

2
Visões sobre o capitalismo
de Estado

ATÉ AGORA, oferecemos um retrato do capitalismo de Estado na virada para o século XXI e um relato histórico da evolução do capitalismo de Estado, em âmbito mundial, no século XX. A história deixa um conjunto de questões quanto às ações do Leviatã no mercado, o que queremos explorar no restante do livro, principalmente usando evidências detalhadas do caso brasileiro. As questões que queremos examinar, contudo, não são gratuitas; dispõe-se de ampla literatura sobre as origens do capitalismo de Estado e sobre as implicações do envolvimento do Estado na economia. Como queremos partir das teorias existentes como elementos constitutivos das hipóteses que testamos ao longo de todo o livro, neste capítulo analisamos diferentes opiniões sobre o capitalismo de Estado e a propriedade estatal de empresas, para examinar hipóteses específicas nos capítulos seguintes.

Por que existe o capitalismo de Estado?

Várias explicações têm sido propostas para elucidar o surgimento do capitalismo de Estado.¹ Alguns argumentos partem da visão fa-

vorável de que o envolvimento estatal na economia ajuda o governo a resolver numerosas falhas de mercado, desde a necessidade de coordenar os investimentos (a visão da *política industrial*) até o desejo de realizar objetivos sociais, além da pura maximização do lucro (a visão *social*). Outros argumentos adotam perspectiva mais negativa, enfatizando o fracasso do governo: a intervenção do Estado é induzida pela busca de rendas ou por motivações políticas, não pela necessidade de resolver falhas de mercado (a visão *política*). Outros ainda salientam que o capitalismo de Estado é consequência não de necessidade econômica, mas, sim, de preferência ideológica pela intervenção do Estado na economia ou de política nacionalista para afastar investidores externos. Essa visão enfatiza que a resiliência do capitalismo de Estado tem sido resultado de processos históricos complexos e de condições institucionais herdadas, difíceis de mudar (visão da *dependência da trajetória*). Analisamos, em seguida, detalhadamente, cada uma dessas visões.

VISÃO DA POLÍTICA INDUSTRIAL

A visão da política industrial encara o capitalismo de Estado como ferramenta importante para resolver falhas de mercado que redundam em investimentos produtivos subótimos. Identificam-se, em geral, três importantes fontes de falhas de mercado. A primeira tem a ver com os mercados de capitais. Nos mercados financeiros mal desenvolvidos, os investimentos estão sujeitos a profundas restrições,² sobretudo quando as empresas precisam empreender projetos de grande escala, de longa maturação. Nesses casos, os governos podem atuar como financiadores ou como capitalistas de risco, em circunstâncias nas quais as fontes privadas de capital são escassas. Com efeito, vasta literatura sobre bancos de desenvolvimento propõe que instituições financeiras estatais atenuem as limitações do crédito no setor privado e promovam projetos com valor presente líquido positivo, que, do contrário, não seriam executados.³ Além disso, em economias com importantes restrições de capital, o financiamento público pode aliviar a escassez

de capital e promover ações empreendedoras para impulsionar indústrias novas ou existentes.⁴

A segunda fonte de falha de mercado diz respeito a problemas de coordenação. O envolvimento governamental pode alterar a natureza e a trajetória dos investimentos produtivos, sobretudo quando determinados contextos regionais estão sujeitos a externalidades entre setores e atividades.⁵ Muito já se discutiu sobre proposta famosa de Hirschman⁶ de que é necessário promover a integração para a frente e para trás das cadeias de produção, a fim de estimular o desenvolvimento local. Para que se interessem em construir uma usina siderúrgica, os investidores precisarão de fontes estáveis de minério de ferro e de coque e deverão convencer-se da existência de capacidade logística para garantir o fornecimento dos insumos e a distribuição dos produtos com pontualidade e capilaridade. Com base nessa lógica, talvez seja necessário um “grande empurrão” do governo para promover investimentos complementares coordenados.⁷

Esses problemas de coordenação se ampliam em mercados restritos, com escassez de capital. Em casos de capital privado abundante, os governos podem incentivar o surgimento de novos setores mediante tributação diferenciada ou proteção temporária. Sob condições de escassez de capital, contudo, o fornecimento direto ou indireto de capital estatal pode ser benéfico para fomentar investimentos complementares. A análise de Trebat sobre a industrialização do Brasil conclui que as empresas estatais foram providenciais para o desenvolvimento setorial em contexto de escassez dos mercados de capitais: “As empresas públicas foram consideradas no Brasil um atalho para a industrialização — recurso a que se viram forçados os formuladores de políticas por falta de um setor privado nacional bem financiado e da relutância do país em permitir que empresas transnacionais entrassem em setores estratégicos”.⁸

A terceira, Rodrik argumenta que certas externalidades inerentes aos “custos de descoberta” são bastante altas para inibir o desenvolvimento de novos produtos ou tecnologias.⁹ Por exemplo, os empreendedores precisam experimentar para descobrir se um produto é viável, processo que custa dinheiro e tempo, seja ele bem ou malsucedido. Se

for bem-sucedido, outros empreendedores no país terão condições de replicar o sucesso do empreendedor pioneiro. Portanto, sugere Rodrik, as políticas industriais devem concentrar-se em impulsionar esse processo de descoberta de duas maneiras. Primeiro, os governos devem fornecer tantas informações quanto possível sobre os custos de desenvolvimento de novos produtos e de novas indústrias. Segundo, se necessário, os governos devem oferecer incentivos financeiros, sem excessos, limitando-os ao necessário para ajudar no processo. Esses subsídios, sustenta Rodrik, não devem ser dirigidos para setores inteiros, mas destinar-se a novas atividades ou produtos. Finalmente, os incentivos devem ser desativados gradualmente, se o processo de descoberta falhar.¹⁰

Talvez o exemplo típico de política industrial em que o governo absorveu os custos de pesquisa do que é hoje importante produto comercial seja a criação da internet. A Defense Advanced Research Projects Agency (DARPA) é o laboratório patrocinado pelo governo americano a que se atribui o desenvolvimento da internet. De acordo com Mazzucato, desde a criação da DARPA, em 1958, “tornou-se função do governo desenvolver as tecnologias que gerariam possíveis aplicações para finalidades militares assim como para objetivos comerciais”.¹¹ Amsden, no capítulo 11 de seu livro,¹² explica como o governo da Coreia do Sul atuou na coordenação e subsidiou custos de descoberta em muitas novas indústrias, como automobilística e de construção naval. O governo brasileiro, por meio de suas empresas estatais e de programas públicos, subsidiou os custos de desenvolvimento de novos produtos, como etanol de cana-de-açúcar (com o programa Pró-Álcool) e etanol de celulose, feito de biomassa (hoje em desenvolvimento nos laboratórios de pesquisa da empresa estatal Petrobras).¹³

