

8  
A tentação do Leviatã:  
O caso Vale

---

NO CAPÍTULO ANTERIOR, argumentamos que o Leviatã como acionista minoritário pode atenuar algumas das restrições de capital enfrentadas pelas empresas, ao mesmo tempo que mantém a administração das empresas beneficiárias blindadas contra as pressões políticas. Neste capítulo, apresentamos um caso no qual mostramos que a tentação de manter-se à distância era alta demais. Descrevemos em detalhes um dos casos mais controversos de intervenção do Estado na gestão de empresa privatizada: Vale, a maior mineradora brasileira e uma das maiores do mundo.

Sustentamos que o Leviatã como acionista minoritário pode ser incapaz de resistir à tentação de pressionar a empresa para maximizar objetivos sociais ou políticos. Nos capítulos 1 e 3, descrevemos essa forma de *interferência residual* como característica dos programas de privatização em que, talvez paradoxalmente, o Estado seja capaz de reforçar sua presença por meio de participações acionárias dispersas em várias empresas privatizadas, usando numerosos veículos de propriedade estatal.

A interferência residual tende a ocorrer quando se conjugam duas condições. Primeiro, há conluio entre *vários* atores relacionados com o

Estado, como fundos de pensão estatais, fundos de pensão de estatais, bancos de desenvolvimento, fundos soberanos, além de alavancas de controle residuais manejadas pelo Estado (como *golden shares*, classe especial de ações com direitos políticos desproporcionais, como o direito a veto, conservadas pelo Estado no processo de privatização). Segundo, o capital estatal foi aplicado em indústrias que geram “quase rendas” — rendas obtidas pelos proprietários, excluídos os investimentos passados em ativos fixos irrecuperáveis ou custos afundados.<sup>1</sup>

Essa segunda condição se relaciona com o que Raymond Vernon denomina “barganha obsolescente”: depois que as empresas estrangeiras dos setores de recursos naturais fizeram o investimento e transferiram tecnologia e capacidade gerencial para os locais, há o risco de que o governo anfitrião exproprie os ativos comprometidos com a operação.<sup>2</sup> A Vale não é empresa estrangeira, mas até os investidores nacionais em mineração podem deparar com o risco de expropriação depois de terem incorrido em custos fixos básicos não remanejáveis com as instalações da operação. Além disso, “depois que as empresas fazem esses investimentos, torna-se proibitivamente dispendioso para elas retirar-se do negócio, porquanto teriam de abandonar os investimentos”.<sup>3,4</sup> Em situação extrema, os governos não partem para a expropriação ostensiva. Em geral, são tentados a captar parte das quase rendas obtidas pelos proprietários privados.

Muitas concessões privadas para explorar recursos naturais ou prestar serviços públicos geram lucros substanciais, em consequência da escassez dos recursos necessários (por exemplo, concessões de serviços públicos que permitem aos operadores privados cobrar preços relativamente altos). Portanto, as empresas depararão com o risco de os governos tentarem renegociar os termos contratuais *ex post* ou usar parte da geração de caixa para apoiar projetos especialmente caros ao governo.<sup>5</sup>

A intervenção do governo brasileiro na Vale foi consequência da alta geração de caixa da empresa e dos grandes investimentos acumulados no passado no setor de recursos naturais. Como a riqueza nacional pode gerar grandes rendas e uma vez que na maioria dos países (exceto Estados Unidos) o subsolo pertence ao Estado, as empresas privatizadas

em setores de recursos naturais são alvos fáceis, uma vez que políticos e eleitores encaram os direitos de exploração de recursos naturais como inequivocamente pertencentes à sociedade.<sup>6</sup>

Nas próximas páginas, explicamos em detalhes a evolução deste caso. Começamos com uma breve descrição da história da Vale, tanto como estatal (1942-97) quanto como empresa privada (desde 1997). Em seguida, analisamos a estrutura de propriedade pós-privatização, que permitiu a interferência residual do Leviatã, mesmo que a empresa fosse, pelo menos no papel, não diretamente controlada pelo governo. Fornecemos, então, detalhes do contexto que levou o governo brasileiro a intervir na Vale e a demitir o CEO.

