empreendedorismo por meio do apoio a empreendedores e *startups*) e fundos temáticos voltados para novas tecnologias mostraram que existiam falhas de mercado a serem exploradas.

É importante destacar também que apesar da forte crise de confiança que impactou o BNDES nesse período, após diversas auditorias e investigações, não foram encontradas evidências de corrupção ou influência indevida por parte da equipe técnica do BNDES, e concluiu-se que existiam boas respostas para todas as indagações públicas sobre sua atuação.

5.2.6 A reciclagem da carteira (2019-2022)

Após a fase de crescimento de ativos da BNDESPAR, assim como do BNDES, no período de 2019 a 2022, seguindo orientações do Governo Federal, privilegiou-se a reciclagem da carteira, com vendas de cerca de R$ 80 bilhões em participações acionárias por meio de várias modalidades de desinvestimento.

Em junho de 2019, a BNDESPAR participou como vendedora da oferta pública de ações de emissão da Linx, tendo alienado aproximadamente R$ 350 milhões.

Ainda em 2019, a BNDESPAR aderiu à oferta pública de distribuição primária e secundária de ações de emissão da Marfrig, alienando, por intermédio da tranche secundária, a totalidade da participação detida no capital daquela companhia, que somava R$ 2 bilhões.

Já em fevereiro de 2020, o Sistema BNDES estruturou uma oferta pública secundária (*follow-on)* para a venda de ações ordinárias da Petrobras, totalizando cerca de R$ 22 bilhões. A oferta teve impacto relevante sobre o *free float* da referida classe de ações, que passou de 39,6% para 49,5% do total de ações ordinárias. Essa foi a maior oferta de ações dos últimos dez anos no Brasil.

Posteriormente, em outubro de 2020, a BNDESPAR alienou R$ 6,9 bilhões em ações ordinárias de emissão da Suzano.

Outras participações relevantes foram totalmente recicladas por meio de outras modalidades de desinvestimento, como os blocos acelerados executados em bolsa de grandes empresas como a Vale e a Klabin.

5.2.7 Um novo começo (2023 – atualmente)

Com o novo direcionamento estratégico do Governo Federal a partir de 2023, após uma década sem novos investimentos,[8] a BNDESPAR voltou a realizar novas operações em renda variável, de modo alinhado à nova estratégia de longo prazo do Sistema BNDES.

O forte escrutínio dos órgãos de controle sobre a atividade de investimento direto em renda variável motivou a adoção de inúmeros aprimoramentos em termos de governança, processos, produtos e práticas associadas à atuação do Sistema BNDES no âmbito do mercado de capitais.

Nesse novo contexto, foi aprovada uma estratégia de investimento direto para o período de 2024-2028, que tem por finalidade estabelecer as prioridades da atuação da BNDESPAR em mercado de capitais. A estratégia de investimentos abrange tanto as operações de investimentos diretos (por meio da aquisição direta de participações acionárias ou outros valores mobiliários), quanto as operações indiretas, via fundos de investimentos. As principais diretrizes dessa nova estratégia serão exploradas na última seção deste artigo.

Em junho de 2025, o BNDES anunciou a intenção da BNDESPAR de investir R$ 10 bilhões em operações de mercado de capitais, abarcando iniciativas em andamento tanto nos investimentos diretos quanto em fundos. Em ambas as frentes deverão ser priorizados investimentos na agenda verde, descarbonização da indústria e inovação, com destaque para a Chamada de Clima para investimentos nessas temáticas via fundos de investimento, lançada em 1º de setembro de 2025. A iniciativa corrobora o natural papel anticíclico da BNDESPAR, compatível com sua visão de longo prazo, sempre focado no desenvolvimento do país, mesmo em um momento desafiador, com altas taxas de juros e tensões geopolíticas mundiais.

6. Novas prioridades estratégicas e considerações finais

6.1 A Estratégia de investimento direto 2024-2028[9]

Aprovada pelo Conselho de Administração (CA) da BNDESPAR em março de 2024, a nova estratégia de investimento é fruto de um extenso plano de trabalho executado ao longo de 2023.

A elaboração da nova estratégia considerou, entre outros insumos, uma análise retrospectiva da atuação da BNDESPAR, visando incorporar lições aprendidas nos ciclos de investimento anteriores; um *benchmark* com instituições semelhantes,

[8] As últimas operações de investimento direto em novas empresas (fora do contexto do acompanhamento de ativos existentes) ocorreram em 2015. Não obstante, a BNDESPAR manteve-se ativa em investimento em renda variável, principalmente por meio da participação em fundos de investimento, cujo valor total saltou de R$ 1,8 bilhão para R$ 3,8 bilhões no período de 2015 a 2022.

[9] Para mais informações, ver BNDES (2024a).

visando adotar melhores práticas de organizações comparáveis; e todo o aprendizado associado aos apontamentos e recomendações de órgãos de controle.

Também entendeu-se ser fundamental que a atividade seja executada com transparência redobrada, dando ciência à sociedade em geral (e não só aos agentes diretamente envolvidos) sobre os objetivos pretendidos, as ênfases, formas e condições mínimas de atuação e os resultados alcançados ao longo do tempo, especialmente no que se refere às externalidades associadas. As condições para apoio estão destacadas no site do BNDES, em: www.bndes.gov.br/mercado-de-capitais.

Definiu-se como foco[10] principal dos novos investimentos segmentos com elevada externalidade e potencial de crescimento, incluindo o apoio a tecnologias e/ou negócios emergentes que demandam longo prazo de maturação, de forma coerente com o papel esperado de uma IFD. Além disso, há agendas transversais que não estarão associadas a setores específicos e que deverão ser alvo de atenção na atuação direta em renda variável, como o estímulo à adoção de boas práticas ASG e de medidas para a descarbonização e a transição climática.

Por fim, a atuação em parceria com outros agentes de mercado será um princípio desejado, buscando intensificar a interação e o trabalho conjunto com outros investidores privados e direcionar os recursos da BNDESPAR às demandas em que são efetivamente necessários, sem concorrer com o mercado privado.

Cabe ressaltar que a retomada do investimento em *equity* não é um movimento de caráter oportunístico ou pontual. Na verdade, trata-se de uma agenda intrínseca à história do BNDES e seu papel de fomento ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, que é naturalmente atualizado periodicamente.

Com base nesse amplo trabalho, foram definidos os seguintes pilares para novos investimentos: (i) agenda verde; (ii) parcerias; (iii) ofertas privadas; (iv) ofertas públicas; (v) alocação prioritária; e (vi) fundos de investimentos, detalhados a seguir.

6.1.2. Agenda verde

A agenda verde representa a agenda temática prioritária que a BNDESPAR está disposta a desenvolver por meio do investimento em companhias sem ações negociadas em bolsa de valores e sem a necessidade de outros parceiros, assumindo seu papel institucional de indutor em decorrência da relevância estratégica da agenda e do seu potencial de geração de externalidades.

Em linha com o papel de protagonismo pretendido pela BNDESPAR nessa temática estratégica, e considerando que a agenda selecionada envolve desafios associados a processos de inovação e de desenvolvimento tecnológico, a BNDESPAR pode investir em empresas pré-operacionais ou em projetos *greenfield* no âmbito da sua atuação na vertente da estratégia de apoio à agenda verde.

[10] Para mais informações sobre a estratégia, ver BNDES (2024b).