Essa análise, porém, não considera as numerosas e variadas formas organizacionais de capitalismo de Estado. Os governos podem impulsionar investimentos complementares, criando estatais (com participação acionária majoritária) em vários setores. No entanto, também podem abrir mão do controle para empresas privadas e fornecer capital próprio por meio de bancos de desenvolvimento ou de fundos estatais. Ainda em outros casos, as próprias empresas privadas podem constituir alianças para promover investimentos conjuntos e para acessar capitais

e recursos estrangeiros por meio de cadeias de produção globais.¹⁴ Em outras palavras, embora a visão da política industrial ajude a explicar o papel do capitalismo de Estado no manejo de falhas de mercado, ela não explica por que, em alguns casos, o Leviatã é empreendedor ou investidor majoritário, enquanto em outros o Leviatã atua de maneira mais indireta, por meio de ações não controladoras ou de empréstimos direcionados, ou seja, como investidor minoritário.

VISÃO SOCIAL

A visão social assevera que empresas influenciadas pelo Estado perseguem o “duplo resultado”. Ou seja, têm objetivos “não comerciais” que vão além da lucratividade ou até contrariam o princípio da maximização do valor para os acionistas.¹⁵ Nas palavras de Shirley e Nellis:

Objetivos não comerciais incluem o uso de empresas públicas para promover o desenvolvimento regional, a criação de empregos e a redistribuição de renda; em geral, envolvem admitir ou manter trabalhadores redundantes, vender produtos e serviços a preços inferiores aos do mercado (às vezes, mesmo abaixo do custo), instalar fábricas em áreas não econômicas ou manter abertas unidades não econômicas.¹⁶

Os governos também podem determinar os custos dos insumos, estabelecer tetos salariais, subsidiar taxas de juros ou oferecer fundos a estatais com taxa de juros preferencial. Portanto, de acordo com a visão social, as empresas controladas pelo Estado atuam como ferramenta eficaz para mitigar as falhas de mercado, perseguindo objetivos sociais — emprego alto e preços baixos — além da lógica do lucro como único critério e da maximização do valor para os acionistas.

Do mesmo modo, esse afastamento da maximização do lucro e do valor para os acionistas significa que o capitalismo de Estado tem condições de perseguir objetivos de longo prazo que seriam inaceitáveis para investidores privados em busca de retornos mais rápidos.¹⁷ Enquanto os investidores privados podem reduzir ou até liquidar sua participação

numa empresa na hipótese de desempenho de curto prazo insatisfatório, os governos, em geral, são mais pacientes e se dispõem a tolerar empresas não lucrativas no curto prazo. Além disso, alguns projetos podem gerar resultados satisfatórios apenas no longo prazo, o que talvez exija fonte de capital mais “paciente”, para resistir a períodos de maior turbulência nos mercados. Os governos, conseqüentemente, podem atuar mais como “parceiros financeiros”, empenhados no apoio de projetos valiosos, com horizontes temporais relativamente longos.¹⁸ Musacchio e Staykov, por exemplo, argumentam que a principal característica dos fundos soberanos é orientação paciente, de longo prazo. Esses fundos, argumentam os autores, “também são mais imunes ao ‘espírito animal’ e suportam com mais facilidade o pânico de mercado”. Além disso, sem quaisquer pressões de curto prazo para proporcionar retornos significativos em dinheiro aos governos”, os fundos soberanos são capazes de manter seus investimentos ao longo dos vales do mercado”.¹⁹

Portanto, na visão social, o capitalismo de Estado minorará, deliberadamente, a influência do lucro como poderoso incentivo do capitalismo privado. A redução da ênfase na maximização do lucro no setor público é compatível com a análise de Williamson da governança pública em comparação com a governança privada. Ele introduz o conceito de *probidade*: a necessidade de “lealdade e retidão”,²⁰ em várias áreas, como “política internacional, defesa nacional, inteligência externa, gestão da oferta de moeda e, possivelmente, judiciário”.²¹ Williamson argumenta que os incentivos menos poderosos do setor público garantem a probidade ao evitar a excessiva “mobilização de recursos mediante economias de custo”.²² No mesmo tom, Hart, Shleifer e Vishny salientam que a organização pública será desejável quando a maximização do lucro acarretar ênfase excessiva na redução de custos, em detrimento da “qualidade” (por exemplo, busca excessiva de baixo custo em escolas privadas com fins lucrativos, com possíveis reflexos negativos na qualidade da educação).²³ Embora Williamson e Hart et al. não se concentrem na propriedade de empresas pelo Estado, as propostas deles são compatíveis com a visão social. Nesse sentido, o capitalismo de Estado talvez desponte como maneira de “domar” as motivações de lucro no curto prazo dos mercados.

Como a visão de política industrial, contudo, a visão social não considera explicitamente as variedades de capitalismo de Estado que encontramos nos diferentes países. Em tese, os governos terão mais facilidade em induzir os gestores a perseguir objetivos sociais se tiverem participação acionária majoritária, ou seja, se puderem vetar decisões que entrem em conflito com seus objetivos almejados, como, digamos, evitar aumento no desemprego ou nos preços. No entanto, também é possível que, por meio de participações acionárias minoritárias, os governos exerçam algum grau de influência. Um exemplo é a orientação de longo prazo dos fundos soberanos, já analisada. Os governos também podem tentar convencer outros proprietários de empresas parcialmente privatizadas a adotar objetivos sociais, os quais talvez concordem com a interferência governamental como maneira de preservar seus interesses na empresa ou de receber futuros benefícios, como o fornecimento contínuo de capital estatal. Na próxima seção, analisaremos com mais profundidade esse tema.