### **Vale do Rio Doce: de empresa pública a empresa privada**

O Brasil é, historicamente, país mineiro, e sempre houve luta contínua entre o Estado e o setor privado pelo controle dos recursos minerais. Primeiro, os portugueses exportaram madeira, mas, no século XVII, os exploradores descobriram ouro no Vale do Rio Doce, na província de Minas Gerais, geologicamente rica. Desde então, os direitos ao subsolo no Brasil — como na maioria dos países — pertencem ao Estado, exceto durante um experimento de cinquenta anos, quando esses direitos foram privatizados, entre 1890 e 1942.<sup>7</sup>

Em 1919, um empreendedor ferroviário americano, Percival Farquhar, associou-se ao fundador de uma pequena fundição em Minas Gerais, Itabira Iron Ore Company, e conseguiu autorização do governo para estender a ferrovia que partia da região ferrífera de Itabira até o porto de Vitória, no estado do Espírito Santo,<sup>8</sup> o que, porém, demorou dez anos. A essa altura, a Grande Depressão já tornara impossível financiar o projeto nos Estados Unidos ou na Europa. Depois de alguns atrasos, o presidente Getúlio Vargas suspendeu as concessões para exportar minério de ferro e a concessão da Itabira Iron Ore Company.<sup>9</sup> Apesar dos esforços de Farquhar para obter nos Estados Unidos os financiamentos necessários à integração da fundição, de uma futura

usina siderúrgica, e da ferrovia, a Itabira Iron Ore entrou em recuperação judicial (*receivership*) e terminou nas mãos do governo inglês, que, então, a cedeu ao Brasil, em 1940, quando este último declarou guerra à Alemanha.

Em 1942, em acordo com o governo dos Estados Unidos, o presidente Vargas criou a Companhia Vale do Rio Doce (CVRD, que mudou seu nome para Vale, em 2007), usando as instalações da Itabira Iron Ore Company, a rede ferroviária da empresa e empréstimos do American Eximbank.<sup>10</sup> Ao mesmo tempo, Vargas criou a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), a maior usina siderúrgica integrada da América Latina. A oferta pública inicial de ações da Vale foi de aproximadamente 12 milhões de dólares, em que o governo comprou todas as ações com direito a voto, correspondendo a 55% do valor da empresa. Fundos de pensão e outros órgãos públicos adquiriram 16,4%; o setor privado, 28,6% em ações preferenciais, sem direito a voto.<sup>11</sup>

Desde o começo, a ascensão da Vale foi rápida. No final da década de 1940, já era responsável por 80% das exportações de minério brasileiro. Entre 1950 e 1970, a Vale tornou-se a mais importante empresa do Brasil e líder no mercado mundial de minério de ferro. De acordo com Trebat, o desempenho financeiro e a expansão acelerada de empresas estatais como a Vale decorreram em grande parte da autonomia em relação ao governo federal.<sup>12</sup> Os altos executivos da Vale tinham longas carreiras na empresa em vez de serem nomeados por sucessivos governos. Seus esquemas de remuneração envolviam pagamento por desempenho e seus salários eram altos em comparação com os de executivos de outras estatais brasileiras.

A autonomia da Vale também resultou de sua lucratividade, uma vez que não dependia de subsídios do Tesouro brasileiro nem de empréstimos do BNDES. Trebat estimou que a Vale financiou entre 60% e 100% de seus investimentos de capital, na década de 1970, mediante retenção de lucros. O restante foi financiado com a emissão de dívida de longo prazo. Com efeito, alguns dos maiores projetos de investimento do Brasil nas décadas de 1960 e 1970 foram financiados com empréstimos de empresas e de agências japonesas e alemãs, assim como com o lucro da exportação de minério de ferro.

Embora fosse estatal, a Vale sempre se destacou como uma das empresas mais lucrativas do Brasil, e exportadores rivais a forçaram a tornar-se, desde o início, empresa de mineração de vanguarda. O projeto de investimento mais importante da Vale foi o desenvolvimento das jazidas de ferro de Carajás, no estado do Amazonas — que se estima conter as maiores reservas de minério de ferro do mundo, com pelo menos 18 bilhões de toneladas do mineral. Em 1986, a Vale exportava toda a produção das minas de Carajás.

Essa lucratividade também ajudou a Vale a expandir-se para outros setores. Sob a liderança de Eliezer Batista e outros,<sup>13</sup> a empresa usou a retenção de lucros (reserva de lucros) para comprar companhias em outros setores no intuito de diversificar o portfólio de investimentos e constituir joint ventures. No começo da década de 1970, a Vale

buscou ampla diversificação no setor de recursos naturais e avançou agressivamente por meio de subsidiárias e de participação acionária minoritária em coligadas para as áreas de bauxita, alumina e alumínio, manganês, fosfatos, fertilizantes, polpa, papel [...] e titânio.<sup>14</sup>

Além disso, na mesma época, a rede de distribuição da Vale incluía ferrovias, navios e um porto. Portanto, no auge do que Trebat denominou período de “construção do império” da Vale, a empresa possuía doze grandes subsidiárias e era participante ativa de doze joint ventures, impulsionadas basicamente por capital estrangeiro.

