

# A Construção Social de uma Corporação Transnacional: notas sobre a “nova ‘privatização’” da Vale S.A.

Recebido: 21-10-2018

Aprovado: 31-10-2019

Rodrigo Salles Pereira dos Santos<sup>1</sup>

## Introdução

Considerando que o debate sociológico em torno da governança corporativa (GC) permanece, em alguma medida, restrito aos países desenvolvidos, e apenas recentemente passou a focar os mercados emergentes (Aguilera & Haxhi, 2018; Schneider, 2008), esse trabalho se insere no esforço de “ampliar o escopo geográfico da recente teorização” (Schneider, 2008, p. 379) em torno do tema.

Na América Latina, a resiliência da propriedade concentrada e familiar e a diversificação multissetorial, os diversos ciclos de privatizações e abertura ao investimento direto externo, assim como o fenômeno das “Translatinas” nos anos 2000, impuseram desafios específicos à investigação sobre a GC (Schneider, 2008, p. 390). No Brasil, a despeito de esforços sistemáticos sobre as disputas culturais e a dimensão simbólica da GC (Grün, 2003, 2005), ainda são poucos os trabalhos empíricos dedicados à compreensão dos regimes de GC.

Ademais, diante da importância das corporações transnacionais (CTNs) e dos mercados de capitais na economia contemporânea, investigar as diferentes configurações da GC parece ser “essencial para entender as estruturas globais de poder” (Davis, 2005, p. 143). Se “a governança corporativa vai ao coração do poder nas economias de mercado” (Gourevitch, 2007, p. 41), é necessário aprofundar o conhecimento sobre as formas específicas de conexão entre a organização interna das firmas e o mundo das finanças, o que passa, necessariamente, pela GC.

---

<sup>1</sup> Rodrigo Salles Pereira dos Santos é brasileiro, Professor Adjunto da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Suas principais publicações são *Embedded Corporate Strategies and Power: the case of Vale S.A. in Itabira, Brazil* (com Bruno Milanez). *The Extractive Industries & Society*, 2019 (In press); e *New developmentalism in Brazil? The need for sectoral analysis* (com Heike Doering e Eva Pocher). *Review of International Political Economy*, v. 24, p. 332-362, 2017. E-mail: [santosrodrigosp@gmail.com](mailto:santosrodrigosp@gmail.com).

Esse artigo privilegia, dessa forma, “a ‘microquestão’ da governança corporativa” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 521), se debruçando sobre “estruturas de propriedade específicas” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 50) a partir de uma compreensão situada dos agentes (Aguilera & Jackson, 2010, p. 532) no contexto brasileiro. A análise busca responder ao “chamado para focar a firma como unidade de análise” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 52), de modo a superar alguns dos problemas associados à pretensa uniformidade dos regimes nacionais de GC (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 56).

Assim, o texto se concentra “na estrutura de propriedade da firma individual” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 51), isto é, da Vale S.A. (Vale), e em sua integração ao contexto transicional nas relações Estado-mercado que se instaura no Brasil a partir dos anos 2010, em grande medida afetado pela emergência de um cenário de pós-*boom* das *commodities* (Milanez & Santos, 2019). O trabalho confere relevância aos fatores institucionais na escala da firma, buscando “conceituar a governança corporativa em termos de seu enraizamento” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 449).

A estratégia de pesquisa é “baseada em [um] caso, em detrimento de variáveis, dinâmica e histórica em orientação, em vez de estática e transversal, e [...] adota uma visão das instituições centrada no ator”<sup>2</sup> (Aguilera & Jackson, 2010, p. 529). O caso da mudança no regime de GC da Vale é investigado, priorizando uma compreensão enraizada institucionalmente das relações de poder entre seus agentes – proprietários, gestores e Estado – e mutável de suas identidades e interesses. O desafio-chave da proposta é, portanto, o de “especificar como o papel de cada stakeholder em relação à firma é moldado por diferentes domínios institucionais” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 450).

A investigação de cunho qualitativo se apoiou, essencialmente, em dados secundários, utilizando a análise documental (Bowen, 2009) e mobilizando grande volume de dados textuais. Foi realizado o acompanhamento sistemático da cobertura especializada (Valor Econômico) sobre o novo regime de GC da Vale, da qual foram selecionados 152 documentos de mídia eletrônica. Foram analisados, ainda, os relatórios 20F da Vale de 2017 e 2018, assim como os manuais de participação em assembleias de acionistas nesses anos, três acordos de acionistas e o Estatuto Social da corporação, além de documentos complementares. O

---

<sup>2</sup> O trabalho segue o “institucionalismo centrado no ator” e sua aposta na investigação da “interação de instituições e atores ao nível da firma” como forma de superar a polarização entre as “abordagens subsocializadas da teoria da agência e as visões sobressocializadas da teoria institucional” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 448).

material foi organizado com o auxílio do *software* NVivo 12, por meio de codificação indutiva (categorias dos documentos), e reorganizado dedutivamente (estrutura de códigos dos agentes e instituições). De modo suplementar, o trabalho empregou a observação participante em dois eventos de acionistas críticos à Vale.

O artigo está dividido em quatro seções principais, além da Introdução. A seção seguinte discute o panorama teórico sobre a GC no campo da sociologia econômica, privilegiando um enquadramento institucionalista com vistas à definição de um modelo analítico do processo de mudança na GC ao nível da firma. A seção de resultados apresenta a descrição da corporação e de seu processo de mudança institucional, focalizando os elementos-chave do novo regime. A seção de discussão apresenta uma interpretação dos agentes e instituições-chave na GC da Vale, apreendendo a construção situada dos interesses dos primeiros, e o enraizamento de suas relações em uma matriz institucional híbrida, composta de normas e práticas endógenas e exógenas à corporação. A Conclusão apresenta os principais elementos de síntese do trabalho e aponta lacunas específicas e oportunidades futuras de desenvolvimento.

## **Governança corporativa: o estado da arte**

### **Aspectos gerais**

O debate internacional no campo da sociologia econômica apresenta alguma variação no que respeita a própria definição de GC. Em um polo, a “governança corporativa exprime regras, regulações, preferências, culturas e políticas” (Gourevitch, 2007, p. 42), indo “dos conselhos de administração, passando por enquadramentos jurídicos e mercados financeiros, até os entendimentos culturais sobre o lugar da corporação na sociedade” (Davis, 2005, p. 143). Nesses termos, a “governança corporativa descreveria a matriz institucional que canaliza os fluxos financeiros (Davis, 2005, p. 143). Entretanto, por sua amplitude, tais definições tendem a ser pouco operacionais.

De outro lado, tentativas de circunscrever o conceito frequentemente se defrontam com certa preocupação com o problema da eficiência, típico das teorias da agência<sup>3</sup>. Assim, a

---

<sup>3</sup> O “problema da agência” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 51; Fligstein & Choo, 2005, p. 65; Goyer, 2010, p. 433) diz respeito ao conflito entre acionistas e gestores. Mais especificamente, a “teoria da agência” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 448) enquadró a questão sob a forma de um duplo conflito, entre acionistas e gestores, e entre acionistas majoritários e minoritários (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 51).

GC é vista como o conjunto de “processos [históricos] constitutivos que moldam a relação entre propriedade e gestão de empresas” (Herrigel, 2008, p. 470). De forma similar, Roe (2005, p. 371) a define como o conjunto das “relações no topo da firma – o conselho de administração, a diretoria executiva, e os acionistas”. No entanto, tais definições, tendem a cercear o escopo da GC, reduzindo um fenômeno marcado por agências múltiplas à relação entre proprietários e gestores.

Aguilera e Jackson (2003, p. 450) buscam superar alguns dos problemas de ambas as posições, propondo uma definição abrangente e operacional da GC, que englobaria “as relações entre os *stakeholders* no processo de tomada de decisão e controle sobre os recursos da firma”, remetendo tanto ao “poder e influência [...] no interior da corporação” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 487), quanto ao “seu ambiente institucional mais amplo” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 491). Em outras palavras, a GC descreveria “as estruturas, processos e instituições no interior e no entorno de organizações que alocam poder e controle de recursos entre os participantes” (Davis, 2005, p. 143).

Essa perspectiva se fundamenta na “investigação das relações entre as partes [interessadas] na firma e como sua influência na tomada de decisão corporativa estratégica é moldada por instituições” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 491), configurando uma dupla preocupação quanto à agência e às relações de poder, e quanto à dimensão institucional na qual aquelas se inserem. Nesses termos, essa concepção reconhece a distribuição variada e assimétrica da agência, tematizando os agentes e seus interesses, assim como os arranjos institucionais que definem seus limites.

O trabalho adota, assim, uma concepção inspirada em Aguilera e Jackson (2003), tematizando como os “‘roteiros específicos ao contexto’ acerca dos padrões apropriados pelos quais as empresas devem ser dirigidas” produzem efeitos concretos sobre suas decisões, de modo que “suas ações são socialmente construídas” (Goyer, 2010, pp. 430-431) e não o resultado de processos eficientes. Em complemento a esse enfoque institucional, privilegiam-se os “conflitos políticos e sociais” (Goyer, 2010, p. 434) envolvidos na formação e sustentação de regimes de GC. Dessa forma, “a incorporação do conflito e do poder fortalece substancialmente a análise da diversidade institucional da governança corporativa”, nos termos de Goyer (2010, p. 435).

Essa diversidade é, entretanto, circunscrita na literatura pela tipificação segundo sistemas nacionais dicotômicos de GC, anglo-americano e europeu continental (Aguilera &

Jackson, 2003, p. 447), singularizando-os, respectivamente, quanto: i. ao financiamento, seja via mercado de capitais, seja via endividamento de longo prazo; ii. à dispersão ou concentração da estrutura de propriedade; iii. à amplitude ou fragilidade de mercados para controle corporativo; e iv. à flexibilidade ou rigidez dos mercados de trabalho (Aguilera & Jackson, 2003, p. 447). Se, de um lado, sobram simplicidade e estabilidade a esses modelos, de outro, falta a essas classificações a “especificação sistemática de quês instituições importam e como elas moldam a governança corporativa” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 449).

Dessa forma, a perspectiva do “institucionalismo centrado no ator” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 448) parece convergir para um entendimento aberto e mutável dos sistemas de GC, buscando integrar as dinâmicas da ação, individual e coletiva, e as relações de poder entre os diferentes agentes, que caracterizam a GC, de um lado; e os contextos institucionais nas quais aquelas se inserem, tanto ao nível da firma, quanto ao nível da economia política, de outro.

### **A dimensão dos agentes**

Enquanto a literatura especializada reconhece a necessidade de inventariar “diferentes categorias de proprietários – famílias, bancos ou outras instituições financeiras” (Davis, 2005, p. 153), a ampliação do escopo dos agentes e de suas interações permanece desafiadora. Uma solução comum tem sido a estilização de grupos de interesses em torno dos proprietários, gestores e trabalhadores, deduzindo suas preferências “a partir da lógica de sua posição na firma” (Gourevitch, 2007, p. 32).

Aguilera e Jackson (2003, pp. 447-448) propõem algo similar, identificando “três grupos de stakeholders: capital, trabalho e gestão”, mas reconhecem “as variações nas identidades e interesses de cada stakeholder em relação à firma”. Dessa forma, sua posição coloca em xeque exatamente a possibilidade de deduzir padrões de ação a partir de posições lógicas, advogando um entendimento da “‘construção social’ dos interesses” (Maurice, Sellier, & Silvestre, 1986 apud Aguilera & Jackson, 2003, p. 449) desses agentes.

O primeiro grupo de interesse a ser considerado são os proprietários. Agentes que “podem ser concentrados ou difusos” (Gourevitch, 2007, p. 34), os proprietários buscariam “minimizar todas as formas de custos de agência pagos a gestores e trabalhadores, temendo que cada um deles possa desviar recursos dos lucros” (Gourevitch, 2007, p. 34), sob a forma

de reinvestimento, remuneração, etc. Não obstante, é necessário questionar a aparente simplicidade dessa descrição.

Em realidade, “capital é o grupo de stakeholders que detém direitos de propriedade, tais como acionistas, ou que, de outro modo, faz investimentos financeiros na firma, tais como credores” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 450). É possível, no entanto, diferenciá-lo segundo os “diferentes tipos de acionistas (por exemplo, bancos, fundos de pensão, indivíduos, companhias industriais, famílias, etc.) [que] manifestam distintos interesses, preferências de risco, horizontes temporais e estratégias” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 53).