VISÃO POLÍTICA

Embora a visão de política industrial e a visão social considerem benignas e até benéficas a influência do governo e a atenuação de poderosos incentivos de mercado, a visão política salienta as ineficiências relacionadas com *falhas governamentais*.²⁴ Nesses termos, contestam Shleifer e Vishny, “o principal problema das empresas estatais é a interferência do governo em suas atividades, direcionando-as para o cumprimento de objetivos políticos em vez de econômicos”.²⁵ Políticos e capitalistas com interesses políticos podem estender a “mão espoliadora” para desviar recursos públicos em benefício próprio, com conseqüências negativas para o desempenho empresarial. A interferência política nas empresas estatais pode resultar em excesso de pessoal e a seleção de empregados com base em ligações políticas, em vez de nos méritos ou nos antecedentes. Em geral, esses empregados carecerão dos poderosos incentivos contratuais comuns nas empresas privadas (como bônus por desempenho ou opções sobre ações). Portanto, as estatais sujeitas a

muita intervenção política são mais propensas a tomar decisões inadequadas. Talvez não consigam reduzir custos nem enxugar as operações em períodos de crise, e é provável que façam investimentos ineficientes e deficitários em resposta a pressões do governo.

Esse problema é agravado pela denominada *restrição orçamentária fraca* das empresas estatais.²⁶ Com o capital abundante e “paciente” do Estado, os burocratas estarão mais dispostos a aprovar maus investimentos e a usar fundos públicos para cobrir prejuízos e para salvar projetos fracassados. Sem as pressões dos investidores do mercado exigindo rentabilidade, as empresas estatais podem ser usadas como fontes de capital barato para atender aos objetivos políticos dos governos e dos políticos. A visão política diverge da visão social em relação aos incentivos de mercado insuficientes da governança pública como desvantagem crítica. As deficiências daí resultantes serão mais agudas na medida em que as intromissões políticas distorcem as decisões empresariais.

Embora a interferência política seja, em tese, mais intensa nas empresas estatais com participação estatal majoritária, a visão política também explica certos tipos de influências que podem ocorrer quando o Leviatã é investidor minoritário. As ligações público-privadas podem ser condutoras de *compadrio*, mecanismo pelo qual “os *compadres* das autoridades políticas que formulam e executam as políticas públicas recebem favores de grande valor econômico”.²⁷ Na visão política, os governos fornecem capital às empresas não no intuito de canalizar fundos para aplicações sociais eficientes, mas, sim, para maximizar seus objetivos sociais ou de realizar transações de *compadrio* com empresários rentistas com ligações políticas.²⁸

A literatura recente apresenta evidências empíricas compatíveis com a hipótese de que os financiamentos públicos podem ser influenciados por fatores políticos, como ciclos eleitorais e doações para campanhas.²⁹ A implicação é que os governos fornecem capital a empresas em troca de apoio político — seja doações para campanhas de coalizões políticas do governo, seja decisões de investimento que beneficiam políticos e seus constituintes. As empresas podem pedir crédito subsidiado ou capital próprio minoritário mesmo em situações nas quais os projetos poderiam ser lançados e financiados por vias mais normais, usando

fontes de capital privadas. O potencial de compadrio também desponta na criação de “campeões nacionais”,³⁰ ou seja, políticos e autoridades escolhem certas empresas para receber fundos, na forma de empréstimos ou de investimentos, como maneira de impeli-las na busca do crescimento e da consolidação setorial. De um lado, a criação de campeões nacionais é compatível com a visão de política industrial mais benigna, segundo a qual o capital estatal pode resolver falhas de mercado que tolhem o desenvolvimento industrial. De outro, há quem argumente, os critérios do governo para selecionar empresas não são claros e às vezes se associam a objetivos políticos.³¹ Os campeões nacionais, portanto, podem ser outra manifestação do desejo do governo de induzir o setor privado a pagar dividendos políticos.³²

Em consonância com a visão política e com nossa análise anterior de privatizações parciais, vários autores afirmam que a influência do governo persiste mesmo depois de o controle das empresas ser assumido por investidores privados. Bortolotti e Faccio³³ opinam que, depois de 2000, os governos dos países da OCDE mantiveram algum grau de controle sobre 62,4% das empresas privatizadas. Examinando eventos de privatização em economias sob transição, Pistor e Turkewitz observam que empresas privadas com participação estatal auferem benefícios decorrentes do “seguro estatal” [*state-granted insurance*]:³⁴ “A presença do Estado como proprietário lhe confere posição privilegiada para influenciar certas decisões, como preços de energia ou fechamento de fábricas em regiões com altos níveis de emprego”.³⁵ Calomiris³⁶ acha que, ao ser privatizadas, as empresas que desfrutavam de laços estreitos com o governo apresentam melhor desempenho que suas congêneres mais isoladas. Bennedsen³⁷ propõe um modelo teórico de jogo e que uma das situações de equilíbrio envolve empresários do setor privado que aceitam as diretrizes do Estado (por exemplo, evitando demissões excessivas), em troca de subsídios. As implicações dos laços empresa-governo pós-privatização também são examinadas por Boycko, Shleifer e Vishny,³⁸ e Kauffman e Siegelbaum.³⁹

Consequentemente, embora a interferência política possa explicar o desejo de criar empresas estatais, esse fator também ajuda a compreender o modelo de capitalismo de Estado híbrido (minoritário). A influência política direta, exercida por meio da capacidade de realiza-

ção do governo, é substituída por formas de persuasão mais indiretas e matizadas, em geral mediante laços de compadrio. Nas palavras de Shleifer e Vishny,⁴⁰ “não há linha mágica que separe, depois da privatização, empresas e políticos”.⁴¹

VISÃO DA DEPENDÊNCIA DA TRAJETÓRIA

A visão da *dependência da trajetória* explica tanto o surgimento quanto a evolução de variantes do capitalismo de Estado, em consequência de atributos institucionais e de processos históricos idiossincráticos em âmbito nacional. Fundamentalmente, processos dependentes da trajetória resultam de interações complexas envolvendo atores políticos e econômicos, que tentam defender seus interesses, em situações de mudanças iminentes.⁴² Essa visão se baseia em três ideias. Primeira, a ascensão do capitalismo de Estado no século xx resultou de influências ideológicas e de instituições herdadas do passado. Segunda, o evento catalisador da recente evolução do capitalismo de Estado foi o movimento de privatização das últimas décadas do século xx.⁴³ Terceira, atributos institucionais idiossincráticos em âmbito de nação determinaram a intensidade do processo de privatização em cada país.⁴⁴