A expansão da Vale sofreu parada abrupta na década de 1980, quando as políticas de estabilização do governo obrigaram a empresa a reduzir despesas — em especial, despesas de capital. Conforme explicamos nos capítulos anteriores, o governo efetivamente restringiu importações, investimentos, remunerações e, em geral, o tamanho e a autonomia das empresas públicas.<sup>15</sup> Mesmo assim, e não obstante a recessão, no país e no exterior, na década de 1980, a Vale continuou sendo a estatal mais lucrativa do Brasil, pagando os mais altos dividendos ao governo.

### Privatização (parcial) da Vale

No final da década de 1980, o governo brasileiro enfrentou grave crise fiscal. Manter participação acionária em empresas estatais passou a fazer menos sentido como meio de financiar o governo. As taxas de juros dos títulos de dívida do governo brasileiro dispararam quando a inflação acelerou, na década de 1990, e os dividendos que a Vale pagava ao governo já não compensavam os custos de oportunidade do investimento estatal. Por exemplo, entre 1988 e 1992, o governo pagava juros sobre a dívida da ordem de 20% ao ano, enquanto o retorno sobre o capital que mantinha na Vale situava-se entre 0,5% e 5,2%.<sup>16</sup>

Em 1995, o governo acelerou o processo de privatização e incluiu a Vale na lista de estatais a serem vendidas. O processo de privatização era parte de uma estratégia mais ampla de reforma estrutural da economia brasileira. O governo queria não só usar o dinheiro oriundo das privatizações para amortizar a dívida e reduzir as despesas financeiras (de fato, aceitou títulos públicos como pagamento na privatização), mas também tornar a economia mais eficiente e competitiva. A privatização era maneira de melhorar a gestão das empresas brasileiras e de eliminar os controles de preços, além dos subsídios (e socorros) a empresas ineficientes.

Embora o presidente Fernando Henrique Cardoso tenha pesquisas de opinião pública mostrando que os brasileiros aprovavam menos intervenção governamental na economia, o anúncio da privatização da Vale imediatamente provocou protestos públicos e reações políticas. Vale e Petrobras eram consideradas símbolos nacionais. Na época da privatização, a Vale já era a maior produtora mundial de minério de ferro e de *pellets*, com força de trabalho superior a 50 mil empregados. Um senador manifestou preocupação: “Mais que empresa de mineração, a Vale é agência de desenvolvimento social e não opera em setor monopolista”.<sup>17</sup>

Outro senador advertiu que “o subsolo da Vale [reservas minerais] não tem sido explorado suficientemente. Se a empresa for vendida, não saberemos o que estamos negociando. Luiz Inácio Lula da Silva, então candidato presidencial pelo Partido dos Trabalhadores, também amea-

çou que, se vencesse as eleições de 1998, “vamos auditar as empresas [privatizadas] para ver se houve algum malfeito; então decidiremos o que fazer”. Cardoso também foi criticado, em cartas abertas, pela Ordem dos Advogados do Brasil, pelo procurador geral da República, pela maior confederação nacional de trabalhadores (a Central Única dos Trabalhadores — CUT) e pela maior confederação nacional de padres católicos (Conferência Nacional dos Bispos do Brasil).<sup>18</sup>

O presidente Fernando Henrique Cardoso, todavia, ignorou essas manifestações e privatizou a Vale. Nas palavras dele: “Estrategicamente, o que faz a Vale? Ela retira pedras de, digamos, Carajás, coloca-as no trem, leva-as para o porto e as envia para o exterior [...]. É nisso que se resume a produção de minério. Não envolve tecnologia importante”.<sup>19</sup> Em 6 de maio de 1997, o governo vendeu o controle da Vale para a Valepar, entidade holding, representando um consórcio, ou “bloco de controle” dos principais proprietários, liderado pelo empreendedor privado Benjamin Steinbruck, que já havia adquirido o controle de outras empresas privatizadas, como a siderúrgica CSN e a distribuidora de energia elétrica Light. A participação de Steinbruck na Valepar era indireta, por meio da CSN. A Valepar venceu o leilão, oferecendo 3,15 bilhões de reais (3,15 bilhões de dólares) por 41,73% das ações com direito a voto da Vale.

Junto com Steinbruck havia outros proprietários privados, como os bancos brasileiros Opportunity e Bradesco, estrangeiros como Nations Bank e um grupo de fundos de pensão de estatais, como Previ (do Banco do Brasil), Funcef (da Caixa Econômica Federal, outro banco) e Petros (da Petrobras). Depois da privatização, o governo também ficou com *golden shares*, ações que lhe conferiam direitos de veto sobre certas decisões, como mudar o nome da empresa, a localização da sede, os direitos de voto das ações, o controle das minas, assim como a missão e os objetivos da empresa.