No modelo proposto, os proprietários podem exibir interesses financeiros ou estratégicos. No primeiro caso, esses interesses remeteriam à expectativa de “retorno financeiro sobre o investimento” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 451), enquanto no segundo, “objetivos não financeiros, como direitos de controle” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 451), tipicamente operacionais, assumiriam prevalência. A distinção importa porque as pressões convergentes em favor da financeirização (Froud, Haslam, Johal, & Williams, 2000, p. 104), envolvendo compressão temporal ou visão de curto prazo (Jackson & Petraki, 2011), são, necessariamente, filtradas por instituições, preservando diferentes modalidades de ação no que concerne à GC.

Em segundo lugar, os proprietários também podem variar quanto ao “grau de comprometimento ou liquidez das [suas] participações” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 450). No entanto, de um lado, os credores desfrutam de direitos de controle limitados, apresentando baixa propensão ao risco e favorecendo “crescimento corporativo estável, em detrimento de lucros máximos” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 452). De outro, os proprietários detêm direitos mais amplos e, conseqüentemente, tenderiam ao endividamento, em desfavor da diluição do controle, e à orientação por ganhos mais elevados (Aguilera & Jackson, 2003, pp. 451-452).

Por sua vez, os gestores são definidos como “os stakeholders que ocupam posições de liderança estratégica na firma e exercem o controle sobre as atividades empresariais” (Chandler & Daems, 1980 apud Aguilera & Jackson, 2003, p. 457). Nesse caso, os autores também estabelecem distinções relacionadas às identidades e interesses desse grupo no que respeita a sua relação com a firma.

Desse modo, uma primeira distinção é estabelecida no que concerne à orientação dos gestores, simétrica à diferenciação dos proprietários (Aguilera & Jackson, 2003, p. 451).

Primeiramente, seu comportamento pode ser definido por uma orientação de tipo financeiro, que se manifesta como separação estrita e subordinação da gestão operacional a mecanismos financeiros; enquanto a concepção funcional de controle gerencial é caracterizada por “maior integração de funções operacionais, seja através de especialização técnica, seja através de amplo envolvimento pessoal e liderança” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 458).

Uma segunda distinção diz respeito à natureza da relação dos gestores com a firma, que pode ser definida pela autonomia ou pelo comprometimento (Aguilera & Jackson, 2003, p. 457). Dessa maneira, a autonomia gerencial é definida como “nível amplo de independência [dos gestores] de relações específicas internas à firma” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 457), restringindo o leque de influências no processo de tomada de decisão e permitindo o controle hierárquico. Diferentemente, o comprometimento gerencial é caracterizado pela dependência da ação dos gestores em relação a “relações específicas à firma”, de modo a realizar seus objetivos (Aguilera & Jackson, 2003, pp. 457-458).

O terceiro grupo, refletindo as características específicas dos regimes de GC latino-americanos, diz respeito ao conjunto diversificado de agentes estatais<sup>4</sup> internos à firma. Assim, é necessário reconhecer a existência de uma dimensão externa da GC ou da “legitimidade corporativa” (Roe, 2005, p. 375) que integra agentes e instituições mais diversos. Nesses termos, “agentes externos à corporação podem afetá-la [...] através de instituições políticas” (Roe, 2005, p. 389), assim como “agentes internos à corporação [...] podem apelar aos externos, fazendo alianças políticas externas que pressionam a firma internamente” (Roe, 2005, p. 389).

Ao acentuar o papel das instituições externas à firma, Roe (2005, p. 390) avança no sentido da consideração dos regimes políticos na conformação da GC e, conseqüentemente, do Estado. Dessa forma, o autor defende que a “orientação política [...] afeta as instituições de governança corporativa” (Roe, 2005, p. 390), de modo que governos à esquerda “tenderiam a perturbar as alianças entre gestores e acionistas” e a privilegiar os trabalhadores no que concerne à repartição de ganhos de produtividade, por exemplo, assim como a encorajar as firmas ao crescimento e diversificação, em detrimento da lucratividade, e a protelar

---

<sup>4</sup> A proposta de Aguilera e Jackson (2003) é modificada em favor da análise do caso empírico. No modelo original, a incorporação dos trabalhadores se vincula à disputa micropolítica em torno do controle sobre o processo de trabalho, ou ainda, nos termos dos autores, à relação problemática entre “direitos de propriedade” e “relação de autoridade com os empregados”, que sustenta persistentemente “conflitos sobre a autoridade gerencial legítima” (Aguilera & Jackson, 2003, pp. 454-455). Essa dimensão escapa à proposta de análise do artigo.

movimentos de *downsizing* em situações econômicas adversas, e de exposição a riscos potencialmente lucrativos<sup>5</sup> (Roe, 2005, pp. 390-391). Dessa forma, Roe (2005, pp. 392-393) defende que as “instituições políticas estão profundamente vinculadas a, e frequentemente determinam as instituições corporativas”.

Aguilera e Jackson (2003, p. 450) reconhecem a exclusão do “Estado como um stakeholder”, em favor de sua consideração ao “nível institucional, em virtude de fazerem valer agendas de interesse público e de mediar conflitos entre stakeholders”. No entanto, ao não definir o Estado explicitamente como um agente, os autores não lidam com os problemas teóricos vinculados a sua identidade e interesses. Mais importante, tais problemas são contornados por uma concepção implícita do Estado como mediador cuja ação é restrita à busca do interesse público – concepção essa que abordagens histórico-institucionalistas já demonstraram ser amplamente insatisfatória (Evans, 2004).

Em trabalho posterior, os autores argumentam que “[...] os Estados têm múltiplas dimensões e diferentes capacidades para influenciar a governança corporativa, direta ou indiretamente” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 522). Dessa forma, explicitam que “a natureza da agência política e [...] o papel do Estado” permanece como um “fator crítico” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 516) de análise.

Assim sendo, esse artigo desenvolve a análise nos termos do modelo teórico proposto (Aguilera & Jackson, 2003) em torno de dois pares de distinções simétricas elaboradas para a investigação das identidades e interesses dos grupos de agentes implicados na GC.

Desse modo, Estados podem se relacionar a firmas a partir de interesses financeiros ou estratégicos. No primeiro tipo, esse conjunto de interesses diria respeito às posições acionárias detidas em diferentes firmas por parte do Estado e suas agências – assim como por parte de agentes não estatais, mas intimamente vinculados àquele, como fundos de pensão de empresas estatais –, considerando os níveis de retorno, que deveriam permanecer, pelo menos, positivos e estáveis ao longo do tempo. No segundo caso, uma postura mais ativista poderia ser identificada, de modo que agências estatais – em especial, bancos de desenvolvimento – coordenariam o processo de desenvolvimento e a matriz econômica nacionais, operando como

---

<sup>5</sup> Curiosamente, Roe (2005) ignora a possibilidade de que governos à direita promovam alianças entre gestores e acionistas, em detrimento dos trabalhadores. Da mesma forma, de que reduzam ou transfiram posições de controle em grandes empresas, contribuindo para processos de recentramento das firmas em seus *core business* e, portanto, *downsizing*; assim como para a difusão das lógicas do valor ao acionista (Froud et al., 2000) e do curto prazo (Jackson & Petraki, 2011), assumindo riscos, em especial sociais, potencialmente trágicos.



indutores, ou “parteiros” de firmas e indústrias, e/ou como seus “pastores” (Evans, 2004), acompanhando e direcionando sua evolução.

É importante considerar, ainda, o grau de envolvimento do Estado nas iniciativas privadas, considerando sua imbricação à trajetória do sistema político. Assim, é possível diferenciar os Estados quanto ao comprometimento em seus resultados e, portanto, ao predomínio da opção voz, de um lado; assim como quanto a sua independência, favorecendo a opção saída (Hirschman, 1973). Nesses termos, um padrão de elevado comprometimento estatal estaria associado a sua importância para o investimento privado, assim como para o desempenho de firmas e setores – tanto no que se refere à geração de emprego e renda, quanto no que diz respeito à geração de divisas e sua participação nas contas públicas. Do contrário, um padrão autônomo de relação com a firma poderia ser observado em economias altamente diversificadas, caracterizadas por mercados de capitais ou sistemas bancários indutores de investimento, assim como em situações de relativa autonomia estatal em relação aos resultados econômicos de firmas e setores.

### **A dimensão das instituições**

No que concerne à GC, as instituições dizem respeito às “condições societárias [que] dão origem às estruturas de governança das firmas” (Fligstein & Choo, 2005, p. 68), sendo entendidas amplamente como “as estruturas sociais nas quais a governança está enraizada” (Davis, 2005, p. 157). No entanto, a incorporação de uma perspectiva centrada no conflito e nas relações de poder no tratamento da GC implica especificá-las no sentido proposto por Roe (2005, p. 371) e ampliá-las, de modo a corresponder aos mecanismos de alocação de autoridade entre agentes internos e externos à firma, resultantes de processos histórico-políticos (Fligstein & Choo, 2005, p. 62).

Considerando o risco de multiplicar indefinidamente os fenômenos a serem tratados ou, o que é ainda mais problemático, a restringi-los arbitrariamente, é conveniente segmentar as instituições de GC no que concerne a sua capacidade de conformar os comportamentos da firma e dos agentes que a constituem. Davis (2005, p. 156) diferencia tais instituições em níveis analíticos operacionais, a saber, micro e macro: dos integrantes do conselho de administração (CA) à escolha de um banco de investimento específico, no primeiro caso; e da legislação societária à regulação sobre a negociação de títulos, no segundo. Não obstante, sua

proposta parece reforçar inadvertidamente certa compartimentalização entre agentes e instituições.

Avançando nesse caminho, Fligstein e Choo (2005, pp. 68-69) apostam em uma segmentação em três níveis. Os autores identificam um primeiro nível (meta) institucional da GC, enfatizando os “fatores contextuais relacionados à política e à cultura [que] moldam e produzem as instituições legais de governança corporativa em uma dada sociedade” (Fligstein & Choo, 2005, p. 69). Daí derivam quatro “instituições societais” centrais, a saber, a política, a luta de classes, a cultura e as normas sociais. Em seguida, concebem um segundo nível, definido a partir das estruturas de governança das firmas. Essas “variáveis de nível intermediário”, nos termos de Goyer (2010, p. 424), abrangem “o direito societário, a regulação do mercado financeiro e a legislação trabalhista” (Fligstein & Choo, 2005, p. 68).

A despeito de fortemente marcada por um entendimento legal-jurídico dos mecanismos intermediários de GC, a definição de “três tipos de legislação relevante para o entendimento da estruturação comparativa das corporações” (Fligstein & Choo, 2005, p. 63) apresenta a vantagem de corresponder à tipologia dos agentes (proprietários, gestores e trabalhadores) proposta por Aguilera e Jackson (2003) e endossada por Gourevitch (2007).

Por fim, os autores praticamente desconsideram aquilo que, nesse trabalho, é definido como um terceiro e último nível institucional da GC, correspondendo às “práticas da firma” no modelo de Fligstein e Choo (2005). Em sentido prático, esse artigo considera estruturas internas à firma como instituições de terceiro nível, a exemplo das estruturas de propriedade, ações de dupla classe e conselhos de administração, dentre outras.

Dois níveis institucionais merecem consideração mais detalhada, tendo em conta a abordagem centrada na firma. Assim, apresenta-se uma descrição não exaustiva de algumas das instituições de GC centrais para o argumento aqui desenvolvido no âmbito do segundo (estruturas externas) e do terceiro (estruturas internas) níveis institucionais.

No segundo nível, os mercados figuram como as instituições-chave na literatura sociológica sobre GC. Um dos traços definidores de seu entendimento diz respeito ao esforço de desconstrução da concepção funcional de “mercados convergentes atuando para orientar a corporação em direção ao valor ao acionista” (Davis, 2005, p. 147). É assim que “mercados de produto [competitivos] podem disciplinar os gestores” (Roe, 2005, p. 378), “enquanto mercados de trabalho podem ser importantes na seleção das pessoas ‘certas’” para posições superiores de gestão (Roe, 2005, p. 379). Ademais, “subjacente a todos esses mercados está o

mercado de capitais”, de modo que “o preço da ação é o critério definitivo de valor nessas narrativas, a medida por meio da qual todos os outros mercados são calibrados” (Davis, 2005, p. 147).

Embora rechaçando tanto a concepção eficiente das instituições – em especial, as mercantis, sob escrutínio no momento – quanto a prioridade ontológica atribuída aos mercados de capitais, tais mercados parecem ser centrais no entendimento das mudanças no sistema de GC brasileiro, constituindo, portanto, uma instituição-chave de segundo nível.

Mercados de capitais condicionam o acesso um recurso escasso com demanda generalizada (Roe, 2005, p. 378). Assim, limitações quanto à obtenção de recursos externos<sup>6</sup> responderiam, em alguma medida, pelas ações da firma. Em paralelo, os “investidores precisam de garantia de que irão obter retorno, e aqueles que buscam vender instrumentos financeiros – de ações a títulos da dívida pública – devem oferecer evidências confiáveis de que os primeiros serão bem-sucedidos” (Davis, 2005, p. 156). Assim, os “sistemas financeiros influenciam a relação do capital com a firma ao moldar, do lado da oferta, a capacidade de prover fontes diversificadas de financiamento e, assim, suscitar diferentes padrões de controle” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453 63 ).