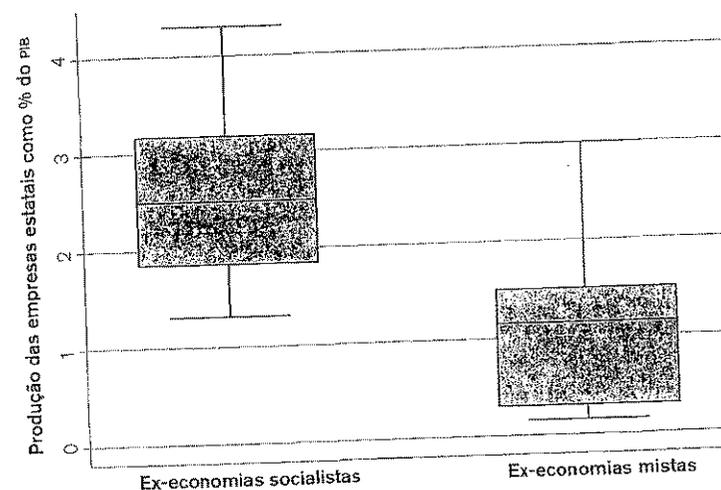
A análise de Stark⁴⁵ sobre a transição do Estado nos países da Europa Oriental oferece um exemplo de privatização desuniforme e incompleta. Compilando dados de empresas recém-privatizadas na Hungria, Stark revela que elas continuaram sob propriedade parcial de atores estatais (State Property Agency e State Holding Corporation) e que esses atores também tinham participação acionária em importantes empresas húngaras, em conjunto com investidores privados nacionais e estrangeiros. Ele observa que, “ironicamente, os órgãos responsáveis pela privatização estão atuando como agentes de *étatization*”⁴⁶. Ele se refere a esse processo como *recombinação* de recursos públicos e privados, com base nas rotinas, práticas e vínculos sociais existentes na economia. Considerando que esses atributos “locais” tendem a ser específicos em cada país, essa visão sugere não só que as relações de propriedade serão heterogêneas nos diversos países, mas também que

a importância do Estado será variável, de acordo com as condições herdadas.⁴⁷ “Uma nova ordem social”, escreve Stark, “não pode ser criada por imposição — pelo menos onde os próprios cidadãos querem voz ativa na determinação de novas instituições.”⁴⁸

Argumento correlato é que a plausibilidade da privatização dependerá da ideologia e das atitudes locais em relação à propriedade pública e privada⁴⁹ e que os governos tentarão levar em conta esses aspectos ao elaborar reformas políticas. Antecipando-se às reações públicas contra os programas de privatização, os governos podem envolver investidores privados nacionais e órgãos estatais na execução desses programas, e, ao mesmo tempo, infundir capital estatal nas empresas recém-privatizadas, como maneira de sinalizar ao público que o governo mantém-se presente na economia.⁵⁰ As reações públicas negativas contra as privatizações podem ser mais intensas quando as empresas estatais são vendidas a grandes empresários nacionais ou a investidores estrangeiros. Por exemplo, em linha com os achados de Stark,⁵¹ o BNDES, banco de desenvolvimento brasileiro, não só coordenou todo o programa de privatização, mas também manteve participações minoritárias em várias empresas.⁵² De Paula, Ferraz e Iotty argumentam que, no Brasil, consórcios mistos envolvendo atores nacionais privados, estrangeiros e estatais ajudaram a “diluir as críticas políticas que em geral acompanham a transferência de ativos públicos para entidades estrangeiras”.⁵³

Bortolotti, Fantini e Siniscalco⁵⁴ também enfatizam a heterogeneidade na extensão em que os governos privatizam empresas estatais, em termos de receitas totais de privatização como porcentagem do PIB, no período 1977-99. Eles descobriram que a privatização variou entre países de acordo com três fatores. Primeiro, a situação fiscal do governo no início do programa determinou a urgência da privatização. Segundo, o nível de desenvolvimento do mercado financeiro (avaliado pela capitalização do mercado como proporção do PIB e pelo índice de turnover do mercado de ações) também influenciou a viabilidade de programas de privatização em massa, na medida em que facilitava as privatizações com emissão de ações. Terceiro, os governos autoritários privatizaram menos.⁵⁵ Portanto, os regimes políticos — que tendem a ser muito resilientes — também parecem determinar a extensão da propriedade do governo. Nesse estudo,

Figura 2.1. Produção das empresas estatais como porcentagem do PIB c. 2010, em ex-economias socialistas e mistas

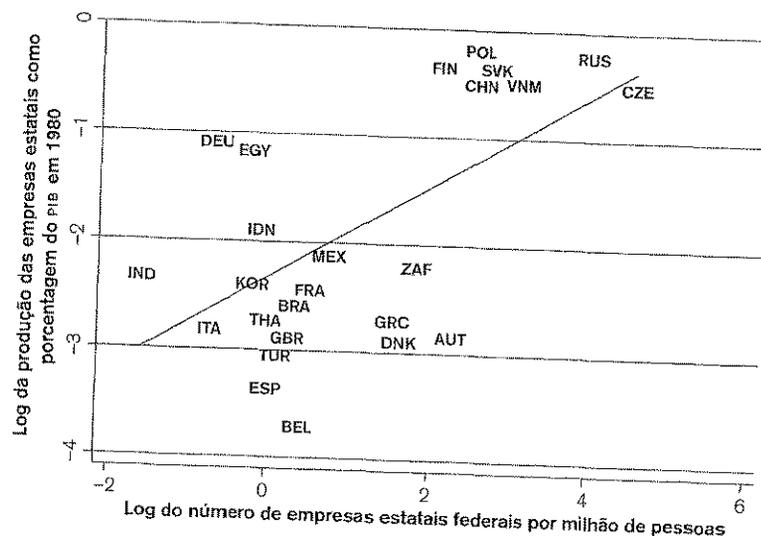


FONTE: Dados da tabela 1.1 (capítulo 1), combinados com dados do apêndice do Banco Mundial.⁵⁶ Incluímos aqui, entre as ex-economias socialistas, China, República Tcheca, Finlândia, Índia, Polônia, Rússia, República Eslovaca e Vietnã. As ex-economias mistas são Bélgica, Brasil, Dinamarca, França, Alemanha, Grécia, Indonésia, Itália, México, Países Baixos, Nova Zelândia, Cingapura, Suécia, Tailândia e Turquia. Incluímos Finlândia e Índia entre as economias socialistas por causa da alta porcentagem da produção das estatais em relação ao PIB antes de 1989. OBSERVAÇÃO: Exclui valores externos.

entretanto, não fica claro se os governos em países democráticos efetivamente preferem a privatização ou se são induzidos a privatizar porque, nessas condições, é maior a tentação para usar empresas estatais para fins de patronagem, por exemplo, nomeando membros da coalizão no poder para posições na diretoria ou no conselho de administração de estatais.