Em 2000, a empresa listou suas ações na Bolsa de Valores de Nova York, como American Depositary Receipts (ADRS). Um ano mais tarde, a CSN de Steinbruck saiu da Vale, depois de negociações complexas, que deixaram o Bradesco e o grupo de fundos de pensão com participação controladora na empresa. Em 2002, deu-se o último passo para consumir a complexa e longa privatização da Vale, quando o Tesouro

Nacional e o BNDES (por intermédio do BNDESPAR) venderam a participação de 31,5%. O BNDESPAR, contudo, ainda manteve participação acionária na empresa e até a aumentou em 2003, quando Carlos Lessa, então presidente do BNDES, orquestrou uma recompra controversa de ações da Vale no valor de 1,3 bilhão de reais para aumentar a presença “nacional” na companhia.

Assim, mesmo depois da privatização, o relacionamento financeiro da Vale com o governo continuou estreito e se manifestava pelo menos de duas maneiras. Primeiro, o governo recebia dividendos da Vale por meio das ações da BNDESPAR. Segundo, desde 1979, o governo brasileiro cobrava royalties pela extração mineral, da ordem de 1% a 3% da receita bruta, dependendo da jazida mineral explorada. Em 2009, a Vale estimou que, entre 2001 e 2008, sua contribuição média total para o Brasil (sob a forma de impostos, dividendos para o governo e folha de pagamento) fora da ordem de 2,7 bilhões de dólares por ano, enquanto a contribuição total entre 1943 e 2000, quando o governo era acionista majoritário, fora de apenas 283 milhões de dólares por ano. Da contribuição total de 2,7 bilhões de dólares anuais, 1,3 bilhão envolvia impostos.<sup>20</sup>

### Estratégia da Vale sob propriedade privada

Em 2001, o conselho de administração da Vale aprovou a nomeação de Roger Agnelli para liderar a empresa como CEO. Agnelli, economista com vinte anos de experiência no Bradesco, era o CEO do BNDESPAR, empresa de gestão de ativos do BNDES, um dos acionistas controladores da Vale.

Entre a chegada de Agnelli e 2009, a Vale passou por transformações radicais. Deixou de ser apenas empresa de mineração de ferro, que abastecia principalmente o mercado interno, para tornar-se a segunda maior empresa de metalurgia e de mineração do mundo, com base na capitalização de mercado. Também passou a ser a maior produtora de minério de ferro e de *pellets* de minério de ferro do mundo, a segunda maior produtora de níquel do mundo e uma das maiores produtoras

de minério de manganês, ferroligas e caulim. Também investira no desenvolvimento e na expansão da capacidade de produção de bauxita, alumina, alumínio, cobre e carvão. Além disso, a Vale era a única produtora de potássio do Brasil, com operações no Canadá e na Argentina. O potássio tornou-se importante insumo para o negócio de fertilizantes da Vale.

Agnelli tinha um plano de produção muito claro para a Vale, que incluía agressiva diversificação geográfica e de produtos por meio de fusões e aquisições, e através de investimentos na construção de novas unidades de produção e na expansão das instalações existentes. A primeira iniciativa dele foi comprar a mineradora de níquel canadense INCO, em 2006, por 17,4 bilhões de dólares. No ano seguinte, apresentou oferta para adquirir a australiana AMCI Holdings, mineradora de carvão. Ao mesmo tempo, levou a Vale a diversificar as vendas para a Europa e para a China, dispersando-se dos clientes tradicionais, no Japão e nos Estados Unidos. A visão dele era compatível com as tendências da economia global, que apontavam para os mercados emergentes como fontes da nova demanda agregada global. Roberto Castello Branco, diretor de relações com investidores e economista-chefe da Vale, descreveu a estratégia da empresa nos seguintes termos:

Temos uma visão de longo prazo do processo. Acreditamos que os níveis de renda nos mercados emergentes estão convergindo para os padrões dos países desenvolvidos. Além disso, países como China e Índia estão investindo mais em industrialização, urbanização e habitação que os países desenvolvidos. Por exemplo, o consumo chinês de cobre em relação ao PIB está perto do índice que os Estados Unidos tinham na virada do século, quando se industrializavam rapidamente.<sup>21</sup>

Enquanto muitas empresas brasileiras consideravam a carência de infraestrutura no país enorme obstáculo ao crescimento, a Vale desenvolveu a própria infraestrutura no intuito de superar esse obstáculo. Para apoiar as operações de mineração, a empresa tornou-se o principal provedor de serviços de logística no país e importante ator mundial em logística de produtos de mineração. No Brasil, a infraestrutura de logística

integrada abrangia aproximadamente 10 mil quilômetros de ferrovias e cinco terminais portuários em quatro estados brasileiros. Com efeito, a Vale era responsável por 16% de todo o transporte de cargas e por 30% do manuseio de cargas em portos brasileiros. “Até 2001, supúnhamos que a logística poderia tornar-se *core business* responsável por quase 30% de nossa receita total”, disse Eduardo Bartolomeo, engenheiro que fora diretor de logística, de gestão de projetos e de sustentabilidade da Vale, desde 2006. “Hoje, representa somente 4% de nossos resultados, mas é absolutamente essencial para nós. É nossa esteira rolante.”