Enquanto as versões funcionalistas desse argumento enfatizam a relação singular entre tipos rígidos de estrutura de propriedade e comportamentos gerenciais mais ou menos autônomos (Roe, 2005, p. 385), é mais profícuo considerar sua importância generalizada para a totalidade dos agentes relacionados à firma. Assim, é razoável que a relação entre as formas e condições de obtenção de recursos externos e o desempenho operacional das firmas influencie, às vezes de modo decisivo, a confiança de analistas financeiros, investidores institucionais e do Estado mais amplamente; assim como as relações internas entre os trabalhadores, os gestores e os proprietários.

Na literatura sobre GC, tipicamente os sistemas bancários e os mercados financeiros figuram como alternativas antitéticas (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453 63 ). No primeiro caso, “os bancos são as principais instituições financeiras, mediando os depósitos familiares e

---

<sup>6</sup> O debate sobre a GC tende a superestimar a dimensão das fontes externas de financiamento – seja dos mercados financeiros, seja do crédito bancário – no condicionamento do comportamento corporativo. Em um registro diacrônico, “a maior parte das evidências sobre a expansão corporativa no final do séc. XIX e início do séc. XX enfatiza que o crescimento, tanto nos EUA quanto na Europa, foi tipicamente financiado por lucros retidos, em vez de por meio de empréstimos bancários ou emissão de ações” (Herrigel, 2008, p. 480). Por sua vez, estudos comparativos contemporâneos sobre “o fluxo agregado de fundos para o investimento industrial mostra[m] que fontes internas à firma são a mais importante [forma de financiamento] em [sistemas] centrados no mercado e em bancos” (Aguilera & Jackson, 2010, pp. 498-499), em detrimento dos títulos privados e do financiamento bancário.

canalizando-os para empréstimos” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453-63), o que torna a dívida privada um mecanismo-chave de controle da firma e de “comprometimento de longo prazo do capital” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453-63). Esse efeito é ainda mais acentuado nas situações nas quais bancos tornam-se acionistas diretos de empresas industriais (Aguilera & Jackson, 2010, p. 498). Por sua vez, “em sistemas financeiros baseados no mercado” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453), a poupança familiar se volta para a aquisição de títulos privados em mercados de ações, enquanto o monitoramento das firmas recai sobre os investidores institucionais e/ou acionistas de grande porte e as baixas restrições à saída induzem uma visão de curto prazo dos investidores (Aguilera & Jackson, 2003, p. 454).

A abordagem aqui proposta, no entanto, subordina as influências econômicas dos agentes externos sobre os internos à firma em favor dos modos sociais por meio dos quais os “mercados financeiros proferem julgamentos contínuos sobre o desempenho corporativo” (Davis, 2005, p. 145). Assim, se, em contraposição a explicações eficientes, é necessário rejeitar a convergência em torno de um novo regime de competição centrado no valor ao acionista (Froud et al., 2000), não deixa de ser decisivo seu papel de “guia normativo” (Davis, 2005, p. 145) para a incorporação negociada de comportamentos prescritos no âmbito do modelo anglo-americano. De fato, ainda que incentivos econômicos e interesses possam contribuir para a orientação institucional dos comportamentos dos agentes, “o que conta como crível é inerentemente social” (Davis, 2005, p. 158).

A propriedade e os direitos a ela associados são então, fenômenos político-sociais constitutivos dos “mecanismos por meio dos quais os acionistas (capital) exercem controle” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453). Nesses termos, os “direitos de propriedade moldam o capital” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453), segmentando os diferentes tipos de *stakeholders* em relação ao controle. Suas diferentes expressões podem abranger as prerrogativas de veto e limites de voto, que tendem a provocar o descolamento entre a participação acionária e os direitos a ela associados; assim como dispositivos específicos que concedem vantagens aos pequenos investidores, como a “divulgação obrigatória de informação” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 453).

Mais importante, é necessário considerar em detalhe a estrutura de propriedade como instituição de terceiro nível, em face do problema empírico a ser enfrentado. São rejeitadas, de antemão, tanto interpretações da estrutura de propriedade como “uma categoria de explicação relativamente ‘associal’” (Davis, 2005, p. 153), quanto posições sociológicas normativas

(Roe, 2005) da estrutura de propriedade dispersa como preferência típica, derivada dos interesses dos proprietários.

Diferentemente, estudos sobre a trajetória histórico-institucional das estruturas de propriedade em países desenvolvidos (Herrigel, 2008, p. 488) vêm demonstrando que, assim como as identidades dos proprietários, seu nível de controle e a capacidade de exercer seus direitos de propriedade (Aguilera & Jackson, 2010, p. 518), tais estruturas dependem, fundamentalmente, dos contextos sociais nas quais se desenvolvem, tendendo a ser pouco afeitas a estilizações estritas nos termos de concentração ou difusão.

Consequentemente, a distinção tradicional entre regimes caracterizados por estruturas dispersas e concentradas de propriedade tem sido reconstruída sociologicamente a partir das condições histórico-institucionais de seu surgimento e desenvolvimento (Herrigel, 2008), de um lado; e dos determinantes políticos daquelas condições – dos conflitos entre os agentes ao papel singular do Estado (Fligstein, 2001), de outro.

O padrão concentrado de propriedade é uma característica distintiva da economia política latino-americana, de modo que “virtualmente todas as empresas listadas na América Latina têm um acionista controlador, geralmente detendo um volume bem acima do limiar comum de concentração de 20%” (Schneider, 2008, p. 382). E a despeito do que as abordagens normativas permitem entrever, “a maior parte das firmas no mundo possui estruturas concentradas de propriedade” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 519).

Uma instituição de terceiro nível típica desse panorama são as ações de dupla classe ou *dual-class shares*. Sua importância remete às condições de exercício de controle por parte dos proprietários domésticos. As ações de dupla classe e as estruturas de propriedade duais internas à firma operam como “mecanismo[s] para separar os direitos ao fluxo de caixa dos direitos de voto” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 55), constituindo um eixo divisional quanto à origem nacional dos proprietários no âmbito do conflito e das relações de poder internas à firma. Se vêm “permitindo às empresas utilizar mecanismos alternativos para financiar seus projetos” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 55), sua legalidade e limites são, essencialmente, dependentes do contexto e relacionadas à ação estatal e à trajetória da economia política nacional.

Outra instituição de mesma ordem é o acordo de acionistas. Seguindo parcialmente Roe (2005, p. 388), esse é um tipo específico de instituição de base contratual interna à firma. Instituições desse tipo abrangem as relações internas e externas à firma, regulando

formalmente as interações entre os agentes e permitindo o recurso a agentes externos – em especial, os operadores de direito corporativo – em processos de reivindicação e efetivação do cumprimento de direitos e deveres.

Assim, esse documento e outros mecanismos complementares “rege[m] as relações entre os acionistas, bem como entre o conselho [de administração] e seus acionistas” (Roe, 2005, p. 388), conformando normas relativas à “frequência das reuniões, direitos de voto, o mecanismo de solicitação de voto” (Roe, 2005, p. 388), condições e dispositivos de preferência para compra e venda de participações acionárias, dentre outras questões. Dessa forma, o acordo de acionistas define e regula as relações entre os seus proprietários, assim como normatiza as condições sob as quais os direitos de propriedade desses agentes são exercidos. Esse contrato complementa outros documento-chave, como o estatuto social.

Finalmente, o conselho de administração (CA) é o *locus* no qual os agentes proprietários e, eventualmente, *stakeholders* mais amplos, exercem direitos de propriedade. O CA é, junto à diretoria executiva (DE), uma das estruturas de controle principais da firma. De uma perspectiva institucional, o CA constitui um dos principais espaços de exercício de poder no interior da firma, de modo que a diversidade de sua composição – diretamente relacionada aos interesses e identidades dos agentes proprietários e demais *stakeholders* que o compõem – , assim como sua difusão e as pressões normativas generalizadas às quais está submetido fazem jus a esse tratamento.

Os CAs estão, ainda, profundamente enraizados em regimes de GC mais gerais, sendo influenciados quanto à temporalidade de sua orientação no que concerne ao retorno do investimento e, portanto, a seus comportamentos em relação ao desempenho da DE e, em especial, do *Chief Executive Officer* (CEO). Dessa forma, tais espaços devem ser percebidos como dependentes das estruturas sociais nos quais se inserem e das redes de relações constituídas por agentes internos e externos à firma que integram (Davis, 2005, p. 152), explicando, em grande medida, seu comportamento quanto às opções externas de financiamento da firma (Davis, 2005, p. 151), assim como suas atitudes em relação à DE, ao Estado e aos trabalhadores, por exemplo.

## A “nova governança corporativa” da Vale

### A corporação

A Vale S.A. é a quarta maior corporação mineradora do mundo em relação à receita, com capitalização de mercado de US\$ 29,5 bilhões em 2018 (Statista, 2019). Sua privatização em 1997 esteve imbricada em mudanças profundas na relação Estado-mercado no Brasil, tendo em conta que a transferência de empresas estatais à iniciativa privada se deu simultaneamente à emergência da própria noção de GC no país. A GC se apoiaria, nesse início, na expansão do mercado de capitais e na implantação de instituições voluntárias ou de autorregulação a ele associadas, a partir do lançamento do primeiro Código de Boa Governança, em 1999 (Aguilera & Haxhi, 2018, p. 27) e, em especial, do estabelecimento do segmento Novo Mercado (Grün, 2003, p. 146) da então Bovespa (hoje B3) em 2000.

Atualmente, a Vale possui uma estrutura divisional baseada em minerais ferrosos, metais básicos e carvão, apoiada na centralização de áreas-chave, como finanças, logística, relações institucionais e suporte aos negócios (Vale, 2018b, pp. 30-66). A corporação lidera a oferta mundial de minério de ferro, detendo 24,0% de *market share* (Löf & Ericsson, 2017, p. 35), e conforma uma estrutura oligopólica junto a BHP Billiton, Rio Tinto e Fortescue. Sua receita operacional (US\$ 18,5 bilhões em 2017) é dependente dos resultados da divisão de minerais ferrosos (74,0%), com destaque para o minério de ferro (54,5%) e as pelotas de ferro (16,7%) (Vale, 2018b, p. 2).

A corporação iniciou a negociação de suas ações na New York Stock Exchange (NYSE) em 2000, transacionando inicialmente ações preferenciais e, a partir de 2002, também ações ordinárias sob a forma de *American Depositary Receipts* (ADRs) (Vale, 2009). A análise de seus preços demonstra uma evolução constante, desde o lançamento (US\$ 2,27 em abr./2002) até set./2006 (US\$ 10,78), a partir de quando se observa uma elevação acentuada, atingindo US\$ 39,78 em mai./2008. A retração do preço da ADR em 2008 (US\$ 11,94 em novembro) parecia ser episódica diante da nova elevação que se seguiria até fev./2011 (US\$ 34,83). No entanto, as ADRs despencariam (US\$ 2,45) em jan./2016 e permaneceriam pouco valorizadas até fev./2019 (US\$ 10,90) (NYSE, 2019c), um característica do período de pós-*boom* das *commodities*<sup>7</sup> (Milanez & Santos, 2019).

---

<sup>7</sup> A alteração das condições político-econômicas associadas à transição entre as fases de *boom* (2003-2011) e pós-*boom* das *commodities* (2012 em diante) (Milanez & Santos, 2019) remetem principalmente, no caso em

Observa-se uma divergência substancial nos preços das ADRs das três maiores mineradoras de ferro do mundo. Enquanto a ADR da Vale foi negociada por US\$ 10,94 em média em fev./2019 (NYSE, 2019c), as ADRs da Rio Tinto e da BHP Billiton foram negociadas, respectivamente, por US\$ 55,98 e US\$ 44,41 em média (NYSE, 2019a, 2019b). No entanto, o preço das ADRs da Vale entre abr./2017 e out./2018 se elevou em 76,0% (NYSE, 2019c), enquanto os preços das ADRs da BHP Billiton e da Rio Tinto em 31,0% e 23,8% (NYSE, 2019a, 2019b), respectivamente. Não coincidentemente, esse período compreende a conversão acionária e a unificação da estrutura de propriedade da Vale, a incorporação da Valepar, e o ingresso da mineradora no Novo Mercado da B3.