A figura 2.1 mostra que o capitalismo de Estado tem forte dependência da trajetória, mesmo décadas depois da privatização. Nessa figura, lançamos a porcentagem da produção das empresas estatais em relação ao PIB para um grupo de países que eram considerados economias mistas em 1980 (como Alemanha, França e Brasil) ou economias socialistas (como China, República Tcheca e Rússia). É evidente que, em anos mais recentes, as empresas estatais se tornaram ainda mais importantes nas ex-economias socialistas.

Figura 2.2. Produção das empresas estatais como porcentagem do PIB em 1980 versus número de estatais federais por milhão de pessoas (c. 2010)

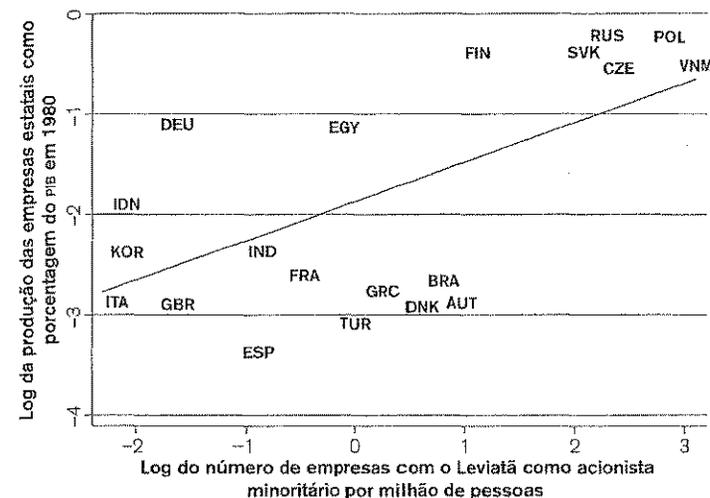


FONTE: Ver figura 2.1.

Além disso, os países em que a presença do Estado na economia era maior em 1980 tendem a ter governos com mais empresas estatais, em geral, e mais investimentos minoritários em empresas nos anos posteriores. Nas figuras 2.2 e 2.3 mostramos essas relações em gráficos de dispersão simples. Na figura 2.2 apresentamos um gráfico de dispersão da produção das empresas estatais como porcentagem do PIB, em 1980, e o número de estatais controladas pelo governo federal por volta de 2010. A relação positiva é evidente, demonstrando forte dependência da trajetória.

Também se constata forte dependência da trajetória quando se considera o número de empresas em que o governo tem propriedade minoritária e o nível de produção das empresas estatais como porcentagem do PIB em 1980. A figura 2.3 mostra que essa correlação é alta e que os países nos quais o Leviatã atua mais como acionista minoritário também são ex-economias socialistas, como Rússia e vários países da Europa Oriental.

Figura 2.3. Produção das empresas estatais como porcentagem do PIB em 1980 versus número de empresas com o governo como acionista minoritário por milhão de pessoas (c. 2010)



FONTE: Ver figura 2.1.

Em síntese, a visão da *dependência da trajetória* oferece novos *insights* sobre o predomínio do Leviatã como investidor majoritário e, talvez mais importante, sobre o surgimento do modelo híbrido de capitalismo de Estado, com o Leviatã como investidor minoritário. Na visão da dependência da trajetória, o capitalismo de Estado híbrido será consequência natural das regras, dos vínculos e das ideologias vigentes, que já existiam antes dos programas de reforma. Mesmo com a transferência de ativos para proprietários privados, o Estado pode continuar presente na economia, como maneira de preservar ligações anteriores com o setor produtivo ou de minimizar a oposição pública às reformas. Vista de ângulo diferente, a *menor* incidência do capitalismo de Estado também pode ser explicada pela posição ideológica favorável de partidos políticos em relação a mercados mais liberais, como no México e no Chile.⁵⁷

Na tabela 2.1, resumimos essas explicações alternativas da existência do capitalismo de Estado, nas condições e nas formas atuais.

Tabela 2.1. Resumo das hipóteses que explicam a existência do capitalismo de Estado

Visão da política industrial	Visão social	Visão da dependência da trajetória	Visão política
<p>a. Falhas do mercado de capitais: o governo financia projetos que, do contrário, não teriam financiamento.</p> <p>b. Problemas de coordenação: externalidades entre setores não podem ser realizadas em decorrência de problema de ação coletiva ou de falta de escala de pequenos produtores privados (a taxa de retorno social é maior que a taxa de retorno das empresas em projetos específicos; por exemplo, infraestrutura ou produtos com integração vertical).</p> <p>c. Custos de descoberta: o empreendedorismo privado é arriscado e gera externalidades positivas na cadeia de produção.</p>	<p>a. Duplo resultado: empresas com objetivos não comerciais (por exemplo, água e esgoto); necessidade de precificar mercadorias abaixo do custo; empresas que não podem concentrar-se em reduzir custos, comprometendo a qualidade ou a cobertura dos serviços (por exemplo, água potável, rodovias/ferrovias para cidades pequenas).</p> <p>b. Visão de longo prazo nos investimentos versus visão de curto prazo do setor privado.</p> <p>c. <i>Probitude</i>, de Williamson (necessidade de lealdade e retidão em serviços públicos complexos).</p> <p>d. Falhas de mercado que levam a monopólios naturais.</p>	<p>Fatores idiossincráticos e históricos, específicos do país, que redundam em presença difusa do Estado na economia.</p>	<p>a. Restrição orçamentária fraca: necessidade política de socorrer empresas com mau desempenho.</p> <p>b. Hipótese da "mão espoliadora": autoridades públicas criam empresas estatais a serem usadas para propósitos pessoais.</p> <p>c. Intervenção política: por motivos políticos, as empresas estatais são levadas a escolher mix de produtos inadequado e a tomar decisões ineficientes sobre localização industrial.</p> <p>d. Desejo do governo de fomentar campeões nacionais (estatais ou empresas privadas com apoio público).</p> <p>e. <i>Compadrio</i>: uma coalizão de elite apoia a criação de empresas estatais para ganhos privados (por exemplo, melhoria de acesso a insumos ou a financiamentos baratos).</p>

Variedades de capitalismo de Estado: atributos e implicações para o desempenho

Consolidaremos, agora, as hipóteses anteriores em quadro comparativo que descreve os principais atributos de cada variedade de capitalismo de Estado e suas implicações para o desempenho da empresa e para o bem-estar social. Para fins de comparação, também consideramos os atributos da propriedade privada em mercado liberal hipotético, com o mínimo de intervenção do Estado. Como indicamos na tabela 2.2, identificamos quatro traços gerais que devem ser muito diferentes entre os modelos: a extensão em que cada modelo gera *problemas de agência* (ou seja, gestores cujos objetivos não se alinham com os propósitos da empresa); o efeito do modelo sobre a capacidade do Estado de *coordenar e executar os objetivos sociais* na economia; o nível observado de *compadrio*, definido pela extensão em que as ligações políticas rendem favores do governo para empresas privadas; e a *rigidez das alocações* na economia, indicada pelo grau em que novos negócios empreendedores entram no sistema, enquanto saem velhas empresas ineficientes. Descrevemos, em seguida, esses traços com mais detalhes.