Por ser uma agenda em que a BNDESPAR deseja se posicionar com protagonismo, a originação de oportunidades de investimento deve ser proativa, buscando identificar teses que sejam viáveis em termos técnico e econômico-financeiro, assim como empresas-alvo com perfil apropriado ao apoio direto da BNDESPAR, de forma complementar aos produtos do BNDES e aderente às diretrizes governamentais vigentes.

Dessa forma, a crescente importância da pauta ASG e o reflexo das mudanças na sociedade justificam a importância redobrada dada a investimentos aderentes às novas teses e setores prioritários, que foram publicadas no *site* do BNDES (c2025a), tais como agricultura sustentável, descarbonização, economia circular, tecnologia da informação e infraestrutura digital e saúde.

Além disso, permanece a diretriz de contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais, buscar um portfólio diversificado e equilibrado em termos de risco e retorno, com novos investimentos em parcerias que maximizem a criação de valor para a sociedade.

6.1.3. Parcerias

Além do foco prioritário na agenda verde, a BNDESPAR poderá investir em empresas fechadas em outros setores da economia apoiados pelo BNDES, como é o caso de infraestrutura em geral.

Nesse caso, os investimentos demandarão a parceria de um novo entrante no capital social da companhia investida, sendo que a BNDESPAR poderá participar com no máximo metade da rodada do investimento.

Serão realizadas diligências contábeis, jurídicas e socioambientais, em linha com as novas diretrizes de investimento aprovadas pela BNDESPAR.

6.1.4 *Ofertas privadas*

A participação em ofertas privadas visa o apoio a planos de negócios de empresas com ações negociadas em bolsa de valores, cujas teses estejam alinhadas às temáticas estratégicas do Sistema BNDES.

Essa estratégia será implementada por meio da subscrição em ofertas privadas de distribuição de valores mobiliários, com a BNDESPAR subscrevendo uma parcela de, no máximo, 50% das emissões.

Dessa maneira, considerando a distribuição setorial das empresas atualmente listadas na B3, essa vertente irá concentrar-se nas teses relacionadas aos seguintes temas estratégicos: infraestrutura; energia; desenvolvimento produtivo; agropecuária; transição ecológica justa e descarbonização; e inovação e digitalização.

A originação de oportunidades de investimento poderá ocorrer tanto de forma proativa, com a BNDESPAR identificando e interagindo diretamente com empresas

selecionadas, quanto de forma reativa, a partir de bancos de investimentos ou de assessores financeiros contratados por companhias com ações negociadas em bolsa para a estruturação de operações de captação de recursos.

6.1.4. Ofertas públicas

Em linha com o fomento histórico ao mercado de capitais nacional, a BNDESPAR poderá participar de IPOs de empresas, ancorando as operações com no máximo 15% do volume de ações ofertado ao mercado.

O objetivo aqui é mais amplo, com foco no desenvolvimento do mercado, podendo abranger outros segmentos da economia, desde que alinhados à estratégia do BNDES.

As operações também poderão acontecer em ofertas subsequentes (*follow-ons*) de companhias já listadas.

Além disso, pequenas e médias empresas que busquem realizar ofertas em segmentos de acesso definidos pela CVM poderão pleitear a participação da BNDESPAR em até 30% do volume da emissão.

6.1.5. Alocação proprietária

Por fim, a alocação proprietária tem como um dos seus principais objetivos permitir que a BNDESPAR atue no mercado de capitais para adequar sua carteira a determinados critérios de risco, retorno e liquidez, sob a ótica de portfólio, podendo inclusive utilizar instrumentos inovadores em mercado de capitais.

Por buscar primordialmente o desenvolvimento do mercado de capitais e a sustentabilidade financeira do BNDES, essa atuação não terá foco temático ou setorial específico, nem deverá estar ligada necessariamente a um plano de investimentos das companhias investidas, devendo, contudo, estar alinhada à estratégia de longo prazo do Sistema BNDES. Para isso, a BNDESPAR poderá valer-se também de ofertas públicas, além de poder transacionar diretamente no mercado bursátil.

6.1.6. Fundos de investimento

A atividade de investimento em renda variável via fundos, por sua vez, deverá priorizar quatro vertentes para o período de 2024-2028, a saber: infraestrutura; inovação e neoindustrialização; transformação ecológica e impacto; e fomento ao mercado de capitais.

Existem diversas modalidades para seleção de gestores, dependendo dos objetivos e estágios de captação de cada fundo, com destaque para as chamadas públicas e as consultas prévias.

Além da atuação prioritária nas quatro vertentes descritas acima, faz parte da estratégia de gestão da carteira de fundos da BNDESPAR a busca por um portfólio

diversificado. Entre os critérios de diversificação, destacam-se: (i) diversificação por gestor; (ii) diversificação por classe de ativos, tipificada pelo perfil de retorno ajustado ao risco; (iii) diversificação por setor econômico; e (iv) diversificação por safra (ano de início do fundo).

6.2 Críticas recorrentes à atuação da BNDESPAR e considerações finais

Apesar do desempenho histórico ser extremamente positivo, a atuação e mesmo a existência da BNDESPAR são frequentemente criticadas. Embora sejam naturais e saudáveis em grande parte os questionamentos, é necessário explicitar os fundamentos que lastreiam críticas superficiais, para filtrá-los de questões puramente ideológicas.

Uma delas é a crença de que o mercado é perfeito e sempre encontrará soluções ótimas, sendo melhor deixar que ele se autorregule e, por conta própria, resolva os problemas das empresas e da economia. Essa crença é contraproducente e está na origem das maiores crises do capitalismo, como demonstrado na grande crise financeira mundial vivida em 2009 com os problemas no mercado imobiliário americano, que culminou com a quebra do Banco Lehman Brothers e com a necessidade de resgate de empresas ícones do mercado por parte do governo estadunidense, como a GM, a Chrysler, o Bank of America e diversas outras grandes empresas.[11]

Nesse sentido, a atuação contracíclica da BNDESPAR na crise de 2009 foi efetiva e lucrativa para o BNDES e benéfica para a economia. Em momentos de aversão geral a risco, com aumento drástico das taxas de desconto e escassez de recursos que permitam a capitalização de empresas em dificuldades pelo mal funcionamento do mercado, a existência de um ente capitalizado e profissional com horizonte de longo prazo como a BNDESPAR permite viabilizar investimentos com alto potencial de retorno por meio de instrumentos de *equity*, evitando crises setoriais com consequências nocivas para a economia e o nível de emprego.

Outra crença equivocada é a de que o BNDES funciona como "hospital de empresas". Embora não seja uma diretriz prioritária nem para o BNDES nem para a BNDESPAR, deve-se reconhecer que essa prática é usual em IFDs, sendo importante em momentos de crise pensar em soluções de mercado que proporcionem alívio para empresas estressadas financeiramente, desde que elas operacionalmente sejam competitivas e que as condições para um apoio minoritário e temporário de forma rentável estejam presentes.

É importante ressaltar que os recursos da BNDESPAR são direcionados para as empresas e não para os acionistas. Assim, o objetivo nas reestruturações financeiras é viabilizar novamente as empresas, e não manter o *status quo* dos acionistas que as

[11] Recentemente foi noticiado na imprensa o interesse do atual governo dos Estados Unidos da América em firmar acordos e garantir participação acionária em companhias de setores estratégicos para o país, como tecnologia da informação (TI) e minerais críticos, como compensação a subsídios concedidos pelo Estado.

conduziram até a crise. Dessa forma, abrem-se oportunidades para investimentos rentáveis que aprimorem a governança e a gestão de risco das empresas, tornando-as mais sustentáveis.