São quatro os principais acionistas da Vale, oriundos da Valepar. A Litel Participações S.A. e a Litela Participações S.A. (10,14%) são *holdings* que reúnem recursos dos principais fundos de pensão brasileiros, a saber, da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), da Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros) e da Fundação dos Economistas Federais (Funcef). A Bradespar S.A. (4,22%) administra as participações do 2º maior grupo financeiro brasileiro. A Mitsui & Co. (3,63%) é uma grande *trading company* japonesa que integra o conglomerado Mitsui. O BNDESPar (2,29%) gere as posições acionárias detidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (Vale, 2018a). Conjuntamente, detêm US\$ 13,53 bilhões (20,28%) em ações vinculadas<sup>8</sup> ao Acordo de Acionistas da Vale (Vale, 2017a) com vigência até 2020, distinguindo-se como grupo controlador de fato. Consolidando essa estrutura de controle, o Governo Federal brasileiro detém 12 *goldens shares* da Vale, por meio do Tesouro Nacional.

Além dos acionistas previamente apresentados, os investidores estrangeiros possuem US\$ 31,86 bilhões (47,74%) em ações da corporação, se distribuindo entre ações na B3 (24,11%) e ADRs na NYSE (23,63%); enquanto os investidores brasileiros detêm US\$ 8,83 bilhões (13,24%), dentre pessoas físicas (6,76%) e investidores institucionais (6,48%) (Vale, 2018a).

Não obstante, essa estrutura vem se modificando rapidamente, em especial em razão da ampliação expressiva da participação de investidores institucionais de origem estrangeira. A própria corporação destaca a presença desses agentes (Vale, 2018b, p. 118), de modo que

---

questão, às mudanças no padrão de financiamento das atividades da Vale e, consequentemente, em seu regime de GC, apresentadas na seção de Discussão.

<sup>8</sup> Ademais, Litel/Litela (10,85%), BNDESPar (4,39%), Mitsui & Co. (1,96%) e Bradespar (1,56%) possuem, ainda US\$ 12,51 bilhões (18,75%) em ações não vinculadas (Vale, 2018a), isto é, livremente transacionáveis. O volume total das ações detidas pelo bloco chega a 39,03% do capital total da companhia.



quatro grandes organizações<sup>9</sup> detinham mais de 5% de participação na Vale em set./2018, incluindo a Capital Research Global Investors (12,92%), a BlackRock Inc. (5,84%), a Capital International Investors (5,69%), e a Capital World Investors (5,48%) (FINTEL, 2019; Yahoo Finance, 2019).

O Conselho de Administração (CA) da Vale é composto por 12 membros titulares e 12 suplentes, que exercem mandatos de 2 anos, prorrogáveis por reeleição (Vale, 2017a, p. 14). Representativo das principais posições acionárias, sua Presidência e Vice-Presidência são ocupadas, respectivamente, por representantes dos dois maiores detentores de ações vinculadas, Previ e Bradespar (Vale, 2018b, p. 131). Por sua vez, a Diretoria Executiva (DE) da Vale é composta, atualmente, por 6 membros, “responsáveis pelas operações cotidianas e pela implementação de políticas e diretrizes gerais estabelecidas pelo [...] Conselho de Administração” (Vale, 2018b, pp. 137-138).

### **A emergência de uma nova GC**

Em agosto de 2017, a Vale celebrou seu primeiro acordo de acionistas (Vale, 2017a), consolidando um conjunto de transformações, em parte ainda em andamento, em sua estrutura de propriedade e controle. Tais mudanças seriam capazes de “concluir” [sua] privatização” (Góes, Ramalho, Adachi, Niero, & Vieira, 2017), deixando para trás “a velha imagem de uma empresa privatizada pela metade” (Adachi & Góes, 2017), com o fim do protagonismo dos fundos pensão e banco público.

A redefinição de seu arranjo institucional de propriedade é o elemento central do processo. Até então, a Vale apresentava uma estrutura acionária dual (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 55), transacionando ações ordinárias, que conferem aos acionistas direitos de voto; e ações preferenciais, que garantem prioridade no recebimento de dividendos, em detrimento dos direitos de voto. Esse dualismo se refletia, especialmente, na estrutura de propriedade da companhia.

Desse modo, a *holding* controladora detinha 53,9% das ações ordinárias e das ADRs da companhia, e os investidores e o governo brasileiros, 6,8% e 6,5%, respectivamente, em detrimento dos investidores estrangeiros, com 32,8%. Ocorria o inverso na distribuição das

---

<sup>9</sup> A Standard Life Aberdeen Plc. (4,73%), 5º investidor mais relevante, é vinculada ao fundo mútuo Aberdeen Emerging Markets Fd., que detém 1,03% de participação (Yahoo Finance, 2019). O principal desses fundos é, no entanto, o Europacific Growth Fund, que detém 8,42% de participação na companhia (Yahoo Finance, 2019).

ações preferenciais, com esses últimos chegando a deter 72,9% dessa classe de ações, seguidos pelos investidores e governo brasileiros, com 22,7% e 3,4%, respectivamente, e pela Valepar, com apenas 1,03%, em fev./2017 (Vale, 2017b). As participações combinadas da Valepar (33,7%), dos investidores domésticos (12,9%) e do Governo Federal (5,3%) no capital total da Vale asseguravam seu controle nacional (51,9%), em detrimento dos investidores estrangeiros (48,1%) (Vale, 2017b). O referido dualismo se refletia, ainda, na própria estrutura de controle da corporação, na qual a *holding* Valepar, possuindo 53,9% das ações ordinárias (embora apenas 33,7% do capital total), monopolizava o processo de tomada de decisão.

Nesse sentido, tanto a defesa da unificação da estrutura acionária da companhia quanto a militância contra as ações de dupla classe empreendida por organizações de representação de acionistas minoritários no processo de reconfiguração da GC da Vale se organizaram em torno do léxico dos “direitos políticos” (AMEC, 2017; Valepar, 2017, p. 41). Assim, a Associação dos Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) defendia que “a estrutura em classe única de ações é a que melhor induz as boas práticas de governança” (AMEC, 2017).

Dessa forma, a Vale deu início a um processo bem-sucedido de conversão das ações preferenciais em ordinárias, apesar de contestado por preferencialistas relevantes, como o Capital Group (Schincariol & Ribeiro, 2017). Durante o período voluntário, se observou a adesão de 84,4% dos preferencialistas à conversão, diante do patamar mínimo de 54,09% para sua concretização. A Vale encerraria, então, a oferta das ações VALE5 na B3 imediatamente. Os detentores das ações preferenciais remanescentes (15,6%) teriam então de se submeter à conversão mandatória definida pela Assembleia Especial de Preferencialistas em outubro.

O referido processo se desdobrou, então, na incorporação e posterior extinção da Valepar em ago./2017, sendo suas ações trocadas por ações da Vale a partir de uma relação de substituição com acréscimo de 10% sobre o valor de origem (Valepar, 2017, p. 31). Na prática, esse mecanismo diluiu em cerca de 3% a participação dos demais acionistas no capital social da mineradora (Machado, 2017). A Vale se tornava, assim, uma sociedade sem controle definido de direito; embora com controle de fato, em um processo de transição com período de duração previsto de 3 anos, até nov./2020, quando o Acordo de Acionistas (Vale, 2017a) deve deixar de existir.

O processo prosseguiu com uma série de alterações significativas no Estatuto Social (Vale, 2017c), incluindo a proibição da emissão de novas ações preferenciais<sup>10</sup> (Vale, 2017c, p. 3), a definição de tratamento igualitário (*tag along*) aos acionistas em eventual Oferta Pública de Ações (OPA) e, principalmente, a obrigatoriedade de sua realização em caso de consolidação da participação igual ou superior a 25% das ações ordinárias ou do capital social (Vale, 2017c, p. 24). Além disso, o Estatuto ainda tornou compulsória a participação de número mínimo de conselheiros independentes no CA (Vale, 2017c, p. 7). Em síntese, as principais normas definidas estatutariamente derivavam de recomendações e regras<sup>11</sup> definidas pela B3 e seus segmentos de listagem mais exigentes (BM&FBOVESPA, 2017).

A redefinição da estrutura de controle da companhia corresponde a uma dimensão adicional de sua mudança institucional, de modo que a implantação do novo regime de GC induziu mudanças na “autonomia relativa dos agentes econômicos internos no que concerne à formulação e operacionalização da estratégia corporativa da Vale” (Santos, 2017, p. 9).

A DE passaria por modificações substanciais de modo a corresponder às mudanças na GC. A primeira delas diz respeito à substituição do CEO Murilo Ferreira por Fabio Schvarstsman em 2017. Tendo ocupado diferentes posições na DE desde 2005 e com atuação destacada nas greves das operações de níquel no Canadá, Ferreira se encarregara, desde 2011, de reorientar a estratégia da corporação, focalizando o enxugamento das “linhas de negócio [...] a partir de desinvestimentos massivos” (Milanez et al., 2018, p. 14) e a diminuição de custos como etapas preliminares à “redução do endividamento” (Milanez et al., 2018, p. 19).

Enquanto essa havia sido desprezível até 2016, com a dívida líquida estacionada em US\$ 27,7 bilhões (Vale, 2018b, p. 5), 2017 demarcaria, efetivamente, a desalavancagem como prioridade, de modo que a dívida atingiu US\$ 20,8 (Vale, 2018b, p. 11). O argumento de que esse nível permitiria sustentar “um balanço sólido e o grau de investimento na avaliação de crédito” (Vale, 2018b, p. 5) reforçam a importância dos agentes externos na conformação das condições de obtenção de recursos por parte da mineradora. Nesses termos, a gestão de Fabio

---

<sup>10</sup> Não obstante, preservou as ações preferenciais de classe especial (*golden shares*), exclusivas do Governo Federal.

<sup>11</sup> São encontradas 18 menções ao “Novo Mercado”, vinculadas, em geral, ao termo “Regulamento”, e 7 a “B3” no Estatuto Social da empresa (Vale, 2017c); além de 7 menções a “Novo Mercado” no 2º Acordo de Acionistas da Valepar (Valepar, 2017) e 4 no Acordo de Acionistas da Vale (Vale, 2017a).

Schvartsman (2017-2019<sup>12</sup>) seguiria “uma estratégia de diversificação restrita, com base na rentabilidade da base de ativos mais enxuta que herdou” (Milanez et al., 2018, p. 14).

Com Schvartsman, a própria instituição do CEO passaria por alterações. O executivo representava o fim da “era de CEOs superpoderosos na mineradora” (Adachi & Góes, 2017). Conseqüentemente, sua ascensão estava relacionada tanto à redução da autonomia interna da DE, quanto à ampliação do poder discricionário do CA.

Esse movimento se expressaria, ainda, no arranjo de distribuição de dividendos. O período do pós-*boom* condicionou, a partir de 2012, a redução sistemática dos dividendos, que cairiam de US\$ 9,0 bilhões em 2011 (Vale, 2012, p. 15) para US\$ 1,5 bilhão em 2015 (Vale, 2016, p. 14). A partir de 2016, a política de dividendos da companhia se vinculava, ainda, à geração efetiva de caixa (Santos, 2017, p. 10). Não obstante, desde 2017 a Vale vem optando por elevar sua distribuição, tendo restringido a reserva de investimentos a 50% do lucro líquido e determinado a distribuição do percentual mínimo de 25% sobre aquele (Vale, 2017c, p. 23; Valepar, 2017, p. 69).

A própria escolha de Schvartsman se inscrevia na disputa entre gestores e proprietários, de modo que o processo seletivo independente realizado por uma firma de *headhunting* destacaria sua experiência no segmento de *commodities* e, principalmente, sua orientação financeira. O executivo havia atuado como *Chief Financial Officer* (CFO) no processo de abertura de capital da Ultrapar (Adachi & Góes, 2017), bem como na redefinição do regime de GC da Klabin, que culminou na admissão da firma ao “nível 2 de governança corporativa da BM&FBovespa” (Góes & Fontes, 2017).

Entretanto, as mudanças na estrutura de controle não se resumem ao organismo executivo da corporação, de modo que o próprio CA foi reestruturado no processo. No contexto da redefinição de posições acionárias e de poder derivadas da mudança na GC, o CA da Vale tornou-se a instituição-chave por meio da qual se deram as disputas entre grandes proprietários nacionais e estrangeiros.