PROBLEMAS DE AGÊNCIA

Os aspectos referentes a agência têm sido usados principalmente para explicar os resultados empíricos de que o desempenho das empresas com participação estatal majoritária geralmente é inferior ao de empresas privadas comparáveis. Em resumo, essa visão afirma que os CEOs das estatais não estão motivados para empenhar-se na melhoria do desempenho e/ou não são bem monitorados pelo conselho de administração, nem pela agência reguladora competente, nem pelo ministro incumbido de supervisionar a empresa em questão.⁵⁸ O problema de delegar decisões a agentes cujos objetivos talvez não se alinham com os dos principais vem sendo discutido há muito tempo por teóricos dos problemas de agência.⁵⁹ As correções para o desalinhamento principal-agente

Tabela 2.2. Modelos de capitalismo de Estado em perspectiva comparativa

	Leviatã como empreendedor (proprietário/gestor)	Leviatã como investidor majoritário	Leviatã como investidor minoritário	Propriedade privada/intervenção mínima do Estado
Problemas de agência nas empresas	ALTO	MODERADO a ALTO ^a	MODERADO ^a	MODERADO a BAIXO ^a
Capacidade do Estado de coordenar a economia e realizar objetivos sociais	ALTO	MODERADO a ALTO	MODERADO	BAIXO
Potencial para padrão (público-privado)	BAIXO	MODERADO	ALTO	BAIXO
Uso de estatais para patronagem	ALTO	MODERADO a BAIXO	BAIXO	BAIXO
Facilidade de entrada e saída	BAIXO	BAIXO a MODERADO	MODERADO	ALTO

NOTA: a. A extensão em que serão evitados os problemas de agência dependerá não só do desenho da governança das empresas, mas também do nível da garantia de observância em âmbito público (leis, agências reguladoras etc.) e privado (Bolsas de Valores, *underwriters*, etc.) dos mecanismos de proteção de investidores minoritários. ^a Ver capítulos 6 e 8.

normalmente envolvem contratos de incentivos ao desempenho ou de remuneração por desempenho para os gestores, monitoramento direto pelos principais ou combinação de ambas. A adoção dessas medidas, de acordo com essa visão, é muito mais difícil em estatais que em empresas privadas.⁶¹ Portanto, os contratos de incentivos geralmente funcionam melhor quando se dispõe de critérios objetivos de avaliação do desempenho e de aplicação imediata, como nível de lucro ou preço da ação.⁶² Além disso, como foi notado anteriormente, Williamson argumenta que incentivos pouco poderosos para gestores são característica *inerente* à organização estatal, como atributo que garante a proibidade, ou seja, os gestores não devem ser incentivados a aumentar o lucro em detrimento de objetivos sociais mais genéricos.

O monitoramento nas burocracias públicas também é problemático.⁶³ Muitas atividades do setor público envolvem vários principais, dispersos em várias áreas.⁶⁴ Ao mesmo tempo, os próprios gestores de estatais podem não saber quem é o principal mais importante e a quem devem prestar contas. Seria o governo, um ministro, uma holding estatal ou a população em geral? Não raro, os empregados das estatais sentem que eles próprios são o principal.⁶⁵

Ao adotar a visão social, os governos agravam ainda mais a questão ao incluir objetivos sociais na avaliação das empresas estatais, o que pode engendrar um conjunto confuso de objetivos para os gestores.⁶⁶ Devem os gestores maximizar lucros, minimizar salários ou maximizar empregos? Por exemplo, se o objetivo de uma estatal é maximizar o bem-estar social, talvez não fique claro para o CEO quem é a parte interessada relevante, que pode ser a sociedade como um todo, os cidadãos de uma cidade onde a empresa opera ou os próprios trabalhadores da empresa. Na prática, as agências reguladoras e o Banco Mundial, na década de 1980, criaram *scorecards* para avaliar o desempenho das estatais com base em vários objetivos sociais e financeiros, mas a mensuração era complicada e, sem bons sistemas de incentivos e de monitoramento, eles acabaram sendo abandonados.⁶⁷

As organizações estatais, na visão mais estilizada das empresas, também carecem de um grupo bem definido de monitores, como acionistas que participem ativamente de órgãos colegiados da empresa. De fato, os

governos podem nomear políticos ou outros atores com ligações políticas para “monitorar” as empresas estatais, o que suscita a questão fundamental de “quem monitora os monitores” ou “quem vigia os vigias”.⁶⁸ Ao contrário dos acionistas de empresas privadas, esses membros nomeados de órgãos colegiados não colocam em risco a própria fortuna ao cumprir seus deveres de monitoramento. Além disso, os gestores de estatais não enfrentam a ameaça de tomadas de controle hostis quando apresentam desempenho inferior ao dos concorrentes, nem correm o risco de falência, pois sabem que o governo recapitalizará ou socorrerá a empresa em caso de insolvência.⁶⁹

O que dizer, então, sobre o modelo híbrido em que o Leviatã é investidor *minoritário* de empresas privadas? Nesse modelo híbrido, como o Estado não controla diretamente as empresas, é de se esperar, em geral, que os já mencionados problemas de agência sejam menos intensos que nas empresas estatais. Mesmo assim, argumentamos que pode haver espaço para *interferência residual* em empresas nas quais o Estado é, aparentemente, apenas acionista minoritário, porque os governos podem participar de coalizões com outros atores não estatais, a fim de nomear gestores com ligações políticas e influenciar decisões à luz de outras considerações que não sejam a eficiência. Analisamos essa questão em profundidade no capítulo 8.

No todo, os problemas de agência no modelo híbrido do Leviatã como investidor minoritário devem situar-se em algum ponto entre os modelos extremos do controle estatal pleno e da propriedade privada integral. Alguns estudos sobre privatização e sobre empresas parcialmente privatizadas confirmam que, em algumas dimensões do desempenho, elas se saem melhor que empresas controladas pelo Estado, mas não necessariamente melhor que empresas privadas.⁷⁰ No capítulo 7, contudo, analisamos algumas circunstâncias em que o modelo do Leviatã como investidor minoritário pode superar em desempenho a propriedade privada, se o capital estatal minoritário ajudar a reformular a estrutura de capital da empresa e se a interferência governamental residual for limitada.