Outro tema que desperta muita discussão é a chamada "política de campeões nacionais". Essa política, que foi adotada com sucesso em países como a Coreia do Sul e que faz parte do rol de políticas usuais em bancos de desenvolvimento nacionais, nunca foi explicitada nas políticas do BNDES nem orientou sua atuação. A crítica diz respeito especialmente aos processos de fusão e aquisição com participação da BNDESPAR, plenamente justificada segundo as políticas públicas vigentes à época.

De fato, ela foi extremamente bem-sucedida em setores muito representativos como papel e celulose e proteínas, áreas em que o Brasil é extremamente competitivo internacionalmente e em que temos grupos empresariais organizados e competentes para aproveitar seu potencial competitivo no mercado global.

Além disso, o BNDES não escolhe "campeões" e sim analisa os pedidos de financiamento/investimento que recebe, de forma transparente, com regras claras, hoje disponibilizadas para todos pela internet. De fato, na maior parte dos setores o BNDES e a BNDESPAR apoiaram simultaneamente diversas empresas concorrentes, sem escolher "campeões".

Empresas mais estruturadas e sólidas financeiramente aproveitaram crises setoriais ocorridas em tempos de escassez generalizada de recursos no mercado financeiro para consolidar a indústria, gerando novas oportunidades de apoios que representaram oportunidades de investimentos lucrativos e aumento de eficiência da indústria no Brasil.

Setores em que o país alcançou liderança global devem a própria existência ao apoio do BNDES e da BNDESPAR. O setor de papel e celulose no Brasil é um bom exemplo disso, pois o apoio se deu com dívida e capital para diversos grupos desde a década de 1970. O mesmo ocorreu mais recentemente com o setor de proteínas, que, mesmo com críticas e controvérsias, hoje é inegavelmente mais organizado, com grandes melhorias em aspectos ambientais e sanitários, representando um êxito financeiro e industrial.

Insucessos pontuais que são destacados não invalidam os esforços realizados, sendo sob a ótica de carteira algo esperado, que não representou prejuízo generalizado, pelo contrário. Sob a ótica de carteira, o conjunto de investimentos da BNDESPAR tem sido muito bem-sucedido, como demonstra sua rentabilidade histórica. Aliás, muitas dessas críticas foram superadas e são datadas, com os problemas verificados representando oportunidades de aprendizado e melhorias que foram incorporadas às práticas da BNDESPAR e não invalidaram os méritos dos instrumentos e políticas utilizados.

O objetivo deste texto foi explicar de forma didática a atuação da BNDESPAR, colocando-a sob o contexto histórico adequado para fomentar uma discussão

informada sobre seu papel. Também se buscou levantar e rebater questões que eventualmente ressurgem com críticas à sua atuação, formalizando conhecimento tácito e desmistificando crenças equivocadas.

Discussões e críticas sobre concentração e intensidade dos investimentos passados sempre podem ressurgir apesar das explicações contextualizadas, do retorno financeiro positivo da carteira e da concretização dos principais objetivos almejados.

A elaboração da nova política de investimentos e sua calibragem tentam dar conta dessas discussões e mostrar que não se pode prescindir do uso de instrumentos como os da BNDESPAR na promoção do desenvolvimento sustentável.

Assim, a própria evolução da atuação e das diretrizes da BNDESPAR reflete as necessidades de adaptação ao ambiente regulatório, além do desenvolvimento do próprio mercado, ao qual a BNDESPAR está intrinsicamente relacionada.

Em tempos de muita transformação na economia, com grandes investimentos sendo necessários em infraestrutura e inovação, a BNDESPAR sinalizou como prioritárias a agenda verde e as áreas de transição energética, minerais críticos, saúde e biotecnologia.

Na seleção de novos fundos de *private equity*, escolheu parceiros especialistas que podem agregar conhecimento e compartilhar riscos, como a Vale, para minerais críticos, a Petrobras e a Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), para transição energética, e o Butantan e a Finep, para o fundo de saúde.

E nos investimentos diretos, após o anúncio dessas prioridades começa a se materializar um sólido *pipeline* que irá promover a diversificação do portfólio e o fortalecimento de novos setores da economia. Muitos desses investimentos serão realizados por meio de parcerias com outros investidores, de fundos de investimento e grupos empresariais a outras IFDs e investidores de longo prazo brasileiros, maximizando o alcance e o impacto das aplicações da BNDESPAR.

Os primeiros investimentos anunciados, que já vinham sendo discutidos e analisados, foram na Santa Clara, empresa de bioinsumos e fertilizantes especiais, e na EVE, subsidiária da Embraer dedicada ao desenvolvimento de veículos voadores elétricos, nesta última em conjunto com outros investidores nacionais e internacionais. As operações demonstram alta aderência às teses priorizadas e sinalizam o apetite a risco e a busca por diversificação por parte da BNDESPAR.

A evolução do mercado e da economia brasileira irá requerer a contínua ação indutora e a *expertise* da BNDESPAR para que novas fronteiras de investimento sejam desbravadas, de forma profissional e responsável, em conjunto com os demais agentes de mercado, desde já convidados a participar, não só desse debate, mas como parceiros nos investimentos em renda variável, fundamentais para o desenvolvimento do nosso país.

BOX 1 | O papel do mercado secundário e a atuação da BNDESPAR em ofertas públicas

Além do importante papel de incentivo às melhores práticas de governança corporativa, a BNDESPAR também visa o desenvolvimento do mercado secundário, contribuindo para aumentar a Iiquidez e profundidade do mercado de capitais. A liquidez reflete a frequência e o volume de negociações de um ativo no mercado, representando, em linhas gerais, a facilidade com que ele pode ser comprado ou vendido sem uma mudança significativa no seu preço. Para grandes lotes, a profundidade é especialmente relevante, pois investidores de maior porte podem ter restrições a investir em um ativo, caso as ofertas na ponta contrária não estejam disponíveis em condição de absorver os movimentos desse investidor. Além disso, a baixa liquidez pode gerar distorções nos preços de mercado dos ativos e dificultar sua convergência para o valor justo. Por isso, um mercado de capitais líquido é uma condição *sine qua non* para um mercado eficiente e atrativo ao investimento.

Um dos indutores de liquidez no mercado é a pulverização da base de investidores de um determinado ativo. Ativos com elevado percentual de ações livres à negociação no mercado – conhecido como *free float* – e uma base de investidores pulverizada tendem a apresentar maior volume de negócios no mercado.

Nesse sentido, as alienações de participações acionarias com liquidez, pela BNDESPAR, costumam ocorrer por meio de pregão eletrônico da bolsa de valores, de modo impessoal e espaçado ao longo do tempo, visando obter maior pulverização e não exercer influência sobre o preço do papel. A bolsa de valores atua como contraparte centralizada e todas as operações ocorrem por meio de corretoras de títulos e valores mobiliários, de modo que a BNDESPAR não sabe quem é a contraparte final da operação e vice-versa. As alienações de ações pela BNDESPAR em pregão, de 2004 até 2025, totalizaram R$ 81,7 bilhões, aproximadamente, sendo a principal forma de desinvestimento das participações acionárias da carteira, contribuindo para a Iiquidez do mercado e a pulverização das ações.