Considerando que a demanda pelos produtos da Vale estava a milhares de quilômetros do Brasil, Agnelli empenhou-se na construção de uma rede de logística confiável para entregar minério de ferro do Brasil na China. Era importante para Agnelli concentrar a estratégia da empresa na conquista de terreno no mercado chinês por várias razões. Primeiro, embora o minério de ferro brasileiro fosse de grau mais elevado (isto é, tivesse maior conteúdo de ferro) que o australiano, este último era ligeiramente mais barato na China por causa dos custos de transporte mais baixos. Qualquer redução nos custos de transporte, portanto, daria à Vale grande vantagem na ampliação da fatia de mercado na China.

Segundo, a ascensão da China como o mais importante consumidor de minério de ferro do mundo mudou não só a logística do negócio, mas também o sistema de precificação. Em 2008, a China consumiu 52% da produção de minério de ferro do mundo, 35% da produção de aço do mundo, e 26% da produção de níquel do mundo. Embora os metais, na maioria, sejam commodities vendidos nos mercados mundiais a preços determinados — pelos vários compradores — em bolsas de mercadorias (os chamados *spot markets*) ou em mercados futuros, tradicionalmente a situação do minério de ferro era diferente. Desde a década de 1970, uma das Três Grandes — Vale, do Brasil; Rio Tinto, da Austrália; e BHP Billiton — negociava privativamente o preço com um grande cliente. Entre estes, a Nippon Steel, do Japão, liderou as negociações de preços até 2005, quando a China se tornou a maior importadora mundial de minério. Então, a empresa chinesa Baosteel e, por fim, a China Iron & Steel Association (Cisa) passaram a ser as principais negociadoras desse preço de referência. Aos poucos, porém, outros consumidores

chineses de minério de ferro de menor porte começaram a mudar para os mercados spot, em vez de depender do velho sistema de preço de referência. Em 2009, a maioria das compras de minério de ferro pela China referentes àquele ano contratual foi feita nos mercados spot.

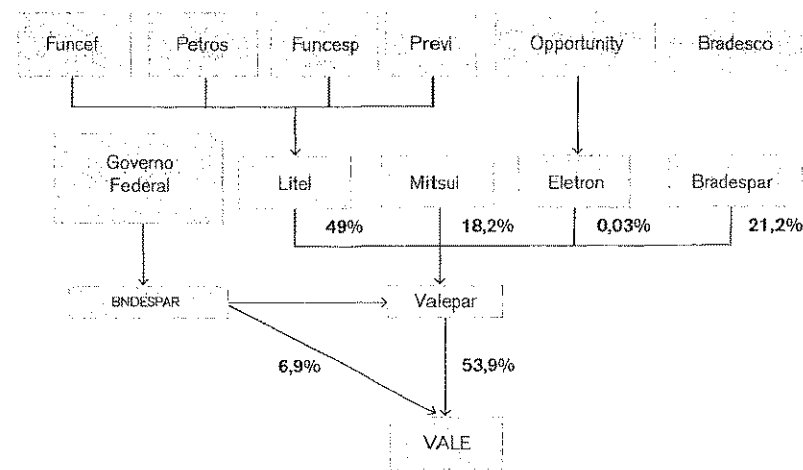
A Vale precisava não só aproximar-se da China, mas também adaptar-se às novas condições do mercado de minério de ferro. Por exemplo, pequenas fundições e siderúrgicas chinesas queriam que o vendedor cuidasse do transporte e do seguro, tradicionalmente de responsabilidade do comprador. A Vale tinha de atender a esses pequenos consumidores chineses, incluindo transporte e seguro em seus preços, e, ao mesmo tempo, vender mais barato que os fornecedores australianos. Investir bilhões de dólares em grandes navios era uma solução. Com efeito, segundo as estimativas, a redução nos custos do transporte mais do que compensava o investimento e tornaria o minério de ferro brasileiro mais barato que o dos concorrentes.

Como, porém, a estratégia de Agnelli para a Vale envolvia basicamente ênfase nas exportações de commodities para mercados asiáticos em rápido crescimento, com o apoio de uma infraestrutura de transporte integrada, ele se tornou, cada vez mais, alvo de críticas do governo brasileiro, sob a alegação de que a Vale, ao contrário, deveria promover novos investimentos no mercado interno, sobretudo em siderúrgicas. As quase rendas geradas por um mercado global florescente para recursos naturais eram tentadoras do ponto de vista do governo brasileiro, que podia usar parte da geração de caixa da Vale para apoiar projetos promovidos pelo governo no país. E, como descrevemos a seguir, o principal veículo dessa interferência foi a complexa estrutura de participações minoritárias de atores do governo, que remanesceram depois da privatização da Vale.