CAPACIDADE DO ESTADO DE COORDENAR A ECONOMIA E DE ATINGIR OBJETIVOS SOCIAIS

A visão de política industrial e a visão social enfatizam que a propriedade estatal pode ajudar a resolver falhas de mercado e a alcançar objetivos sociais, além da pura maximização do lucro. De acordo com essas visões, o desejo abrangente de *coordenar* o desenvolvimento econômico imporá, portanto, alguma ação governamental “empreendedora”. Em tese, as empresas sob pleno controle estatal podem ser meios para fomentar investimentos de longo prazo em capital fixo e de estabelecer inúmeros “vínculos” setoriais. Com efeito, conforme já observamos, muitos autores sustentam que a industrialização tardia dos países da América Latina e do sul da Ásia envolveu alguma forma de ação governamental direta por meio de empresas estatais.⁷¹

A visão política, todavia, argumenta que a intervenção política (ou o fato de as empresas estatais almejarem duplo resultado) e as restrições orçamentárias fracas desalinham os objetivos dos gestores de empresas estatais ou das campeãs nacionais protegidas. Neste livro, examinamos dois aspectos da intenção do governo de coordenar as ações das empresas — tanto estatais quanto privatizadas — para alcançar objetivos sociais específicos. Primeiro, analisamos de que forma, no modelo do Leviatã como empreendedor, os governos reagem a choques externos usando as empresas estatais para reduzir o desemprego. Segundo, investigamos a existência de condições em que o Leviatã pode se conter, resistindo à tentação de influenciar empresas (estatais ou privatizadas), a fim de realizar objetivos sociais ou políticos, mesmo em detrimento de outros acionistas privados.

Quanto ao modelo híbrido do Leviatã como investidor minoritário, em geral, a capacidade do governo de promover essa coordenação dependerá da interferência residual em empresas nas quais o Estado tem participações minoritárias. Quando os governos investem capital ou concedem empréstimos a muitas empresas privadas, sem coordenação com os acionistas majoritários, a capacidade daí resultante de influenciar decisões não será muito maior do que seria no contexto de empresas privadas, empenhadas na maximização do lucro. Conforme

já observamos, porém, os governos podem formar coalizões com outros proprietários e, assim, influenciar indiretamente as decisões. O caso da Vale, a maior empresa de mineração do Brasil e a terceira maior do mundo, é ilustrativo (ver capítulo 8). Embora a mineração seja outro setor em que a tentação de intervenção política é alta, não seria de esperar que a Vale fosse objeto de qualquer intervenção governamental. No entanto, mostramos como os Estados podem usar participações acionárias minoritárias para exercer pressão sobre empresas parcialmente privatizadas, controlando-as de maneira indireta.

Apesar desse risco, como essas coalizões nem sempre são possíveis, o modelo do Leviatã como acionista minoritário tende a proporcionar aos governos capacidade de interferência apenas moderada a baixa, em comparação com o modelo no qual as empresas estatais são invasivas. Por exemplo, no capítulo 6 analisamos a governança em grandes empresas petrolíferas nacionais, área em que a tentação de intervenção política é alta e na qual em geral os governos controlam a empresa. Em alguns casos, todavia, os governos vendem participações acionárias minoritárias a investidores privados e aderem às melhores práticas de governança ao listar a empresa em Bolsas de Valores. Verificamos se, nesses casos, as reformas da governança disciplinam o governo.

NÍVEL DE COMPADRIO (PÚBLICO-PRIVADO)

Definimos compadrio como o mecanismo pelo qual atores privados com ligações políticas recebem favores do Estado. No modelo prototípico do Leviatã como empreendedor, a predominância de empresas estatais controladas pelo Estado implica que haverá menos atores privados capazes de beneficiar-se diretamente de iniciativas do Estado. Embora os burocratas do Estado e seus compadres possam constituir laços mútuos em benefício próprio, a maioria das alocações será influenciada pelo Estado e no âmbito do Estado por meio de órgãos e empresas estatais. A China é um exemplo, com várias empresas estatais cujos gestores têm conexões estreitas com o governo e o Partido Comunista.⁷²

Em contraste, nos modelos do Leviatã como investidor majoritário e minoritário, haverá mais oportunidades para as empresas privadas usufruírem de favores do governo. No modelo do Leviatã como investidor majoritário, as empresas privadas podem beneficiar-se de políticas de abastecimento que favorecem certos tipos de empresa nacional. Esse favoritismo pode ser disfarçado como política industrial, porquanto, realmente, é capaz de promover o desenvolvimento de uma rede de empresas locais. Não se sabe ao certo, contudo, se, no longo prazo, essa política, sozinha, produz atores globais competitivos.⁷³ Como exemplificam Amsden e Rodrik,⁷⁴ as políticas de abastecimento interno só deram certo na Coreia do Sul porque foram temporárias e em geral impunham metas de desempenho nítidas aos fornecedores preferenciais.

Finalmente, no modelo do Leviatã como investidor minoritário, a presença de vários proprietários controladores privados, cujas empresas, em grande parte, contam com capital estatal, amplia as oportunidades de compadrio. Considere, por exemplo, o caso de investimentos de capital ou de empréstimos subsidiados de bancos de desenvolvimento. Quando essas instituições financeiras investem enormes volumes de capital e emprestam a taxas de juros subsidiadas, muito inferiores às do mercado, os benefícios auferidos pelas empresas ao se empenharem no desenvolvimento de ligações políticas para atrair capital barato aumentam substancialmente.

Assim, quanto mais extensa e permeável for a interface público-privada, no modelo do Leviatã como investidor majoritário e minoritário, mais generalizado tende a ser o compadrio. No modelo extremo em que o Estado é proprietário integral de ampla variedade de empresas industriais e de instituições financeiras, a maioria das alocações efetivamente flui dentro do aparato do Estado. Portanto, nesse caso, reduz-se a captura privada, ou compadrio (mesmo que, como analisamos a seguir, possa ocorrer patronagem).