O regulamento do Novo Mercado demanda que CAs tenham o número mínimo de cinco membros titulares e que 20% deles sejam conselheiros independentes (BM&FBovespa, 2017; Vale, 2017a, p. 12; 2018b, p. 131), de modo que a Vale iniciou seu

---

<sup>12</sup> Em março de 2019, a Vale informou que o CEO Fabio Schvartsman e o Diretor Executivo de Ferrosos e Carvão, Gerd Peter Poppinga, foram temporariamente afastados de suas atividades, em razão de recomendação do Ministério Público Federal e do Ministério Público de Minas Gerais relacionada à apuração de responsabilidades sobre o desastre da Barragem I, operada pela Vale em Brumadinho (MG). Eduardo de Salles Bartolomeo (Diretor Executivo de Metais Básicos) assumiu o cargo de CEO interino (Vale, 2019).

processo de adequação. Enquanto o descumprimento de exigências legais acabou por impedir a eleição de conselheiro independente na Assembleia Geral Ordinária (AGO) de abr./2017, premida pela evolução da conversão acionária e anteendo a possibilidade de não ingressar no Novo Mercado, a Vale realizou uma Assembleia Geral Extraordinária (AGE) em out./2017, que acabou por aprovar a conversão, a alteração do Estatuto Social e, principalmente, a eleição de dois membros independentes para o CA (Vale, 2017d, pp. 16-21). Dessa forma, em nov./2017 a Vale celebrava o ingresso no Novo Mercado da B3.

## **Discussão**

### **A construção social dos interesses e identidades dos agentes da GC na Vale**

Os resultados da investigação sugerem que as relações entre os agentes no processo de mudança institucional da Vale não podem ser adequadamente compreendidas sem levar em consideração o processo de construção social de seus interesses. Particularmente tensionadas em um novo contexto de redefinição das relações Estado-mercado no Brasil, tais relações vão efetivamente rearranjar coalizões e oposições entre os agentes.

Da perspectiva dos agentes proprietários, é necessário explicar, em particular, a reorientação dos interesses do grupo reunido previamente sob a Valepar, tendo em conta a necessária especificação dos papéis assumidos pelos diferentes *stakeholders* no processo (Aguilera & Jackson, 2003, p. 450).

Desfavoráveis, tradicionalmente, à “perda do controle acionário” (Góes, 2017a), os integrantes da Valepar estavam diretamente pressionados pelo encerramento do primeiro Acordo de Acionistas da *holding*, previsto para o fim de 2017 (Valepar, 1997).

Os resultados declinantes da Vale nos últimos anos afetaram desproporcionalmente os fundos de pensão. Tendo vivido seu momento de ápice em 2011, com lucro líquido de US\$ 22,5 bilhões e redistribuição de US\$ 9 bilhões em dividendos (Vale, 2016, p. 14), a queda nos resultados da Vale demoraria a impactar os proprietários. Assim, enquanto o lucro líquido chegou a US\$ 353 bilhões e a corporação ainda distribuiu US\$ 4,2 bilhões em dividendos, em 2015 o cenário havia se deteriorado, tendo a Vale tido prejuízo líquido de US\$ 12,6 bilhões. Se ainda distribuiu US\$ 1,5 bilhão em rendimentos aos acionistas, no ano seguinte a empresa modificaria radicalmente sua estratégia financeira, com vistas à redução do endividamento e à aderência do pagamento de juros e dividendos ao fluxo de caixa. Assim,

a Vale distribuiu US\$ 250 milhões em 2016, mesmo diante de uma recuperação do resultado líquido (US\$ 3,9 bilhões) (Vale, 2018b, p. 12).

A dependência dos fundos de pensão dos resultados da Vale é um fator ainda mais relevante no entendimento de sua mudança de comportamento. Considerando o caso da Previ, “o fundo de pensão dos funcionário[s] do BB que liderou o processo” (Schincariol & Torres, 2017), mesmo após desvinculação de cerca de 50% de sua participação, a Vale permanecia como o “maior ativo da carteira do Plano 1”<sup>13</sup> (Previ, 2018, p. 7), “18,45% dos [seus] investimentos [...] e 37,93% da [sua] carteira de renda variável” (Previ, 2018, p. 46). A posição na Vale havia sido “responsável em grande parte pela geração de superávits que ajudaram a constituir reservas especiais que propiciaram [...] a suspensão da cobrança das contribuições de 2007 a 2013” (Previ, 2018, p. 46).

Com 114 mil beneficiários e déficit acumulado R\$ 13,9 bilhões até 2016, o Plano 1 demandou “contribuições adicionais” (Previ, 2018, p. 10) dos participantes nos últimos anos e adequação às regras de solvência de fundos de pensão (Previ, 2018, p. 64). Somados à pressão dos fatos de que “cerca de 90% de seus participantes já recebem benefícios de aposentadorias” (Previ, 2018, p. 63) e de que “provavelmente todos os seus associados estarão aposentados” (Previ, 2018, p. 63) na próxima década, a “solvência e liquidez de seus planos” (Previ, 2018, p. 5) havia se tornado a prioridade da Previ, assim como dos demais fundos.

De modo geral, “os fundos de pensão [...] queriam dar liquidez à sua posição” na Vale (Góes & Ramalho, 2017). Para a Litel, que representava até então 58,1% do capital da Valepar, a difusão do controle representaria “a liberação de ações no valor equivalente a R\$ 20 bilhões” (Santos, 2017, p. 8).

Sendo uma categoria particular de investidores institucionais, “cujas identidades são definidas [...] por regulações legais concernentes ao dever fiduciário de maximizar o valor financeiro de suas ações em nome de seus beneficiários” (Jackson, 2010, p. 73), os fundos de pensão<sup>14</sup> são percebidos como relativamente imunes a pressões comuns a outros investidores,

---

<sup>13</sup> A participação do fundo na Vale é direta (Previ Futuro) e, principalmente, indireta, por meio da Litel. Ambas as participações totalizavam 18,63% em 2017 (Previ, 2018, p. 182).

<sup>14</sup> Ademais, os fundos de pensão tendem transmitir enquadramentos cognitivos e comportamentos econômicos entre realidades sociais *a priori* apartadas, os mercados financeiros e o mundo do trabalho. Levando em consideração a importância recente dessas organizações em economias semiperiféricas, argumenta-se que os fundos mediam as relações entre mercados financeiros, a previdência como tarefa estatal vinculada à reprodução social, e a poupança e o consumo, vinculando as “ações dos sindicatos, dos empregadores e do governo, [e] enraizando as relações industriais em um contexto econômico-financeiro” (Macheda, 2012, p. 436).

não enfrentando “restrições de liquidez semelhantes a fundos mútuos ativistas e gestores financeiros externos” (Goyer, 2011, p. 63), e se beneficiando “efetivamente de horizontes de tempo infinitos” (Davis, 2005, p. 148). Nesses termos, se estabelece uma relação entre essas organizações e temporalidade longa, visto que o “financiamento previdenciário molda[ria] a demanda por investimento de longo prazo em ações” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 498).

Entretanto, seus interesses precisam ser compreendidos à luz das relações de poder que oportunizam e constroem sua ação, assim como dos contextos institucionais nos quais se enraízam. Nesses termos, Grün (2005, p. 70) já os identificava “como atores incontornáveis, mas relativamente indóceis, para a estratégia de privatização e redesenho do Estado federal” (Grün, 2005, p. 70) nos anos 1990. Naquele momento, os fundos foram induzidos a utilizar seus capitais sob a direção dos “novos bancos de investimentos”, assumindo o papel de sócio tutelado (Grün, 2005, pp. 73-74).

Nos anos 2000, os fundos iniciariam o que Grün (2005, p. 74) define como “reconquista” de posições, isto é, passariam a combinar suas participações acionárias privilegiadas a posições de controle, passando a influenciar as estratégias corporativas de algumas das empresas previamente estatais. O processo de reconquista da influência dos fundos de pensão na Vale – que culminaria com Sérgio Rosa presidindo a Previ e o Conselho de Administração da corporação entre 2003 e 2010 (Aguilar, 2019, p. 23), parecia exemplificar, assim, as baixas restrições de liquidez (Goyer, 2011, p. 63) e o horizonte temporal longo (Davis, 2005, p. 148) em sua orientação.

Não obstante, tais incentivos e preferências seguiriam os contextos políticos e institucionais nos quais se inseriam. Se nos anos 2000, “os fundos de pensão de estatais [...] cumpriram o papel de estimular a capitalização da Vale e conduzir sua internacionalização” (Aguilar, 2019, p. 240), constituindo um ponto de convergência dos interesses de agentes diversificados, o esvaziamento político de seu protagonismo a partir do impeachment de Dilma Rousseff em 2016 deve ser lido à luz de um novo imperativo de disciplinamento. Agora, era necessário reduzir progressivamente tanto suas posições acionárias quanto de controle, em favor de novos agentes, os fundos de investimento internacionais.

Nesses termos, mudanças micropolíticas (Morgan & Kristensen, 2006) nas estruturas de governança dos fundos, combinadas à guinada macropolítica na estratégia de investimentos do BNDES e na relação Estado-mercado no Brasil, teriam favorecido a opção por uma “posição pragmática de curto prazo” (Santos, 2017, p. 7) em favor da redução

progressiva do controle sobre a corporação. De sócios tutelados a agentes definidores da estratégia corporativa da Vale, os fundos de pensão devem ser descartados no novo regime de GC da Vale.

Essa mudança é acompanhada por outra, que a reforça. Enquanto acionistas expressivos em firmas e setores “estratégicos”, bancos de investimento estatais tenderiam, de acordo com a literatura especializada, a “focalizar o longo prazo de modo a prover serviços financeiros à corporação, em detrimento da maximização do retorno de curto prazo no mercado de capitais” (Dittmann, Maug, & Schneider, 2010 apud Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 53), como é possível inferir da relação entre o BNDES e corporações como a Vale. Dessa forma, entre 2006 e 2014, o banco aprovou R\$ 20,9 bilhões em recursos para projetos, sendo o maior agente financiador da corporação no período (BNDES, 2018).

As mudanças em seu comando e, principalmente, em sua estratégia de investimentos após 2016 – com ênfase no “estrangulamento” do crédito público com a substituição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela Taxa de Longo Prazo (TLP) como indexador em 2018 – apontam, dessa forma, para a passagem de uma orientação estratégica para outra financeira, ainda que conjunturalmente.

Finalmente<sup>15</sup>, a busca do Governo Federal para “saber como se livrar das ‘golden shares’ que [...] mantém [...] em empresas como Vale” (Camarotto, 2017) sugere, ainda, uma redução expressiva do envolvimento estatal na iniciativa privada e, conseqüentemente, a adoção de uma opção de saída. A redefinição dos interesses do BNDESPar de um padrão estratégico para outro financeiro parece estar, assim, lastreada na reorientação da ação estatal para a criação de espaços favoráveis à acumulação, em especial, para os investidores estrangeiros. A despeito os problemas de precificação das ações *golden share*, a atração de “novos” investidores e a “normalização” do preço das ações da Vale parece antecipar um movimento de transferência de valor para os agentes financeiros, como indicam alguns resultados da investigação.

Assim, em contrapartida à reorientação financeira e à opção de saída assumida por fundos de pensão, banco público e Governo Federal, se observa um contramovimento de ampliação da atuação de investidores estrangeiros.

---

<sup>15</sup> Os papéis da Bradespar e da Mitsui não foram discutidos nesse trabalho, em razão das limitações de espaço e do privilégio analítico atribuído aos processos de reorientação de interesses dos agentes, o que não parece ser o caso de ambas as organizações.



Em seguida ao estabelecimento de um patamar máximo de 20% para as ações vinculadas da Vale (Vale, 2017a, pp. 6-7), isto é, para as ações detidas pelos proprietários previamente reunidos sob a Valepar, se observou uma reconfiguração das posições detidas pelos investidores institucionais externos. A elevação das posições acionárias desses investidores na mineradora se acelerou, de modo expressivo, entre outubro de 2017 e abril de 2018, com esses agentes quase duplicando sua participação: de US\$ 5,1 bilhões (10,5% da capitalização de mercado) para quase US\$ 14,0 bilhões (19,9%) (Post Analyst, 2017, 2018).

Essa categoria genérica remete a “organizações que reúnem grandes somas de dinheiro” (Nix & Chen, 2013, p. 44) e o investem em valores mobiliários e imobiliários e/ou empréstimos, incluindo “bancos, companhias de seguro, fundos de pensão, fundos de hedge, fundos mútuos, de dotação, fundos soberanos e private equity” (Nix & Chen, 2013, p. 44). Em vista de seu volume de recursos, “podem se engajar em um papel ativo na governança corporativa” (Nix & Chen, 2013, p. 44), sendo genericamente identificados com interesses financeiros, considerando a distinção proposta por Aguilera e Jackson (2003, p. 451).

Diferentemente, é possível observar diversidade expressiva em seus interesses e horizontes temporais, assim como em suas formas organizacionais e na sua relação com diferentes objetivos e instituições de regulação (Jackson & Petraki, 2011, p. 29), que se vinculam, finalmente, a estratégias de investimento singulares (Aguilera & Jackson, 2010, p. 523). Dessa forma, “enquanto alguns investidores institucionais são bastante sofisticados e, potencialmente, de longo prazo, outros investidores transitórios com alta rotatividade estão associados a níveis mais baixos de P&D e foco em ganhos de curto prazo” (Bushee 1998, 2001; Liu 2006 apud Jackson & Petraki, 2011, p. 26).