Alternativamente às vendas em pregão, para ativos sem liquidez ou para posições mais relevantes, cuja alienação em pregão poderia impactar o preço de mercado, a alienação pode ser viabilizada mediante oferta pública secundária de distribuição de ações da empresa.

Diferentemente de uma oferta pública primária, em que os recursos são destinados para a empresa emissora da ação, em uma secundária os recursos captados são direcionados aos acionistas vendedores.

Cabe destacar que uma oferta pública demanda um amplo esforço de divulgação para atrair novos investidores, tanto institucionais quanto pessoas físicas, para o mercado de capitais. O processo de precificação do ativo ofertado, conhecido como *bookbuilding*, é um mecanismo considerado eficiente de "tomada" de preço para o lote alienado, podendo ser verificada a ocorrência de prêmios

ou descontos quando comparado ao preço negociado em pregão, a depender do "apetite" dos investidores da oferta.

Uma *initial public offering* (IPO, ou oferta pública inicial), que marca o efetivo início da negociação das ações de emissão de uma companhia em bolsa de valores, é o mecanismo desejável de saída para investimentos da BNDESPAR em *private equity*. Um *follow-on*, por sua vez, é a oferta pública de uma companhia que já apresenta capital aberto e ações negociadas.

Destaca-se que, apesar das vendas em pregão terem sido a principal forma de desinvestimento dos ativos da carteira, o número de ofertas de companhias investidas da BNDESPAR não foi baixo.

Entre 2005 e 2014, a BNDESPAR foi bastante ativa em ofertas públicas, realizando uma série de IPOs de empresas de sua carteira, com destaque para as operações de TOTVS (2006), Bematech (2007), Linx (2013), Senior Solution (2013) e Tupy (2013 – Re-IPO). Já no ano de 2014, foi realizado um único IPO no mercado brasileiro, da Ourofino Saúde Animal Participações S.A., companhia investida da BNDESPAR.

Além dos IPOs, a BNDESPAR também participou como vendedora em ofertas públicas de ações de empresas mais maduras e com acesso ao mercado. Merecem destaque as ofertas de Tractebel Energia (2005), lochpe-Maxion (2006), Suzano (2007), Embraer (2007), Light (2009) e Banco do Brasil (2006, 2007 e 2010).

Das operações citadas, merece destaque a terceira oferta pública de ações do Banco do Brasil, concluída em junho de 2010, na qual foram negociadas 396 milhões de ações, totalizando R$ 9,8 bilhões, sendo 72% em oferta primária e 28% em oferta secundária, tendo sido adicionados 78 mil novos investidores à base acionária da companhia. Essa operação, que concluiu o trabalho conjunto, iniciado em 2006, entre o Banco do Brasil, a BNDESPAR e outros importantes acionistas, permitiu a melhoria da estrutura de capital do Banco do Brasil e aumentou seu *free float* de 7%, antes da primeira oferta, para 30,4%, conforme compromisso assumido quando da adesão ao Novo Mercado da B3.

Cabe ressaltar que a democratização da propriedade do capital de empresas, prevista no estatuto da BNDESPAR, bem como a preocupação com o pequeno investidor, são uma constante nas operações da empresa. As ofertas públicas de ações acima ilustradas tiveram forte direcionamento ao público de varejo, que absorveu cerca de 40% (BB) e 20% (Light) das ações ofertadas, diferentemente do observado em ofertas anteriores, no âmbito das quais coube ao varejo pouco menos de 10% do total ofertado.

Boa parte do *free float* das grandes empresas brasileiras esteve originalmente nas mãos da BNDESPAR, que trouxe esses lotes a mercado de forma organizada, mostrando o papel do BNDES no fomento aos investimentos das empresas nacionais, e reciclando a carteira de forma responsável e adequada ao longo do tempo.

Referências

ACCENTURE. *Impactos socioeconômicos do fortalecimento do mercado de capitais no Brasil* – Relatório final: junho de 2018. São Paulo: Accenture, 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/1A/D4/9B/D8/1845661086B1AE5678A80AC2/ImpactoSocio_ANBIMA_AccentureVF.pdf. Acesso em: 8 set. 2025.

ALÉM, Ana Cláudia Duarte de; MADEIRA, Rodrigo Ferreira. As instituições financeiras de desenvolvimento e o financiamento de longo prazo: revisitando o debate = Development financial institutions and long-term financing: revisiting the debate. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 30, n. 59, p. [191]-239, jun. 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25026/3/PRArt_216194_RB%2059_As%20instituições%20financeiras%20de%20desenvolvimento.pdf. Acesso em: 16 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Carteira de renda variável – histórico, evolução e composição atual. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2025a. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/carteira-de-renda-variavel-historico-evolucao-e-composicao. Acesso em: 8 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Estratégia de investimentos em renda variável 2024-2028. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2024a. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/estrategia-renda-variavel-2024-2028/. Acesso em: 9 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Investimento direto. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2024a. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/investimento-direto. Acesso em: 9 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Livro verde: nossa história tal como ela é. Rio de Janeiro: BNDES, 2017. Disponível em: file:///C:/Users/fersi/Downloads/LIVRO%20VERDE_2017_final%20(6).pdf. Acesso em: 16 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *O crescimento de grandes empresas nacionais e a contribuição do BNDES via renda variável*: Os casos da JBS, TOTVS e Tupy. Rio de Janeiro: BNDES, 2014. Disponível em https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9634?&locale=pt_BR. Acesso em: 8 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Políticas de Mercado de Capitais. *BNDES*, Rio de Janeiro, c2025b. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/politicas-mercado-de-capitais. Acesso em: 8 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Relatório de efetividade. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2023. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/resultados-para-a-sociedade/efetividade/relatorios-de-efetividade. Acesso em: 8 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Resultados da carteira de renda variável. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2025b. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/resultados-bndespar. Acesso em: 9 set. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Teses prioritárias para investimento direto. *BNDES*, Rio de Janeiro, c2025a. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/investimento-direto/teses-prioritarias-para-investimento-direto/. Acesso em: 8 set. 2025.

CORPORATE Governance. *World Bank Group*, Washington, DC, 24 fev. 2016. Disponível em: http://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance. Acesso em: 8 set. 2025.

IDB INVEST announces new investment management platform to mobilize private capital in Latin America and the Caribbean. *IDB*, Washington, DC, 11 dez. 2024. Disponível em: https://www.idbinvest.org/en/news-media/idb-invest-announces-new-investment-management-platform-mobilize-private-capital-latin. Acesso em: 8 set. 2025.

MARCOLINO, M. *A efetividade da ação estatal no domínio econômico*: a atuação da BNDESPAR como agente de estado no fomento ao mercado de capitais brasileiro. 2019. Dissertação (Mestrado profissional em Administração Pública) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/3262beeb-a126-44a3-a1f1-1a44ba9ab951/content. Acesso em: 8 set. 2025.

MARTINI, P. IFC quer fazer mais equity no Brasil e na América Latina. *Valor,* Rio de Janeiro, 24 jun. 2025. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2025/06/24/ifc-quer-fazer-mais-equity-no-brasil-e-na-america-latina.ghtml. Acesso em: 08 set. 2025.