Na parte final deste livro, analisamos uma série de hipóteses relacionadas com o compadrio na distribuição de crédito subsidiado através de bancos de desenvolvimento. Com base na visão política, analisamos se a alocação de empréstimos subsidiados pelo BNDES se correlaciona com doações das empresas para campanhas políticas de candidatos

vitoriosos. Em contraste, a visão da política industrial sugere que as empresas tomam empréstimos porque querem aplicar capital em projetos lucrativos. De maneira consistente com pesquisas anteriores,⁷⁵ encontramos poucas evidências dessa segunda hipótese, mas descobrimos fortes evidências de que as doações para campanhas se correlacionam aos valores dos empréstimos que as empresas obtêm do governo.

USO DE EMPRESAS ESTATAIS PARA PATRONAGEM

Outra dimensão na qual, em nossa opinião, são grandes as diferenças entre as variedades de capitalismo de Estado é a extensão em que os governos podem usar as estatais para fins de patronagem. Por patronagem referimo-nos não só ao favorecimento de eleitores e de empresas, mas também, com mais especificidade, à nomeação de pessoal nas empresas para favorecer membros da coalizão dominante. Supomos que seja mais alto o uso de empresas públicas para patronagem no modelo do Leviatã como empreendedor, em que os governos têm liberdade para preencher cargos de confiança nas empresas estatais. No modelo do Leviatã como investidor majoritário, o Estado tem menos oportunidades para nomear não só executivos, mas também membros do conselho de administração e funcionários em geral. A capacidade de fazer essas nomeações dependerá nitidamente da segregação entre governo e empresa; quanto mais a governança e as instituições possibilitarem a separação entre o Leviatã e as empresas, menos elas serão usadas para patronagem. Por isso é que no modelo do Leviatã como investidor minoritário e no modelo hipotético da empresa privada com o mínimo de intervenção governamental consideramos que as empresas são pouco usadas para patronagem.

FLEXIBILIDADE DAS ALOCAÇÕES (FACILIDADE DE ENTRADA E SAÍDA)

A propriedade privada com o mínimo de interferência do Estado geralmente se associa à capacidade herdada de lançar novos em-

preendimentos e, ao mesmo tempo, evitar a sobrevivência de empresas improdutivas.⁷⁶ Aspecto fundamental desse modelo, em seu estereótipo, são as poucas barreiras à entrada e à saída, o que facilita o ajuste flexível às mudanças de condições, como as rupturas tecnológicas e o surgimento de concorrentes estrangeiros mais competitivos. Por exemplo, Messick⁷⁷ mostra com clareza que os países com baixa intervenção estatal (por exemplo, menor participação das empresas estatais no PIB ou do consumo do governo no PIB) tendem a ter barreiras de entrada mais baixas.

Ajustes flexíveis e facilidade de entrada são condições mais difíceis de manter sob o capitalismo de Estado. Os governos não raro blindam as empresas nacionais e as estatais contra a competição estrangeira ou promovem campeãs nacionais com o uso de crédito subsidiado, tarifas de importação, políticas de abastecimento preferencial e barreiras à entrada explícitas. Conforme sugere a visão da dependência da trajetória, essas intervenções tendem a produzir efeitos duradouros. Esses efeitos podem ser positivos se as empresas favorecidas não contarem com outros recursos para financiar projetos ou tiverem projetos ou pretenderem financiar projetos com impacto social extremamente elevado, mas pouco interessantes para investidores privados. No entanto, também podem gerar efeitos negativos, se o governo apoiar empresas que não precisam ou não merecem nenhum apoio (ou quando o custo de oportunidade dos fundos usados para promover as empresas for muito elevado).

Além disso, considerando que o envolvimento direto do Estado é mais difuso no modelo do Leviatã como investidor majoritário, os ajustes flexíveis serão mais fáceis no modelo do Leviatã como investidor minoritário, mesmo que a existência de ligações políticas erija barreiras à entrada e à saída mais altas que as existentes no modelo de propriedade privada pura. Por exemplo, acusou-se o compadrio de motivação para o socorro pelo Estado de grandes grupos privados no leste da Ásia depois da crise de 2007.⁷⁸

Questões analisadas no restante do livro

As próximas duas partes do livro usam evidências empíricas detalhadas para testar algumas das hipóteses derivadas das diferentes visões expostas neste capítulo, com base em dados minuciosos sobre a evolução do capitalismo de Estado no Brasil. Dividimos o restante do livro nessas duas seções para separar com nitidez os testes relacionados, de um lado, com o Leviatã como empreendedor e como investidor majoritário, e, de outro, com o Leviatã como investidor minoritário.

Entre as questões analisadas no restante do livro estão as seguintes. No caso do modelo do Leviatã como investidor majoritário, grande parte da literatura sobre empresas estatais se concentrou em mostrar como o desempenho dessas foi pior que o das empresas privadas, adotando, de certa maneira, a presunção de que o hiato de desempenho sempre foi amplo. Com base nas visões social e política, estudamos como o comportamento das estatais difere nas épocas de crise e foi diferente durante a transição do Brasil para a democracia, examinando o turnover [índice de substituição] de CEOs e funcionários em empresas públicas e privadas na década de 1980.

Além disso, em vez de convergir o foco para a questão da melhoria do desempenho logo depois da privatização, examinamos os arranjos de governança nas novas empresas estatais em que o governo é apenas investidor majoritário. Esse ponto é importante porque alguns países relutam em privatizar estatais em certos setores "estratégicos". Nessas condições, o modelo do Leviatã como investidor majoritário pode ser a única opção dos governos para melhorar a governança nessas empresas. Aqui, o objetivo de nosso estudo é aprender a aumentar a eficácia do modelo. Com base nas visões social e política, examinamos como criar sistemas de freios e contrapesos para evitar a interferência do governo para a conquista de objetivos sociais ou políticos.

Também é longa a lista de questões referentes ao modelo do Leviatã como investidor minoritário. Em contraste com a visão da política industrial e com a visão política, tentamos responder a várias perguntas. Por exemplo, em que circunstâncias os investimentos do governo em participações acionárias minoritárias melhoram o desempenho da

empresa ou possibilitam que a empresa invista em projetos que, do contrário, lhes seriam inacessíveis? Seriam os investimentos do Leviatã em participações acionárias minoritárias mais eficazes quando os mercados financeiros são mais desenvolvidos? Ou quando a regulação da governança é mais rigorosa? Qual dos muitos canais de investimento é mais adequado (por exemplo, bancos de desenvolvimento, fundos de pensão, fundos soberanos e assim por diante)? Como reduzir a probabilidade de que as alocações minoritárias promovam o compadrio? Qual é a melhor maneira de gerenciar empresas parcialmente privatizadas?

II
O Leviatã como empreendedor
e como investidor majoritário
no Brasil