Sua ampliação a partir dos anos 1980 e 1990 (Aguilera & Jackson, 2010, p. 523) é concomitante à expansão de sua influência na operação interna da firma, optando progressivamente mais pela opção da voz, e, indiretamente, provocando “mudanças na governança corporativa e na estratégia” (Zorn, Dobbin, Dierkes, & Kwok, 2004, p. 274). Dentre as formas de influência sobre o controle das firmas, os investidores passaram a questionar os conselhos de administração e propor mecanismos de aperfeiçoamento da GC, se tornando canais de organização da “base de acionistas da firma” (Roe, 2005, pp. 381-382).

Dessa forma, a ampliação e o dinamismo das posições dos investidores institucionais externos na Vale sobressai. Seria imprudente relacioná-los, no entanto, a horizontes temporais

específicos. Dessa forma, a gestora norte-americana BlackRock, Inc. vêm se tornando onipresente nas estruturas de propriedade das maiores mineradoras de ferro do mundo. Enquanto sua participação atingiu 5,84% (cf. Quadro 1) na nova estrutura unificada da Vale, esse investidor institucional com US\$ 6,44 trilhões em portfólio detinha 10,1% e 5,0% das ações com direito a voto na BHP Billiton plc. e na BHP Billiton Ltd. (BHP Billiton, 2018, p. 289), além de 8,38% da Rio Tinto plc. e 6,16% da Rio Tinto Ltd. (Rio Tinto, 2018, p. 294). O apetite demonstrado por BlackRock e Capital Group por posições proprietárias dominantes nas três *players* da mineração de ferro, assim como o esforço despendido pela Aberdeen para ingressar na estrutura de controle da Vale vão em sentido inverso da orientação exclusivamente financeira e da temporalidade de curto prazo.

Quadro 1. Principais investidores institucionais da Vale S.A. (posição em set./2018)

Pos.	Proprietário	Ações	Valor (US\$)	%
1	Capital Research Global Investors	166.949.068	2.477.524.169	12.92%
2	Blackrock Inc.	75.474.920	1.120.047.812	5.84%
3	Capital International Investors	73.497.290	1.090.699.783	5.69%
4	Capital World Investors	70.821.980	1.050.998.183	5.48%
5	Standard Life Aberdeen PLC	61.080.673	906.437.187	4.73%
6	Orbis Allan Gray Ltd	58.790.548	872.451.732	4.55%
7	Fisher Asset Management, LLC	34.121.206	506.358.697	2.64%
8	Vanguard Group, Inc. (The)	32.541.065	482.909.404	2.52%
9	Oppenheimer Funds, Inc.	30.285.160	449.431.774	2.34%
10	Schroder Investment Management Group	27.239.047	404.227.457	2.11%

Fonte: Yahoo Finance (2019).

## O enraizamento institucional das lutas internas em torno da GC

Os resultados da pesquisa indicam, ainda, que o processo de redefinição das relações internas à firma é enraizado institucionalmente, dependendo das dinâmicas de emergência e consolidação de instituições de GC de segundo e terceiro níveis no Brasil, assim como de pressões normativas mais amplas vinculadas ao sistema de GC anglo-americano. Dessa forma, o rearranjo das coalizões e as disputas que opuseram os diferentes grupos de agentes – proprietários, gestores e Estado – no processo de emergência da “nova governança corporativa” da Vale foram mediados por instituições específicas.

É necessário, então, reconstruir as tomadas de posição dos agentes no âmbito dos “domínios institucionais” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 450) específicos nos quais foram

moldadas no processo de mudança da GC da corporação. Assim, nessa subseção, o artigo irá enfocar o CA como domínio institucional exemplar<sup>16</sup>, por meio do qual disputas e alianças internas à firma foram travadas ao longo da implantação do novo regime de GC da Vale.

Em primeiro lugar, mudanças relevantes nas chamadas “hipernormas” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 53) ou instituições de segundo nível, assim como nas instituições de terceiro nível, diretamente implicadas nas práticas da firma, ocorreram de modo quase concomitante no que respeita à estrutura de propriedade.

No primeiro plano, agentes externos influentes e diretrizes e normas<sup>17</sup> assumiram prevalência, de modo que as estruturas concentradas e o *blockholding*, apesar de sua generalidade no contexto latino-americano (Schneider, 2008), se tornaram alvos exemplares. As regras de listagem no Novo Mercado remetiam explicitamente a essas questões. Nesses termos, a obrigatoriedade da composição do capital social “exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto” (BM&FBOVESPA, 2017) se contrapunha diretamente à instituição das ações de dupla-classe que caracterizou a trajetória organizacional da Vale e condicionou a ação dos proprietários estrangeiros desde sua privatização.

Além da B3, “intermediários de reputação” (Davis, 2005, p. 147) tiveram papel importante no processo. A miríade de analistas de mercado, auditores, bancos de investimento, consultores, jornalistas econômicos (cf. Figura 1), etc. (Davis, 2005, p. 147; Roe, 2005, p. 381) envolvida na produção e acreditação de informações para investidores ajudou a conformar um enquadramento alinhado ao sistema de GC anglo-americano. Tais agentes contribuíram para a emergência de uma estrutura de possibilidades e restrições ao comportamento dos investidores, organizada em torno de narrativas acerca da adequação e eficiência das decisões de agentes dependentes de recursos externos.

---

<sup>16</sup> Outros domínios similares passaram por transformações correlatas no processo, que não puderam ser analisadas aqui. Em particular, a redefinição das prerrogativas DE da Vale foi intensificada a partir da seleção de Fabio Schvartsman para CEO em 2017. Para mais informações sobre o processo, ver Santos (2017).

<sup>17</sup> Das diversas versões dos Princípios de Governança Corporativa da OCDE (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 54) e do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (Guerra, 2017, p. 47) ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBCG) e ao Fórum Exclusivo de Presidentes de Conselhos de Administração de Empresas Listadas (Guerra, 2017, p. 137).



equaciona as ações ordinárias a direitos políticos plenos faltava a contribuição de analistas financeiros, que explicitariam a noção de “democracia” (Rocha, 2011) dos acionistas, como já havia advertido Grün (2003, p. 147).

Os alinhamentos e disputas internos evoluiriam para uma nova estruturação do CA. Assim, considerando que a listagem no Novo Mercado exigia a participação de número mínimo de conselheiros independentes, o processo eleitoral para o CA da corporação sintetiza algumas das disputas políticas mais importantes na implantação do novo regime de GC da Vale. É a partir dessa instituição – assim como do acordo de acionistas – que as condições transitórias do exercício do controle na Vale até 2020 irão se desenrolar.

Visto prioritariamente como o espaço de exercício dos direitos de propriedade na firma, o CA pode ser entendido ainda como eixo de transmissão das pressões normativas externas à organização e seus agentes, à medida que seus integrantes transitam em outros espaços corporativos e que a própria instituição deriva sua legitimidade do sistema de GC no qual se insere.

No entanto, os direitos de propriedade na Vale emanavam, até a mudança de seu regime de GC, do CA da Valepar. Assim, a instituição só se torna plenamente o *locus* do poder corporativo na Vale a partir da extinção da *holding* e da celebração do primeiro acordo de acionistas da corporação (Vale, 2017a). O referido deslocamento do centro de decisão para o CA da Vale explica, em grande medida, a disputa eleitoral que marcou o processo de emergência da “nova governança corporativa”.

Enquanto a figura do conselheiro independente tem origem no regime de GC anglo-americano (Mello e Souza, 2015, p. 14) e se orienta à resolução do conflito entre acionistas majoritários e minoritários (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 51), a incorporação dessa instituição era vista como um aperfeiçoamento das práticas de GC da Vale (Góes & Rocha, 2017).

Diferentemente, a AGO de abr./2017 abriria espaço para a emergência de desafiantes e para o questionamento das condições de implantação do novo regime de GC. Ainda antes, alguns investidores defendiam o uso do mecanismo do voto múltiplo, o que permitiria a eleição de dois representantes independentes. O mecanismo prevê a possibilidade dos acionistas detentores de pelo menos 10% das ações ordinárias requererem que todos os acionistas votem para todas as vagas do CA (Brasil, 1976; Rocha, 2011), beneficiando, hipoteticamente, os acionistas minoritários.

Na prática, minoritários de origem nacional, como a Geração Futuro L. Par, endossaram a proposta, mas essa possibilidade foi rechaçada pela Aberdeen Asset Managers (Góes & Rocha, 2017), único proprietário que cumpria os requisitos do direito societário brasileiro quanto ao voto múltiplo. A decisão favorecia “o grupo controlador em sua estratégia gradual de pulverização do controle” (Santos, 2017, p. 14) e ajudou a conformar a disputa para apenas uma vaga. Na eleição se defrontaram então, uma chapa de preferencialistas e outra que reunia preferencialistas e ordinaristas. A última, liderada pela Aberdeen, apresentaria Sandra Guerra e Isabella Saboya como componentes.

O episódio se afastaria de um típico conflito horizontal, opondo acionistas dominantes (majoritários) e dispersos (minoritários), comum a regimes de propriedade concentrada (Roe, 2005, p. 374). A disputa acerca do voto múltiplo combinava oposições diversificadas. Primeiramente, as fronteiras entre ordinaristas e preferencialistas eram transgredidas pela Aberdeen, que se diferenciara de outros grandes investidores institucionais estrangeiros por maior enraizamento institucional, gerindo estrategicamente sua dependência das instituições societárias no Brasil por meio de sua subsidiária – a Aberdeen do Brasil Gestão de Recursos Ltda., e, principalmente, de sua estratégia de portfólio, detendo posições expressivas em ações ordinárias e preferenciais. Em segundo lugar, a organização se posicionava de modo similarmente problemático na distinção entre acionistas majoritários e minoritários. De fato, sua participação combinada era superior àquela de alguns integrantes do bloco controlador, mas a existência desse último limitava o exercício de seus direitos de propriedade. Por fim, a distinção entre investidores de origens nacional e estrangeira, segmentados pela estrutura de ações de dupla classe, era mais clara, ainda que a Aberdeen tenha exibido capacidades não detidas por outros investidores institucionais de mesmo porte.

É através dessas três ordens de distinções, e exatamente no momento em que a estrutura de propriedade da companhia passa por um processo de unificação, que se forja uma aliança entre o antigo grupo controlador – e a DE da Vale – e um grande investidor institucional, em detrimento das possibilidades de exercício de controle por parte de acionistas minoritários nacionais e outros grandes acionistas estrangeiros, em grande medida preferencialistas.

Na AGO, a Vale alegaria o descumprimento de exigência da Lei das SAs, o que impediu o exercício de voto de uma parte expressiva de seus acionistas e, conseqüentemente, a obtenção do quórum necessário para a realização da eleição. Na prática, não se elegeu

nenhum conselheiro independente para o CA. No entanto, a disputa em torno da definição de que grupos de acionistas previamente excluídos do controle se fariam representar no principal organismo decisório da corporação continuou, tendo em conta as muitas críticas dirigidas à condução do processo eleitoral por parte da DE da Vale.

Assim, uma nova eleição, dessa vez para duas vagas, seria realizada na AGE de out./2017 (Vale, 2017c). O mecanismo do voto à distância seria criticado pelos acionistas minoritários que, embora não impedidos de lançar candidaturas, não poderiam incluí-las no boletim de voto a distância (BDV)<sup>18</sup> (CVM, 2015). O então Presidente da AMEC, Mauro Cunha, canalizaria novamente a crítica dos minoritários em termos de direitos políticos: “A CVM não pode criar investidor de duas categorias” (Góes, 2017b).

A disputa seria definida como “um jogo de xadrez” (Góes, 2017c) pela mídia, tendo a Vale cancelado e retificado duas vezes o BDV. Uma vaga fora destinada à “votação em separado” por parte de “acionistas não controladores” (Vale, 2017d, p. 20) detentores de 15% das ações ordinárias e 10% das ações preferenciais, no mínimo. Os preferencialistas que não haviam aderido à conversão acionária voluntária foram impedidos de eleger representantes independentemente (Vale, 2017d, p. 20). A outra vaga seria decidida pelos ordinaristas, por eleição majoritária (Vale, 2017d, p. 21). E, apesar dos esforços de cerca de “12 investidores nacionais” (Góes, 2017d) capitaneados pela Geração Futuro L. Par., Sandra Guerra foi eleita para a vaga em separado e Isabella Saboya para a majoritária, ambas apoiadas pela Aberdeen.