MARTINI, R. A.; MACHADO, L.; NASCIMENTO, L. O. O impacto dos fundos Criatec no crescimento e inovação de *startups*: uma análise baseada em estudo de eventos. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 54, n. 4, p. 1-36, 2024. Disponível em: https://doi.org/10.1590/1980-53575443rll. Acesso em: 8 set. 2025.

MICHELITSCH, R. *et al*. *Comparative study of equity investing in Development Finance Institutions (DFIs)*. New York: Inter-American Development Bank, 2017. Disponível em: https://doi.org/10.18235/0010674. Acesso em: 10 set. 2025.

RUBENSTEIN, D. *Como investir*: por quem mais entende do assunto. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2023.

VIEIRA, S. E. W.; GUIMARÃES, S. F. O BNDES e o mercado de capitais: uma abordagem sustentável. *In*: ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. (Orgs.). *O BNDES em um Brasil em transição*. Rio de Janeiro : Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2010. p. [137]-148.

Apêndice – Destaques na atuação da BNDESPAR

A.1. JBS e o apoio ao setor de proteína animal

A estratégia de apoiar o setor de proteína animal estava alinhada ao seu papel de destaque na Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) estruturada em 2007 e lançada em 2008, no âmbito da estratégia de "liderança mundial e conquista de mercados". O setor era abarcado por um programa estruturante com dois objetivos principais: (i) consolidar o Brasil como o maior exportador mundial de proteína animal; e (ii) fazer do complexo de 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 de 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. Em seu conjunto, foram apoiadas estratégias distintas de crescimento: expansão de base produtiva e geográfica, diversificação proteica, verticalização e horizontalização.

Essas estratégias, presentes nos casos de apoio em diferentes graus para cada uma das companhias investidas, proporcionaram ganhos competitivos importantes para as empresas, contribuindo para o desenvolvimento do setor.

Nesse sentido, o Sistema BNDES teve papel fundamental para o crescimento do setor de proteína animal. De 2005 a 2016, o Banco desembolsou R$ 31,2 bilhões para frigoríficos, dos quais R$ 18,8 bilhões em financiamentos e R$ 12,4 bilhões em operações de mercado de capitais. Nesse período, mais de 17 mil unidades produtoras 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.

Contudo, o apoio do BNDES não se resumiu à injeção de recursos financeiros. Em linha com outras instituições atuantes para a melhoria das questões socioambientais, o Banco aprovou, em 2009, regras de caráter socioambiental para atuação com empresas de bovinos. Tais regras envolviam:

i. 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. obtenção de certificados ambientais;
iii. estabelecimento de políticas e sistemas de gestão socioambiental;

iv. melhoria dos indicadores de efluentes e resíduos; e

v. 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, visto como de alto nível de informalidade fiscal e sanitária, traduzindo-se na abertura de novos mercados e na sustentação das exportações.

O apoio do BNDES ao setor resultou em impactos positivos, tais como: (i) evolução na governança, na transparência e na responsabilidade socioambiental; (ii) assunção de uma posição de destaque no mercado mundial de proteínas; (iii) expressiva redução da informalidade, com importantes reflexos na qualidade dos produtos que chegam ao consumidor; (iv) aumento da renda dos produtores; (v) e 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.

Desde o investimento em 2008, ocorreu queda na informalidade do setor e maior preocupação com a cadeia de valor. No fim dos anos 1990, estimava-se em 50% a informalidade no abate de carne bovina. Em 2008, estimava-se em 19,5%; em 2015, chegou a 10%; e, em 2024, estima-se em cerca de 0,8%.

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

Em 2008, exportava-se 1,2 milhão de toneladas de carne bovina, 2,6 milhões de toneladas de frango e 500 mil toneladas de suínos. Em 2024, as exportações passaram para, respectivamente, 3,5 milhões, 5 milhões e 1,29 milhão de toneladas. Nesse mesmo período, estima-se que os empregos gerados pelo setor, direta e indiretamente, passaram de 16,1 milhões para 28,6 milhões.

A evolução das empresas do setor que contaram com apoio do BNDES é referendada por auditorias externas, que atestam o cumprimento de praticamente todos os compromissos socioambientais assumidos. Além disso, foram firmados compromissos públicos sobre medidas para fiscalizar a cadeia de fornecedores, os quais também são objeto de auditorias externas.

A.1.1. O apoio à JBS

De todas as empresas investidas pela BNDESPAR no setor de proteína animal, merece destaque a JBS, cuja trajetória a tornou a maior empresa do segmento no mundo, além de uma das maiores empresas de alimentos como um todo.

Para sustentar esse plano de crescimento, a partir de seu IPO, em março de 2007 até meados de 2010, a JBS realizou sucessivas ofertas públicas e privadas de ações no mercado de capitais brasileiro, levantando R$ 11,1 bilhões.

Desse total, a BNDESPAR participou com R$ 5,6 bilhões. Parte desses recursos foi destinada pela JBS para a aquisição das empresas estrangeiras Swift Foods, Smithfield Beef, Five Rivers Ranch e Pilgrim's Pride. No fim de 2009, a JBS também incorporou a brasileira Bertin, que já era investida da BNDESPAR, mediante um investimento de R$ 2,5 bilhões. Esse valor, somado aos aportes diretos na JBS, monta o investimento de R$ 8,1 bilhões da BNDESPAR na companhia.

Como resultado do apoio ao segmento, a JBS passou do faturamento de R$ 4 bilhões em 2005, para R$ 417 bilhões em 2024, com operações em mais de 25 países em todos os continentes. Ao fim de 2024, a JBS detinha mais de 150 marcas em seu portfólio e vendas em aproximadamente 180 países.

Líder global na produção de frango e de carne bovina, além de segunda maior produtora de suínos, a JBS conta com mais de 280 mil funcionários e mais de 250 unidades produtivas no mundo. Sua *expertise* em aquisições de frigoríficos nacionais contribuiu para o sucesso de sua expansão internacional, mirando grandes multinacionais em dificuldades financeiras, mas que detinham bons ativos operacionais. Em 2024, em decorrência do processo de internacionalização e crescimento mediante sucessivas aquisições, cerca de 74% do faturamento da JBS teve origem no mercado externo, sendo 51% no mercado norte-americano.

Em linha com o processo de internacionalização, em 13 de junho de 2025, a JBS concluiu o processo de dupla listagem de suas ações, com as da JBS NV sendo negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e no Brasil, na B3, por meio de recibos de depósito de ações, chamados de BDRs.

A BNDESPAR, em decorrência de acordo negociado com o acionista controlador da JBS (a J&F), absteve-se de votar na assembleia geral da JBS que aprovou a dupla listagem. A decisão final ficou a cargo dos acionistas minoritários privados da JBS, uma vez que o acionista controlador da companhia não poderia votar, por estar conflitado.

A abstenção se deve a benefício particular atribuído à BNDESPAR com o acordo, que lhe garante o pagamento de até R$ 500 milhões por parte da J&F, em caso de não valorização das ações da JBS, com a listagem e início de negociação das ações da JBS na NYSE, a ser verificada no segundo semestre de 2026. O acordo só foi alcançado pelo fato de a BNDESPAR ser a maior acionista minoritária na época de celebração do acordo. Detinha 20,8% do capital social da JBS, posição que garantia representatividade diferenciada na governança da companhia.