### O Leviatã como acionista minoritário na Vale

A figura 8.1 mostra a estrutura de propriedade piramidal da Vale, em outubro de 2009. As porcentagens se referem a ações com direito a voto. A Valepar, holding que venceu o leilão de privatização da Vale,

Figura 8.1. Estrutura acionária da Vale, em outubro de 2009 (as porcentagens se referem a ações com direito a voto)



FONTES: Site da Vale: <[http://www.vale.com/vale\\_us/media/ca1009i.pdf](http://www.vale.com/vale_us/media/ca1009i.pdf)>. Acesso em: 12 fev. 2012; e Lazzarini.<sup>22</sup>

detinha mais de 50% de ações ordinárias (com direito a voto) da empresa e, portanto, era a entidade controladora. Na estrutura de propriedade da Valepar, nenhum proprietário isolado tinha mais de 50% das ações. Litel, pertencente a vários fundos de pensão de diversas empresas estatais, tinha a maior participação — 49%. Os proprietários privados Bradespar (braço de investimentos do Bradesco); Mitsui, do Japão; e Eletron (de propriedade do banco Opportunity), juntos, detinham 39,4%. O BNDESPAR tinha participação de 11,5% na Valepar, além de 6,9% de participação minoritária direta na Vale. Embora não houvesse acionista majoritário claro, o BNDESPAR e os fundos de pensão (por meio da Litel) detinham, no todo, 60,5% da Valepar. Portanto, esses atores relacionados com o Estado podiam conluiar-se e predominar na governança da Vale.

Analisamos o comportamento do BNDES em capítulos anteriores. Também será esclarecedor, aqui, descrever sucintamente o papel dos fundos de pensão. No Brasil, há um sistema de previdência privada

(aposentadoria e pensões) pública, gerenciado pelo Ministério de Previdência Social, complementado por fundos “fechados” cujos benefícios se restringem apenas aos empregados de determinadas empresas, privadas ou estatais. Previ, Petros, Funcef e Funcesp — todos acionistas da Vale — são exemplos de fundos de pensão de empresas estatais. Esses fundos fechados recebem contribuições dos próprios empregados, assim como aportes complementares das empresas. Em 1997, os fundos de pensão no Brasil já tinham cerca de 81 bilhões de dólares em ativos totais, dos quais 79% eram de fundos de pensão de estatais. Não raro esses fundos investiam em ações de outras empresas e até de suas próprias empresas. Em 1997, os fundos de pensão de estatais investiam cerca de 40% dos ativos totais em ativos de risco, inclusive ações. Entre 1997 e 2008, o valor total dos investimentos dos fundos em ativos de risco pulou de 27,3 bilhões de reais para 127,5 bilhões de reais (cerca de 71 bilhões de dólares).<sup>23</sup>

Os fundos de pensão eram claramente influenciados pelo governo. Embora os empregados participassem da seleção dos altos gestores do fundo, historicamente as empresas sempre tinham voz de destaque no processo e tendiam a nomear executivos sintonizados com o governo e com a coalizão política no poder.<sup>24</sup> Daí resultou um canal por meio do qual o governo podia intervir. Por exemplo, durante a privatização das empresas de telecomunicações, em 1998, o ministro das Comunicações foi flagrado, em telefonema grampeado, pedindo a certos fundos de pensão para associar-se ao consórcio de licitantes privados, liderado pelo Opportunity. Sergio Rosa, nomeado CEO da Previ no começo do primeiro mandato de Lula (2003), fez carreira na política e era próximo do novo presidente da República. Ele fora vereador em São Paulo, pelo PT (Partido dos Trabalhadores), e líder do Sindicato dos Bancários de São Paulo.

Não causa estranheza que, por intermédio da influência que a Previ exercia na Valepar e na Vale, Sergio Rosa tenha sido nomeado presidente do conselho de administração da Vale. Como os fundos de pensão de empresas estatais participavam conjuntamente de vários blocos de controle e agiam em consonância com o BNDESPAR — para não falar nas *golden shares* do próprio governo —, a Vale estava sujeita à interferência residual do Leviatã. Por meio desses vários mecanismos de

propriedade e do ativismo orquestrado no conselho de administração, o Leviatã como acionista minoritário tornou-se, funcionalmente, acionista majoritário.