Rapidamente, a Aberdeen ampliaria sua posição entre três os maiores investidores institucionais da Vale (Post Analyst, 2018). Após a fusão, a agora Standard Life Aberdeen<sup>19</sup> perderia participação relativa (cf. Quadro 1). Não obstante, as mudanças no CA da Vale apontam para a emergência de um novo polo de poder no interior da firma, representado pelos grandes investidores institucionais estrangeiros, mas organizado em torno da influência desproporcional assumida pela Standard Life Aberdeen.

Mais importante, as lutas e alianças ao longo do processo eleitoral para o CA demonstraram não apenas que as instituições de GC – em especial, aquelas definidas ao nível das práticas da firma – não são inertes, estruturando as oportunidades e restrições com que se

---

<sup>18</sup> A Instrução N. 561/2015 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regulamenta o direito de voto à distância, permitindo que investidores com pelo menos 0,5% de participação em companhias com capital social acima de R\$ 10 bilhões possam incluir candidatos no BDV (CVM, 2015). Comumente utilizado por investidores estrangeiros na Vale, equivalia a um mínimo de 26,5 milhões de ações da corporação (Góes, 2017b).

<sup>19</sup> A Aberdeen Asset Management plc se fundiu a Standard Life plc em agosto de 2017, dando origem a Standard Life Aberdeen plc, gestora que administra cerca de US\$ 871 bilhões em ativos (Standard Life Aberdeen, 2017).

deparam os agentes, mas que esses mesmos agentes são capazes de gerir estrategicamente os contextos institucionais nos quais se inserem. Dessa forma, a mobilização bem-sucedida da introdução do conselheiro independente por parte da Standard Life Aberdeen, indica que trajetória de adoção de inovações institucionais na Vale foi, sobretudo, política.

## **Conclusão**

A investigação demonstrou que a mudança institucional da Vale, assim como sua dependência do dispositivo da “nova governança corporativa”, tem sido um processo essencialmente político, implicando, conseqüentemente, em uma redistribuição do poder e das condições de exercício do controle da firma em favor dos proprietários, e em detrimento dos gestores – passíveis de disciplinamento – e do Estado e suas agências – progressivamente deslegitimados com vistas à supressão.

Se, de um lado, os “contextos [institucionais] ajuda[ra]m a definir as identidades e interesses dos atores, [...] [de outro,] os atores também busca[ra]m transformar esses contextos através de suas ações – particularmente por meio da política e do confronto” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 532). Nesses termos, a implantação do novo regime de GC na Vale constituiu, propriamente, uma arena caracterizada por dinâmicas institucionais mutáveis, que acabou por favorecer determinados agentes habilitados.

A investigação revelou, ainda, uma dinâmica complexa que vincula a emergência de práticas de GC na Vale alinhadas ao modelo normativo anglo-americano a resistências à mudança e novas combinações institucionais singulares, revelando uma relação complexa entre convergência e divergência institucional. Assim, “as diferentes instituições nacionais e setoriais” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 486) e suas combinações conformaram estruturas de oportunidade e restrição aos “diferentes modos de interação entre stakeholders ao nível da firma” (Aguilera & Jackson, 2003, p. 459).

Desse modo, a discussão mobilizou os vínculos entre a estrutura de propriedade da Vale e a “governança corporativa global” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 52), tendo em conta os papéis destacados de agentes extranacionais e a pressão normativa exercida por instituições de GC originárias do contexto anglo-saxão. Dessa forma, as “pressões globais” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 486) em favor da convergência de práticas corporativas diziam respeito a um regime global de competição caracterizado por modelos de GC e vinculado à transmissão de valores e práticas – em especial relacionados à “ideologia do valor ao acionista”



(Aguilera & Jackson, 2010, p. 487), assim como à centralidade assumida por organizações voltadas à conformação das firmas, como as agências de classificação de risco, mídia especializada, acionistas ativistas, etc. (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 55).

Não obstante, “diferentes valores econômicos e sociais enraizados” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 54) e, principalmente, a ação estratégica de agentes específicos, foram responsáveis por filtrar as referidas pressões, de maneira que “apenas certas dimensões da prática da governança” (Aguilera & Jackson, 2010, p. 487) foram incorporadas. Nesses termos, o que se observou foi, antes de tudo, um processo de “hibridização de modelos de governança corporativa” (Aguilera & Jackson, 2003, pp. 461-462), em grande medida, dependente do contexto institucional da firma.

Desse modo, a investigação permitiu iluminar alguns aspectos pouco enfrentados dos sistemas de GC, evidenciando a institucionalização de agências múltiplas e contraditórias em um processo de mudança de regime de GC ao nível da firma em um mercado emergente, contribuindo para a ampliação do conhecimento empírico sobre o tema. Não obstante, tópicos como a mudança institucional ao nível da DE não puderam ser tratados, assim como seria necessário, em estudos futuros, comparar diferentes trajetórias de mudança nos regimes de GC centrados na firma em um mesmo contexto institucional, de modo a especificar os níveis de generalização desses resultados.

## Referências

- ADACHI, Vanessa, & GÓES, Francisco. (2017). Em um desfecho surpreendente, Fábio Schvartsman assume a Vale. *Valor Econômico*, 28 mar. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/4916574/em-um-desfecho-surpreendente-fabio-schvartsman-assume-vale> Acesso em: 10 apr. 2017.
- AGUIAR, Thiago Trindade de. (2019). *O solo movediço da globalização: relações de trabalho na Vale S.A.* (PhD), Universidade de São Paulo (USP), São Paulo.
- AGUILERA, Ruth V., & CRESPI-CLADERA, Rafael. (2016). "Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure". *Journal of World Business*, v. 51, n. 1, pp. 50-57, 2016.

- AGUILERA, Ruth V., & HAXHI, Ilir. "Comparative Corporate Governance in Emerging Markets". In: GROSSE, Robert & MEYER, Klaus E. (Eds.). *The Oxford Handbook of Management in Emerging Markets*. Oxford, Oxford University Press, 2018, pp. 1-49.
- AGUILERA, Ruth V., & JACKSON, Gregory. (2003). "The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants". *Academy of management Review*, v. 28, n. 3, pp. 447-465, 2003.
- AGUILERA, Ruth V., & JACKSON, Gregory. (2010). "Comparative and International Corporate Governance". *The Academy of Management Annals*, v. 4, n. 1, pp. 485-556, 2010.
- AMEC. (2017). Comunicado ao Mercado: Vale Disponível em: <https://www.amecbrasil.org.br/comunicado-ao-mercado-vale/> Acesso em: 29 mar. 2017.
- BHP BILLITON. (2018). BHP Annual Report 2018 Disponível em: <https://www.bhp.com/-/media/documents/investors/annual-reports/2018/bhpannualreport2018.pdf>.
- BM&FBOVESPA. (2017). Segmentos de listagem: Novo Mercado. Retrieved from [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)
- BNDES. (2018). Operações diretas e indiretas não automáticas contratadas pela Vale S.A. junto ao BNDES. In AUTOMÁTICAS, Operações diretas e indiretas não (Ed.): BNDES.
- BOWEN, Glenn A. (2009). "Document analysis as a qualitative research method". *Qualitative research journal*, v. 9, n. 2, pp. 27-40, 2009.
- BRASIL. Lei No. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Dispõe sobre as Sociedades por Ações), (1976). Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 06 jul. 2019.
- CAMAROTTO, Murillo. (2017). Governo quer fim de 'golden share'. *Valor Econômico*, 6 set. 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5109590/governo-quer-fim-de-golden-share> Acesso em: 15 abr. 2018.
- Instrução CVM No. 561, de 7 de abril de 2015 com as alterações introduzidas pela Instrução CVM No. 570/15 [Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e à Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009], (2015).

- DAVIS, Gerald F. (2005). "New directions in corporate governance". *Annu. Rev. Sociol.*, v. 31, n. 143-162, 2005.
- EVANS, Peter. *Autonomia e parceria: Estados e transformação industrial*. Rio de Janeiro, EdUFRJ, 2004.
- FINTEL. (2019). NYSE:VALE / Vale S.A.: institutional ownership and shareholders. Disponível em: <https://fintel.io/so/us/vale>. Acesso em: 20 jan. 2019
- FLIGSTEIN, Neil. (2001). "Mercado como política: uma abordagem político-cultural das instituições de mercado. ". *Contemporaneidade e Educação*, n. 9, p. 26-55, 2001., v. n. 9, pp. 26-55, 2001.
- FLIGSTEIN, Neil, & CHOO, Jennifer. (2005). "Law and Corporate Governance". *Annual Review of Law and Social Science*, v. 1, n. 61-84, 2005.
- FROUD, Julie, HASLAM, Colin, JOHAL, Sukhdev, & WILLIAMS, Karel. (2000). "Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves". *Economy and Society*, v. 29, n. 1, pp. 80-110, 2000.
- GÓES, Francisco. (2017a). Acionistas da Vale discutem unificação de ações em acordo. *Valor Econômico*, 18 jan. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/4839746/acionistas-da-vale-discutem-unificacao-de-acoes-em-acordo>. Acesso em: 14 apr. 2017.
- GÓES, Francisco. (2017b). Eleição na Vale para conselheiro motiva crítica de investidor. *Valor Econômico*, 15 set. 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5120228/eleicao-na-vale-para-conselheiro-motiva-critica-de-investidor>. Acesso em: 8 apr. 2018.
- GÓES, Francisco. (2017c). Investidor pede e Vale muda boletim de voto na AGE. *Valor Econômico*, 4 out. 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5143924/investidor-pede-e-vale-muda-boletim-de-voto-na-age>. Acesso em: 8 apr. 2018.
- GÓES, Francisco. (2017d). Mineradora perto do 'piso' para conversão mandatória. *Valor Econômico*, 18 out. 2017. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5159684/mineradora-perto-do-piso-para-conversao-mandatoria>. Acesso em: 8 apr. 2018.

- GÓES, Francisco, & FONTES, Stella. (2017). Fabio Schvartsman, da Klabin, será o novo presidente da Vale 27 mar. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/4916026/fabio-schvartsman-da-klabin-sera-o-novo-presidente-da-vale> Acesso em: 14 apr. 2017.
- GÓES, Francisco, & RAMALHO, André. (2017). Acionistas da Vale definem novo acordo. *Valor Econômico*, 21 feb. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/4876128/acionistas-da-vale-definem-novo-acordo>. Acesso em: 14 apr. 2017.
- GÓES, Francisco, RAMALHO, André, ADACHI, Vanessa, NIERO, Nelson, & VIEIRA, Catherine. (2017). Vale busca 'concluir' privatização. *Valor Econômico*, 21 feb. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/4876184/vale-busca-concluir-privatizacao>. Acesso em: 15 apr. 2017.
- GÓES, Francisco, & ROCHA, Rodrigo. (2017). Minoritários brigam por vaga na Vale. *Valor Econômico*, 6 apr. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/4928974/minoritarios-brigam-por-vaga-na-vale>. Acesso em: 14 apr. 2017.
- GOUREVITCH, Peter "Explaining Corporate Governance Systems: alternative approaches". In: OVERBEEK, Henk , VAN APELDOORN, Bastiaan, & NÖLKE, Andreas (Eds.). *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*. London; New York, Routledge, 2007, pp. 27-42.
- GOYER, Michel. "Corporate Governance". In: MORGAN, Glenn, CAMPBELL, John L., CROUCH, Colin, PEDERSEN, Ove Kaj, & WHITLEY, Richard (Eds.). *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*. Oxford, Oxford University Press, 2010, pp. 423-451.
- GOYER, Michel. *Contingent capital: short-term investors and the evolution of corporate governance in France and Germany*. London, Oxford University Press, 2011.
- GRÜN, Roberto. (2003). "Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira". *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, v. 18, n. 52, pp. 139-161, 2003.
- GRÜN, Roberto. (2005). "Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil". *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, v. 20, n. 58, pp. 67-90, 2005.
- GUERRA, Sandra. *A caixa-preta da governança* 1 ed. Rio de Janeiro, Best Business, 2017.