Projeto antigo da JBS, que avalia que a dupla listagem proporciona para a empresa uma estrutura corporativa que melhor reflita sua presença global e operações internacionais diversificadas. É também esperado melhora nos *ratings*

da companhia e destravamento e valorização das ações, em virtude de melhor comparabilidade aos múltiplos negociados de seus pares globais e com ações negociadas em bolsas americanas. Espera-se, também, aumento da capacidade de captar recursos para apoiar suas operações e financiar seu crescimento, bem como redução do custo de capital.

Ao longo dos últimos anos, a BNDESPAR vem gradualmente reduzindo sua participação acionária no capital da JBS. Com a recente valorização da ação em função do processo de dupla listagem, a BNDESPAR realizou uma alienação parcial de ações e passou a deter 18,18% de seu capital. Com a maturidade do ativo e a efetividade da tese original do investimento, a BNDESPAR vem estudando formas para desinvestimento do ativo, sempre buscando as melhores condições de mercado.

Além das externalidades geradas para o setor, sob o ponto de vista estritamente econômico-financeiro, até 31 de maio de 2025, as operações de mercado de capitais realizadas pela BNDESPAR na JBS já renderam cerca de R$ 6,2 bilhões em dividendos e R$ 11,7 bilhões em desinvestimentos parciais já realizados. Foram investidos R$ 8,1 bilhões na JBS.

Considerando a posição de mercado remanescente em 31 de maio de 2025, valorizada em R$ 16,2 bilhões, o total de ganho estimado da BNDESPAR está em R$ 26 bilhões, o que equivale a uma taxa de retorno ao ano de 11,87%, comparado a uma rentabilidade de 7,33% acima do Ibovespa ou 2,15% acima do CDI.

A.2. Fibria, Suzano e o setor de papel e celulose

A BNDESPAR desempenhou um papel relevante no desenvolvimento da indústria de papel e celulose desde a década de 1970, apoiando empresas desse setor em diversas operações, desde ampliações e melhorias nas plantas, implantações de novas unidades, operações de reestruturação financeira e de consolidação do setor.

A consolidação do setor de papel e celulose foi um importante impulsionador de valor para as companhias brasileiras, na medida em que proporcionou maior disciplina para incremento da oferta de celulose, reduzindo o risco de cenários de sobreoferta e preços desfavoráveis aos produtores.

Atualmente, o Brasil ocupa posição de liderança global em produção de celulose, com custo caixa extremamente competitivo baseado na elevada produtividade do eucalipto brasileiro, e com destacada atuação nas práticas socioambientais.

A Aracruz Celulose foi o primeiro cliente do BNDES a ser apoiado por meio de participação acionária para a construção de sua unidade fabril, que iniciou operações em 1978. Ao longo dos anos 1980, houve investimentos em modernização e ganhos de produtividade, bem como em profissionalização da gestão. Em 1999, a Aracruz tornou-se a primeira empresa brasileira a ter suas ações negociadas na Bolsa de Valores da América Latina (Latibex). Em 2007, antes da crise internacional, era a única empresa do setor, em nível global, que integrava o Índice Dow Jones de

Sustentabilidade (DJSI World) e, na Bovespa, incluía-se entre as 34 empresas que compunham o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

Em agosto de 2008, a Votorantim Celulose e Papel (VCP) demonstrou interesse na aquisição da Aracruz Celulose, porém, com o agravamento da crise financeira mundial, tanto a Aracruz quanto a VCP sofreram perdas com operações de derivativos, em função da brusca variação cambial. No início de 2009, a BNDESPAR aportou o capital necessário para viabilizar a fusão das duas companhias, de modo a permitir a manutenção de seus planos de investimento, bem como a preservação do caráter nacional da indústria brasileira de celulose.

Em novembro de 2009, ocorreu a fusão da Aracruz e VCP, surgindo a Fibria Celulose, que, em poucos anos, se tornou a maior empresa de celulose de fibra curta do mundo, e referência em práticas socioambientais e de governança corporativa, tendo a BNDESPAR como parte do bloco de controle, em conjunto com a VCP. A fusão gerou importantes ganhos econômicos, sociais e ambientais em função da adoção das melhores práticas florestais, industriais e projetos sociais nas comunidades em que atuava, além da maior eficiência logística e na cadeia de fornecedores.

Em 2018, a BNDESPAR participou da operação de reorganização societária que resultou na incorporação da Fibria pela Suzano Papel e Celulose, ambas suas investidas de longa data, tornando-se o maior acionista minoritário da Suzano.

Com isso, consolidou uma importante etapa na história do seu apoio ao setor de papel e celulose no Brasil. Além do retorno financeiro alcançado para a BNDESPAR com essa operação, a combinação dos negócios das duas companhias resultou em expressiva geração de valor, em função das sinergias que foram capturadas, bem como em compromisso de manutenção de práticas socioambientais e de governança corporativa, e em combinação de investimentos em pesquisa e inovação dispendidos pelas duas companhias.

Cabe lembrar que a Suzano Papel e Celulose já tinha recebido aportes anteriores da BNDESPAR em diversos momentos da sua história, em operações que apoiaram investimentos na expansão da unidade de Mucuri (BA) e no desenvolvimento de uma nova planta em Imperatriz (MA). Após a conclusão da incorporação da Fibria, a Suzano se tornou a maior produtora de celulose de mercado do mundo.

Em 2020, a BNDESPAR realizou oferta pública para a venda das ações de sua propriedade na Suzano, encerrando esse ciclo de investimentos com o cumprimento dos seus objetivos, tanto em termos econômicos, como de governança corporativa, fortalecimento da competitividade de companhias brasileiras e práticas socioambientais.

As operações de renda variável realizadas com a Suzano e Fibria após 2001 resultaram em uma taxa interna de retorno de cerca de 22% ao ano, com resultado de mais de R$ 17 bilhões antes de impostos (P&L), superiores ao CDI e ao Ibovespa no período.

A.3. Grupo AES, recuperação de crédito bem-sucedida

A flexibilidade e o valor da BNDESPAR para o BNDES não se restringem a investir em empresas que levantam capital para executar seus planos de investimento. Por vezes, a BNDESPAR é útil também em casos de reestruturações de dívidas utilizando instrumentos de mercado de capitais, como foi o caso do grupo AES, que resolveu um problema setorial e de crédito de forma lucrativa.

Em 2003, como resultado do processo de reestruturação da dívida[12] do Grupo AES perante o BNDES, a BNDESPAR tornou-se acionista da Companhia Brasiliana de Energia, uma *holding* de capital fechado, não negociada em bolsa, controladora das empresas do setor elétrico operacionais do grupo AES no Brasil, especialmente a AES Eletropaulo e a AES Tietê. O montante da dívida convertida em *equity* foi de R$ 1,76 bilhão.

Em busca de criar liquidez, melhorar a governança e gerar valor para a sua participação, após algumas tentativas frustradas da BNDESPAR em alienar a sua posição diretamente na Brasiliana, foram realizadas reestruturações societárias ao longo de 2015 e 2016, cindindo os ativos operacionais da Brasiliana, de modo que a BNDESPAR passou a deter participações diretas na Tietê e na Eletropaulo.