### Governo versus Vale

Em 2009, o presidente Lula e alguns de seus ministros lançaram um ataque público contra a estratégia da Vale, mobilizado por meio da imprensa e do conselho de administração da Vale.<sup>25</sup> A ofensiva avançou em três frentes. Primeiro, para Lula, a Vale “não deveria limitar-se a abrir buracos no chão e a exportar minérios”. Com efeito, Lula pediu expressamente que a empresa investisse em usinas siderúrgicas no país, embora os analistas advertissem que a indústria siderúrgica mundial tivesse capacidade ociosa e que a mineração era muito mais lucrativa, em média, que a produção de aço. Entre 1996 e 2009, o valor médio adicionado por trabalhador na produção de aço (receita menos custo dos insumos dividido pelo número total de empregados na indústria) foi de 395 mil reais em comparação com 507 mil reais na mineração de ferro.<sup>26</sup> Os defensores da política industrial ativa, contudo, invocavam a “doença holandesa”, síndrome em que as exportações de commodities valorizariam a moeda brasileira e, em consequência, tornariam os produtos industrializados menos competitivos internacionalmente.<sup>27</sup>

Lula também estava preocupado com a declaração de Agnelli de que faria demissões, em resposta à crise financeira de 2008. Em dezembro de 2008, a empresa demitiu cerca de 1500 empregados em todo o mundo. Embora Agnelli justificasse essa decisão com base na necessidade de reduzir custos e manter-se competitivo, em face da queda na demanda, Lula criticou em público a declaração sobre demissões: “A Vale tem muito caixa, ganhou muito dinheiro. Bem, é exatamente nesses momentos de dificuldade que os executivos também precisam fazer a sua parte. Não é só o governo ou os trabalhadores, são todos”.<sup>28</sup>

Terceiro, o governo pressionou a Vale a comprar navios feitos no Brasil, apesar de os similares nacionais serem duas vezes mais caros que os asiáticos e não obstante os estaleiros brasileiros não terem con-

dições para construir os graneleiros de minério de alta capacidade que a Vale queria (os chamados navios Chinamax ou Valemax, capazes de transportar quatrocentas toneladas de minério de ferro por viagem).

Agnelli seguia estratégia de duas pontas para superar as empresas australianas na China. Primeiro, criar centros de distribuição — “minas virtuais” — perto da Ásia. Duas já estavam projetadas, uma em Oman e outra na Malásia. Segundo, adotar plano agressivo para a capacidade de transporte, inclusive a aquisição de pelo menos doze navios Valemax. Em 2007, a empresa anunciou que compraria esses navios de estaleiros chineses e coreanos. Essa decisão enfureceu o governo, que estava tentando reformar a indústria naval do país. Depois de seguir durante anos políticas amistosas com os empresários, Lula, aparentemente, se inclinava para medidas mais heterodoxas, como tratamento preferencial para fornecedores brasileiros e intervenção do governo em setores considerados “estratégicos”.

Complicando ainda mais as coisas, havia a tentativa de tomada de controle orquestrada pelo empreendedor Eike Batista, listado pela *Forbes* como o brasileiro mais rico de 2009. Ele é filho de Eliezer Batista, um dos presidentes lendários da Vale, quando a empresa ainda era estatal. Eike fez uma oferta para comprar as ações da Vale que o Bradesco possuía na Valepar (ver figura 8.1). E ainda contribuiu para a ofensiva pública, afirmando que “a Vale não pode exportar matérias-primas para sempre” e insinuou que, como acionista controlador, “deveria ajudar o Brasil”.<sup>29</sup> Depois que o Bradesco recusou a oferta dele, Eike sugeriu que Roger Agnelli fosse substituído por Sergio Rosa, chefe do Previ. Rosa apoiou Lula e Batista, afirmando que a Vale deveria investir em siderúrgicas.

Para atenuar as pressões, Agnelli anunciou, em outubro de 2009, plano de investimento de 20 bilhões de dólares, inclusive com a construção de duas siderúrgicas no Norte e no Nordeste do Brasil. A tentativa de tomada de controle por Eike fracassou, mas os investidores estavam cada vez mais preocupados com a escalada da interferência política na Vale. O famoso bilionário George Soros, assim como outros investidores, vendeu parte de suas ações. Não obstante a reação negativa do mercado, as pressões sobre a Vale e sobre Agnelli tornavam-se cada vez mais fortes. Agnelli declarou publicamente, em 2010, que

o Partido dos Trabalhadores, de Lula, tinha interesse em controlar a Vale. A posição de Agnelli tornava-se cada vez mais precária, e ele acabou sendo demitido em maio de 2011, embora tivesse anunciado lucro 292% mais altos que no primeiro trimestre do ano anterior. Ao sair, Agnelli declarou: “A missão da companhia [privada] é gerar os resultados para ela poder gerar capacidade e investimentos. A missão do governo é diferente da de uma empresa. Completamente diferente”.<sup>30</sup>

Agnelli foi substituído por Murilo Ferreira, ex-executivo da Vale, escolhido a dedo pelo governo. Ferreira tinha trinta anos de experiência na Vale e, em 2007, fora nomeado presidente da Vale Inco, no Canadá. Deixara a empresa em 2008 por problemas de saúde, embora houvesse rumores de que ele e Agnelli também tivessem discordado a respeito de algumas questões estratégicas. Apoiado pela recém-eleita presidente do Brasil, Dilma Rousseff (também do Partido dos Trabalhadores), a expectativa era que o alinhamento estratégico de Ferreira com o governo fosse melhor.