- HERRIGEL, Gary. "Corporate Governance". In: JONES, Geoffrey & ZEITLIN, Jonathan (Eds.). *The Oxford Handbook of Business History*. Oxford, Oxford University Press, 2008, pp. 470-497.
- HIRSCHMAN, Albert O. *Sáida, Voz e Lealdade: reações ao declínio de firmas, organizações e estados*. São Paulo, Editora Perspectiva, 1973.
- JACKSON, Gregory. "Actors and Institutions". In: MORGAN, Glenn, CAMPBELL, John, CROUCH, Colin, PEDERSEN, Ove Kaj, & WHITLEY, Richard (Eds.). *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*. Oxford, Oxford University Press, 2010, pp. 63-86.
- JACKSON, Gregory, & PETRAKI, Anastasia. (2011). *Understanding short-termism: the role of corporate governance*.
- LÖF, Anton, & ERICSSON, Magnus. (2017). "Iron Ore Market Report 2017". *Engineering and Mining Journal*, v. 218, n. 11, pp. 32-37, 2017.
- MACHEDA, Francesco. (2012). "The role of pension funds in the financialisation of the Icelandic economy". *Capital & Class*, v. 36, n. 3, pp. 433-473, 2012.
- MELLO E SOUZA, João de. (2015). *O Conceito de Conselheiro Independente como Instrumento de Governança Corporativa*. (Bacharelado), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- MILANEZ, Bruno, & SANTOS, Rodrigo Salles Pereira. (2019). "Mineração e Captura Regulatória: a estratégia da Anglo American em Conceição do Mato Dentro (MG)". *Revista Pós Ciências Sociais*, v. n. no prelo.
- MILANEZ, Bruno, SANTOS, Rodrigo Salles Pereira dos, MAGNO, Lucas, WANDERLEY, Luiz Jardim, MANSUR, Maíra Sertã, GIFFONI PINTO, Raquel, . . . COELHO, Tádzio Peters. (2018). "A Estratégia Corporativa da Vale S.A.: um modelo analítico para Redes Globais Extrativas". *Versos. Textos para Discussão PoEMAS*, v. 2, n. 2, pp. 1-43, 2018.
- MORGAN, Glenn, & KRISTENSEN, Peer Hull. (2006). "The contested space of multinationals: varieties of institutionalism, varieties of capitalism". *Human relations*, v. 59, n. 11, pp. 1467-1490, 2006.
- NIX, Petra, & CHEN, Jean Jinghan. *The role of institutional investors in corporate governance: an empirical study*. London, Palgrave Macmillan, 2013.

NYSE. (2019a). BHP Group Plc sponsored ADR BBL Retrieved 8 fev. 2019, from NYSE <https://www.nyse.com/quote/XNYS:BBL>

NYSE. (2019b). Rio Tinto Plc RIO. NYSE. Disponível em: <https://www.nyse.com/quote/XNYS:RIO>. Acesso em: 8 fev. 2019.

NYSE. (2019c). Vale S.A. American Depositary shares each representing one common share VALE. NYSE. Disponível em: <https://www.nyse.com/quote/XNYS:VALE>. Acesso em: 8 fev. 2019.

POST ANALYST. (2017). Aberdeen Asset Management Plc/UK is the Second Biggest Holder of Vale S.A. (VALE). *Post Analyst*, 6 out. Disponível em: <https://postanalyst.com/2017/10/06/aberdeem-asset-management-plcuk-is-the-second-biggest-holder-of-vale-s-a-vale/>. Acesso em: 10 abr. 2018.

POST ANALYST. (2018). The Biggest 3 Holders of Vale S.A. (NYSE:VALE). *Post Analyst*, 2 abr. Disponível em: <https://postanalyst.com/2018/04/02/the-biggest-3-holders-of-vale-s-a-nysevale/>. Acesso em: 10 abr. 2018.

PREVI. (2018). Relatório Anual 2017 Disponível em: [http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2017/pdf/Previ\\_RS2017\\_PDF.pdf](http://www.previ.com.br/quemsomos/relatorio2017/pdf/Previ_RS2017_PDF.pdf). Acesso em: 4 fev. 2019.

RIO TINTO. (2018). 2018 Annual Report Disponível em: [https://www.riotinto.com/documents/RT\\_2018\\_annual\\_report.pdf](https://www.riotinto.com/documents/RT_2018_annual_report.pdf). Acesso em: 3 jan. 2019.

ROCHA, André. (2011). Voto múltiplo: a minoria no poder. *Valor Econômico*, 1 sep. 2011. Disponível em: <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/995392/voto-multiplo-minoria-no-poder>. Acesso em: 15 apr. 2017.

ROE, Mark J. "The Institutions of Corporate Governance". In: MÉNARD, Claude & SHIRLEY, Mary M. (Eds.). *Handbook of New Institutional Economics*. Dordrecht, Springer, 2005, pp. 371–399.

SANTOS, Rodrigo Salles Pereira. (2017). "A nova governança corporativa da Vale S.A.: um percurso político em direção à “true corporation”". *Versos - Textos para Discussão PoEMAS*, v. 1, n. 4, pp. 1-20, 2017.

SCHINCARIOL, Juliana, & RIBEIRO, Ivo. (2017). Controladores da Vale negociam com acionistas de PN. *Valor Econômico*, 15 mar. 2017. Disponível em:

<http://www.valor.com.br/empresas/4899848/controladores-da-vale-negociam-com-acionistas-de-pn>. Acesso em: 14 apr. 2017.

SCHINCARIOL, Juliana, & TORRES, Fernando. (2017). Fundos terão liquidez para R\$ 20 bi. *Valor Econômico*, 21 feb. 2017. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/4876122/fundos-terao-liquidez-para-r-20-bi>. Acesso em: 14 apr. 2017.

SCHNEIDER, Ben Ross. (2008). "Economic Liberalization and Corporate Governance: the resilience of business groups in Latin America". *Comparative Politics*, v. 40, n. 4, pp. 379-397, 2008.

STANDARD LIFE ABERDEEN. (2017). Merger of Aberdeen Asset Management and Standard Life completes Disponível em: <https://www.standardlifeaberdeem.com/news-and-media/news-articles/2017/aberdeem-asset-management-plc-and-standard-life-plc-complete-merger>. Acesso em: 14 ago. 2017.

STATISTA. (2019). 2018 ranking of the global top mining companies based on revenue (in billion U.S. dollars). Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/272707/ranking-of-top-10-mining-companies-based-on-revenue/>. Acesso em: 9 mar. 2019.

VALE. (2009). Vale muda códigos de negociação das ADRs na NYSE para VALE e VALE.P Disponível em: <http://www.vale.com/brasil/pt/investors/information-market/press-releases/paginas/vale-muda-codigos-de-negociacao-das-adrs-na-nyse-para-vale-e-valep.aspx>. Acesso em: 30 abr. 2009.

VALE. (2012). Formulário 20-F. Relatório Anual 2011.

VALE. (2016). Formulário 20-F. Relatório Anual 2015.

VALE. (2017a). Acordo de Acionistas da Vale S.A. Disponível em: [http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/notices-minutes-corporate-documents/atasEditaisDocumentosCorporativos/20170814%20Acordo%20Vale%20-%20Final\\_p.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/notices-minutes-corporate-documents/atasEditaisDocumentosCorporativos/20170814%20Acordo%20Vale%20-%20Final_p.pdf). Acesso em: 20 mai. 2018.

VALE. (2017b). *Composição Acionária*. Rio de Janeiro: Vale.

VALE. (2017c). Estatuto Social: Vale S.A. Disponível em: [http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/EstatutoSocial\\_p.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/corporate-governance/Documents/EstatutoSocial_p.pdf).

VALE. (2017d). Manual para Participação na Assembleia Geral Extraordinária da Vale SA  
Acesso em: 20 mai. 2018.

VALE. (2018a). *Composição Acionária*. Rio de Janeiro: VAle Retrieved from  
[http://www.vale.com/PT/investors/company/Documents/assets/Composi%C3%A7%C3%A3o\\_Acionaria\\_Dezembro\\_2018-v2.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/company/Documents/assets/Composi%C3%A7%C3%A3o_Acionaria_Dezembro_2018-v2.pdf). Acesso em: 20 mai. 2018.

VALE. (2018b). Formulário 20-F. Relatório Anual 2017 Disponível em:  
[http://www.vale.com/EN/investors/information-market/annual-reports/20f/20FDocs/Vale\\_20F\\_2017\\_i.PDF](http://www.vale.com/EN/investors/information-market/annual-reports/20f/20FDocs/Vale_20F_2017_i.PDF). Acesso em: 20 mai. 2018.

VALE. (2019). Vale informa sobre afastamento temporário de executivos Disponível em:  
<http://www.vale.com/brasil/PT/investors/information-market/press-releases/Paginas/Vale-informa-sobre-afastamento-temporario-de-executivos.aspx>  
Acesso em: 2 mar. 2019.

VALEPAR. (1997). Instrumento Particular de Acordo de Acionistas da Valepar S.A.  
Disponível em:

VALEPAR. (2017). Acordo de Acionistas da Valepar S.A. Disponível em:  
[http://www.vale.com/PT/investors/information-market/Press-Releases/ReleaseDocuments/20170220%20Acordo\\_de\\_Acionistas\\_Valepar\\_com\\_ane\\_xos\\_p.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/information-market/Press-Releases/ReleaseDocuments/20170220%20Acordo_de_Acionistas_Valepar_com_ane_xos_p.pdf). Acesso em: 20 mai. 2018.

YAHOO FINANCE. (2019). Vale S.A. (VALE). Disponível em:  
<https://finance.yahoo.com/quote/VALE/holders/>. Acesso em: 20 jan. 2019.

ZORN, Dirk, DOBBIN, Frank, DIERKES, Julian, & KWOK, Man-Shan. "Managing Investors: how financial markets reshaped the American firm". In: KNORR CETINA, Karin & PREDA, Alex (Eds.). *The Sociology of Financial Markets*. Oxford, Oxford University Press, 2004, pp. 269-289.

## **A construção social de uma corporação transnacional: notas sobre a “nova ‘privatização’” da Vale**

### **Resumo**

O artigo discute as relações Estado-mercado no Brasil a partir da afirmação de um novo regime de governança corporativa (GC) como ordem institucional e seus efeitos de poder sobre os agentes políticos e econômicos. Desse modo, integra as transformações conjunturais na ação de agentes proprietários, gestores e do Estado em uma explicação da mudança institucional em uma corporação de origem brasileira, a Vale S.A., analisando a emergência da “nova governança corporativa” da Vale. Argumenta-se que uma nova estrutura de pressões intra-



e inter-corporativas condiciona o enquadramento da corporação ao modelo anglo-americano de GC, com efeitos relevantes para a conformação da firma e de seus agentes. A investigação empregou análise documental, enfocando predominantemente relatórios corporativos e documentos de mídia, além de técnicas de observação participante. Os resultados são consistentes com um processo de reconfiguração da estrutura de poder interna à Vale, com perda relativa de influência dos fundos de pensão, banco público e Governo Federal, mas também retração de autonomia de seu quadro dirigente, em favor de investidores institucionais externos e de agentes do mercado financeiro.

**Palavras-chave:** neoliberalismo; poder corporativo; corporação transnacional; governança corporativa

## **La construcción social de una corporación transnacional: notas sobre la “nueva ‘privatización’” de Vale**

### **Resumen**

El artículo discute las relaciones Estado-mercado en Brasil a partir de la afirmación de un nuevo régimen de gobierno corporativo (GC) como orden institucional y sus efectos de poder sobre los agentes políticos y económicos. De este modo, integra las transformaciones coyunturales en la acción de agentes propietarios, gestores y del Estado en una explicación del cambio institucional en una corporación de origen brasileña, Vale S.A., analizando la emergencia de la “nueva gobernanza corporativa” de Vale. Se argumenta que una nueva estructura de presiones intra-e inter-corporativas condiciona el encuadramiento de la corporación al modelo angloamericano de GC, con efectos relevantes para la conformación de la firma y de sus agentes. La investigación empleó análisis documental, enfocando predominantemente informes corporativos y documentos de prensa, además de técnicas de observación participante. Los resultados son consistentes con un proceso de reconfiguración de la estructura de poder interna a la Vale, con pérdida relativa de influencia de los fondos de pensión, banco público y Gobierno Federal, pero también retracción de autonomía de su cuadro dirigente, en favor de inversores institucionales externos y de agentes del mercado financiero.

**Palavras-chave:** neoliberalismo; poder corporativo; corporación transnacional; gobierno corporativo

## **The social construction of a transnational corporation: notes on Vale’s “new ‘privatization’”**

### **Abstract**

In this article, I discuss State-market relations in Brazil, with a focus on the emergence of a new corporate governance (GC) regime as an institutional order and its power effects on political and economic actors. Accordingly, the explanation brings together context-driven changes in owners’, managers’ and the State’s actions to explore the institutional change in a Brazilian corporation, Vale S.A., towards a “new corporate governance”. I argue that a new structure of intra- and inter-corporate pressures shapes Vale’s corporate framework to the Anglo-American CG model, with relevant effects for the firm and its actors. Investigation employed document analysis, focusing predominantly on corporate reports and media documents, as well as participant observation techniques. Results are consistent with a process of rearrangement of Vale’s internal power structure, with relative loss of influence of the pension funds, public bank and Federal Government, but also autonomy retreat of the company directory body, in favor of external institutional investors and of financial market actors.

**Keywords:** neoliberalism; corporate power; transnational corporation; corporate governance