Consequentemente, em novembro de 2017, após cerca de um ano de preparação na Eletropaulo, que envolveu, entre outras coisas, a elaboração de um novo estatuto social, refletindo uma estrutura de controles internos mais robusta e a eleição de um novo conselho de administração, com maior participação de membros independentes e com experiência no setor de distribuição de energia elétrica, a Eletropaulo concluiu o processo de listagem no Novo Mercado.

Com a migração para o Novo Mercado, a Eletropaulo passou a ser uma *corporation*, isto é, uma sociedade sem controlador definido, possibilitando a disputa direta, a mercado, entre *players* interessados em adquirir o controle da principal empresa de distribuição de energia elétrica do Brasil. Essa dinâmica resultou na aquisição, por meio de leilão público, do controle da Eletropaulo pela Enel. Em resposta, as ações da Eletropaulo valorizaram-se 178% entre novembro de 2017 até a data do leilão, em junho de 2018, quando a BNDESPAR alienou a totalidade da sua posição.

Em 2020, de modo semelhante, a BNDESPAR conduziu um processo competitivo de alienação da sua posição na Tietê, que culminou com a aquisição parcial da posição da BNDESPAR pela própria AES, com um prêmio de 17% sobre o valor de mercado. Como parte dos termos dessa operação, a Tietê assumiu um compromisso de propor a sua migração para o Novo Mercado. Nesse sentido, após a conclusão da operação, foi realizada reestruturação societária que culminou na incorporação reversa da companhia pela sua subsidiária integral, AES Brasil

[12] Importante ressaltar que não houve qualquer perdão de dívida por parte do Sistema BNDES ao Grupo AES, sendo que durante o processo de reestruturação da dívida, o valor devido foi atualizado, corrigindo-se o valor principal e incorporando-se os juros até a data do novo contrato.

Energia, que passou a ser o veículo do grupo com ações negociadas em bolsa e listadas no Novo Mercado.

Posteriormente, em 2024, a Auren Energia realizou uma proposta de combinação de negócios com a AES Brasil, por meio de reorganização societária que, ao final, resultou na sua conversão em subsidiária integral da Auren e na unificação das bases acionárias. O valor por ação em dinheiro oferecido pela Auren para a AES Brasil correspondeu a um prêmio de 18% sobre o seu valor de mercado imediatamente anterior ao anúncio da operação. Nessa oportunidade, além de alienar sua participação na AES Brasil, a BNDESPAR também alienou sua participação residual na Brasiliana (agora sem receitas ou ativos operacionais) para a AES, encerrando sua participação nas empresas do grupo AES.

A participação do Sistema BNDES na Brasiliana, entre 2003 e 2024, obteve um retorno nominal (TIR) de 13,1% a.a., gerando um resultado gerencial[13] positivo em R$ 5,4 bilhões para a BNDESPAR, incluindo todos os proventos recebidos e alienações realizadas por meio dos M&As (fusões e aquisições, de *mergers and aquisitions* na sigla em inglês) que ocorreram no período.

A.4. Ourofino, um *private equity* bem-sucedido – investimento público estratégico com impacto e retorno

A trajetória da BNDESPAR como acionista da Ourofino é um exemplo direto e bem-sucedido de como o BNDES pode atuar de forma estratégica para fortalecer empresas brasileiras, impulsionar seu crescimento, aprimorar sua governança e gerar retorno para o Estado. O relacionamento entre as instituições teve início entre 2007 e 2008, com um aporte de R$ 105 milhões por parte da BNDESPAR, que resultou na aquisição de 20% do capital da companhia. À época, a Ourofino já se destacava no setor de saúde animal, com atuação crescente também em defensivos agrícolas.

A entrada da BNDESPAR permitiu à empresa dar um salto de escala. Os recursos foram destinados à implantação de unidades industriais modernas, como as plantas de vacinas e hormonais, e ao fortalecimento da capacidade produtiva, tecnológica e comercial da companhia. Paralelamente, a atuação da BNDESPAR foi decisiva para a institucionalização da empresa. Destaque-se, entre outras ações, a implantação do conselho de administração e do conselho fiscal e o apoio à formação de uma diretoria executiva profissional que mesclou profissionais da casa e nomes de mercado.

O apoio também incluiu operações de financiamento direto via BNDES que, ao todo, contribuíram para consolidar a infraestrutura industrial da empresa e viabilizar sua expansão de mercado, nacional e internacionalmente.

[13] São métricas gerenciais e não consideram os efeitos tributários e custos de transação.

Em 2014, por meio de uma reestruturação societária, os negócios de saúde animal e agroquímicos foram separados e a Ourofino Saúde Animal realizou seu IPO, no único lançamento daquele ano na B3. A operação foi um sucesso: ocorreu no topo da faixa de preço e marcou a entrada da companhia no Novo Mercado, segmento que exige os mais altos padrões de governança corporativa. Além de gerar valor para a companhia e seus acionistas, a abertura de capital contribuiu para a missão da BNDESPAR de fomentar o acesso de empresas nacionais a instrumentos de financiamento via mercado e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Em 2016, a BNDESPAR concluiu a venda da participação na unidade de defensivos agrícolas (Ourofino Agrociência). Em 2022, finalizou sua saída da Ourofino Saúde Animal com a venda da fatia remanescente de aproximadamente 12% para a japonesa Mitsui, que se tornou uma das principais acionistas da companhia.

A operação foi bem-sucedida sob todas as métricas relevantes. Para a BNDESPAR, representou retorno financeiro consistente e a conclusão de um ciclo típico de investimento em *equity*: entrada com impacto, valorização relevante da participação e desinvestimento estruturado. Para a Ourofino, o período com a BNDESPAR como acionista impulsionou seu crescimento em faturamento, base industrial e governança.

Em 2024, as duas empresas, conjuntamente, superaram R$ 2,8 bilhões em receita líquida (*versus* R$ 128 milhões em 2007, ano de entrada da BNDESPAR), consolidando-se como líderes do setor veterinário na América Latina, com presença crescente no exterior e estrutura de capital e governança adequadas ao estágio atual de maturidade.

O caso Ourofino demonstra o papel que a atuação direta da BNDESPAR, por meio de instrumentos como o capital de risco, pode exercer no desenvolvimento de empresas brasileiras com alto potencial. Trata-se de um investimento que combinou visão de longo prazo, rigor técnico e geração de valor – para a empresa, para o mercado e para a sociedade.

A.5. Fundo Crescera Educacional II – *case* AFYA

O FIP Educacional II foi um dos cinco fundos selecionados pela 1ª Chamada Multissetorial da BNDESPAR, ocorrida em 2014, que priorizou o setor de educação pelo seu potencial de crescimento, bons ativos disponíveis e baixa exposição na carteira da instituição. A tese de investimento concentrou-se em ensino de qualidade em áreas específicas, consolidação de segmentos fragmentados, expansão para regiões com forte crescimento e integração de mídia digital e educação.

Desde sua concepção, o plano era criar uma rede de instituições de ensino em saúde de alta qualidade, consolidada em um único veículo. Isso se concretizou em 2019, com a formação da *holding* AFYA, que passou a ser o único ativo do fundo,

atuando nacionalmente em toda a cadeia de aprendizado médico e combinando ensino presencial e plataformas digitais.