### Discussão

Nos capítulos anteriores, argumentamos que a vantagem do modelo do Leviatã como acionista minoritário é reduzir o risco de interferência política ostensiva pelo governo na gestão de empresas privadas, enquanto ao mesmo tempo preserva um canal pelo qual o capital do Estado pode amortecer falhas de mercado. A redução da interferência política, porém, não é garantida. Sob certas condições, o Leviatã “minoritário” pode ser não só tentado a intervir, mas também municiado para fazê-lo. É o que denominamos *interferência residual*.

Uma situação é quando as empresas privadas com capital estatal minoritário recebem quase rendas substanciais da exploração de recursos nacionais, condição que é agravada quando a empresa já investiu em ativos fixos não remanejeáveis, o que lhe impõe custos de saída que a deixam em posição de barganha desvantajosa em face do governo (por exemplo, a “barganha obsolescente”). Essa condição é provável quando as empresas privadas operam em setores de recursos



naturais ou de serviços públicos e conseguem contratos de concessão favoráveis. Além disso, a interferência é mais provável quando o Leviatã, apesar de ser investidor minoritário, pode aliar-se a outros acionistas e atingir posição majoritária. No caso da Vale, esses outros acionistas incluíam BNDES e um grupo de fundos de pensão de estatais, influenciados pelo governo.

Será esclarecedor descrever um caso em que a interferência residual *não* ocorreu, porque alguns desses atores estavam ausentes (pelo menos até a conclusão deste livro). A Embraer, “campeã nacional” do Brasil na indústria aeronáutica, era de propriedade de BNDES, Previ, Bozano (grupo nacional) e European Aeronautic Defense and Space Company (EADS). Portanto, também aqui o Leviatã era acionista minoritário. Depois da crise financeira de 2008, a Embraer, da mesma forma, anunciou grandes demissões. Além disso, a empresa comprava a maioria de suas peças e suprimentos de fornecedores estrangeiros, não de empresas nacionais. O governo, porém, não estava tão ansioso para intervir na Embraer quanto estivera na Vale. A lucratividade da Embraer dependia de sua capacidade de desenhar novos produtos e de comprar partes e componentes “*state-of-art*” (por exemplo, motores). Assim, forçar a Embraer a desenvolver fornecedores nacionais poderia comprometer substancialmente a competitividade da empresa no curto prazo. Embora o BNDES e o Previ fossem acionistas minoritários, os dois, em conjunto, em 2009, detinham apenas 18,8% das ações com direito a voto da empresa. Ainda que se acumpliciassem, não teriam voz majoritária nas decisões relevantes.

Portanto, não achamos que o modelo do Leviatã como acionista minoritário sempre propicie a intervenção nem mesmo aumente a tentação de intervir por parte do governo. A intervenção residual, contudo, é possibilidade concreta nos setores intensivos em capital, nos quais a geração de caixa das empresas é substancial para ser explorada por atores estatais em conluio, na tentativa de implementar iniciativas apoiadas pelo governo.

## O Leviatã como prestador: Bancos de desenvolvimento e capitalismo de Estado

---

DEPOIS DE ANALISAR O LEVIATÃ COMO PROPRIETÁRIO e gestor de empresas e como investidor minoritário, apresentaremos, agora, a teoria do governo como prestador a empresas. Organizamos os testes de nossas hipóteses relacionadas com o Leviatã como prestador em dois capítulos. Neste, descrevemos primeiro a teoria geral referente ao papel dos bancos de desenvolvimento. Em seguida, mostramos a evolução do modelo de negócios do BNDES e analisamos as intenções e os resultados de alguns de seus programas. Em especial, concentramos o foco nos modelos de receita e de financiamento do banco. No capítulo 10, usamos evidências sistemáticas dos empréstimos do BNDES a companhias abertas e testamos empiricamente se a instituição, de fato, está exercendo as funções típicas de banco de desenvolvimento.

O argumento implícito dos sessenta anos de história do BNDES é que, nos primeiros estágios do processo de desenvolvimento, o banco fez grande diferença na promoção da industrialização e na construção de setores-chave. À medida que o Brasil enriquecia, porém, o banco não diminuiu de escala e, portanto, perdeu a timidez. Como mostramos, a instituição não atua como os bancos comerciais estatais, que, tradicionalmente, dependem mais da veledade dos políticos e tendem