A gestão do fundo foi bem-sucedida, promovendo melhorias em governança (criação de conselhos de administração, participação ativa da gestora, contratação de executivos experientes), infraestrutura, metodologias e conteúdos acadêmicos, elevando as avaliações do Ministério da Educação (MEC) e o *net promoter score* (NPS, da sigla em inglês), além de expandir para novas unidades, especialmente no Norte, com destaque para o crescimento do número de bolsas atreladas ao programa Mais Médicos, iniciado em 2018.

O investimento teve impactos relevantes: alavancou capital privado (R$ 5,6 captados para cada R$ 1,00 da BNDESPAR), fortaleceu empresas de educação em saúde, melhorou a gestão e gerou retorno financeiro expressivo (taxa interna de retorno – TIR líquida de 64,83% a.a., 4,8 vezes o valor investido). O IPO e *follow-on* da AFYA ampliaram seu acesso ao mercado de capitais e a investidores internacionais.

Socialmente, a AFYA cresceu de 4.700 alunos de medicina, em 2018, para mais de 16 mil, em 2021, com presença majoritária em cidades pequenas das regiões Norte e Nordeste, democratizando o acesso ao ensino superior. Concedeu bolsas de estudo, ofereceu serviços de saúde gratuitos via clínicas universitárias e parcerias com o SUS, e recebeu reconhecimentos, como o GPCA Deal Awards (inovação), o título de melhor empresa de educação do ano da Época Negócios 360º, em 2020, e o selo Women on Board pela promoção da diversidade na liderança.

A.6. Fundos Criatec

Os Fundos Criatec foram concebidos pelo BNDES em 2006, como resposta a uma lacuna de mercado: a ausência de capital de risco para *startups* em estágio inicial e empresas emergentes de base tecnológica.

O primeiro fundo (Criatec I, 2007) foi lançado com capital inicial de R$ 100 milhões (R$ 80 milhões da BNDESPAR e R$ 20 milhões do Banco do Nordeste – BNB). Foi o primeiro fundo de *venture capital* nacional com atuação descentralizada, algo inovador. O modelo previa gestores regionais espalhados pelo Brasil, justamente para ir além da região Sudeste (com destaque para o eixo Rio-São Paulo), prospectando *startups* em outros polos locais.

A família evoluiu, com o lançamento de outros três fundos – Criatec II (2013), Criatec III (2016) e Criatec IV (2023) –, com tamanho e sofisticação sempre crescentes, incorporando lições aprendidas com os anteriores.

No total, foram cerca de R$ 800 milhões mobilizados (capital comprometido), investindo, até o momento, em 110 empresas de diversos setores, em vários estados.

O relatório *O impacto dos fundos Criatecs no crescimento e na inovação de* startups*: uma análise de* event study (Martini; Machado; Nascimento, 2024), pu-

blicado pelo BNDES em 2022, mostrou impactos robustos nas empresas que receberam aportes dos fundos Criatec (período 2007-2021, com 106 *startups* apoiadas e R$ 408,1 milhões investidos em quinze estados e onze setores):

i. **Emprego**: crescimento de +61,5%;
ii. **Admissões**: aumento de +38,7%;
iii. **Remuneração média**: avanço de +142,5%;
iv. **Massa salarial**: salto de impressionantes +274,7%;
v. **Empregos de nível superior**: incremento de +27,8%;
vi. **Pessoal técnico-científico (Potec)**: avanço de +21,4%; e
vii. **Pedidos de patentes**: crescimento de +10,1%.

Os fundos Criatecs se mostram um instrumento público efetivo para alavancar o crescimento e a inovação de *startups* no país. O estudo conclui que há motivos, inclusive, para afirmar que eles são mais efetivos que outras políticas de inovação no Brasil.

A.7. BNDES Garagem

O Programa BNDES Garagem foi lançado em 2018 pelo BNDES como um projeto-piloto de aceleração de *startups*, com o objetivo de estimular o ecossistema de inovação e empreendedorismo nacional, mediante apoio ao ciclo de desenvolvimento das *startups*, entendendo que os seus desafios vão além do apoio financeiro. Internamente, o programa tinha também o objetivo de permitir que o Sistema BNDES desse o primeiro passo para uma nova forma de atuação, abrindo as portas para um contato mais direto com pequenos empreendedores, em linha com sua estratégia corporativa e missão institucional. Essa edição inicial do programa apoiou o desenvolvimento de 74 negócios.

A segunda edição do BNDES Garagem foi lançada em 2020 e apresentou algumas características distintas da primeira. Além do aperfeiçoamento advindo de lições aprendidas com o projeto-piloto, foi definido um novo foco para o programa, voltado exclusivamente para "negócios de impacto", entendidos como aqueles empreendimentos que têm por objetivo gerar impacto socioambiental e resultado financeiro positivos, de forma sustentável. Adicionalmente, foi ampliada a quantidade de ciclos de aceleração para um total de três. As duas primeiras edições do programa aceleraram, em conjunto, um total de 208 *startups*, contando com a metodologia de diferentes consórcios de aceleradoras experientes, representados por Wayra Brasil, Liga Aceleradora e Artemísia Negócios Sociais.

Em 2024, foi iniciada a terceira edição do BNDES Garagem, que conta com uma ampliação no número de negócios apoiados e nas premiações

aos finalistas, mantendo o objetivo de impulsionar negócios de impacto voltados à resolução de desafios sociais ou ambientais. Essa terceira edição prevê quatro ciclos de aceleração e, ao todo, serão apoiadas 400 *startups* de impacto até 2028, a serem selecionadas com base em sua capacidade de geração de impacto positivo, tamanho de mercado e potencial de escala das soluções desenvolvidas, bem como em critérios de diversidade regional, racial e de gênero. Destaca-se a reserva de 40% das vagas do programa para negócios das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste. Além disso, o programa passa a contar com verba para premiação de 16 negócios ao final da aceleração. Entre os cem participantes, os dez negócios que mais se destacarem receberão prêmios que totalizam até R$ 765 mil. Para os demais, há premiação exclusiva dedicada aos seis negócios mais bem avaliados das regiões Norte e Nordeste do Brasil e com atuação na temática Economia da periferia, no total de até R$ 150 mil – o chamado "Prêmio BNDES Garagem Mais Brasil".

A seleção para o primeiro ciclo da terceira edição contou com mais de 1.800 inscritos, de todas as regiões do país. O segundo ciclo foi aberto em agosto de 2025, com o lançamento de chamada pública para uma nova turma de cem *startups* de impacto de todo o Brasil, e seguirá até 2026, quando ocorrerá a cerimônia de encerramento e premiação do segundo ciclo. Por fim, é relevante destacar que todos os negócios já acelerados pelo BNDES Garagem receberão apoio continuado por meio da participação na Comunidade BNDES Garagem, que conecta os negócios com novas oportunidades de capacitação, eventos, desafios de inovação e premiações, além de mentorias e contatos com atores dos ecossistemas de empreendedorismo, inovação e investimentos, e poderão contar com novas possibilidades de apoio financeiro via fundos de investimento, atualmente em desenvolvimento pela BNDESPAR.

Coordenação Editorial
Gerência de Editoração e Memória do BNDES

Projeto Gráfico
Fernanda Costa e Silva

Copidesque
Tikinet

Editoração Eletrônica
Refinaria Design

Editado pelo Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, Marketing e Cultura
Setembro de 2025

BNDES

GOVERNO DO BRASIL
DO LADO DO POVO BRASILEIRO

www.bndes.gov.br