



Maximização do valor do acionista (MVA) e os impactos nas estratégias das grandes corporações não-financeiras: o caso da Vale

Fernando Sarti¹

Célio Hiratuka²

Área 3: Estratégias empresariais, financiamento e governança corporativa

3.3 Estratégias Empresariais

Resumo

A estratégia de maximização do valor do acionista (MVA) tem sido adotada de forma generalizada por grandes corporações de diferentes origens, estruturas de governança e setores econômicos. Com relação à estrutura de capital, observa-se uma tendência de maior alavancagem financeira nas corporações não-financeiras. Outra tendência tem sido a crescente presença de investidores institucionais na estrutura societária das corporações. Essas tendências têm ampliado a influência do setor financeiro sobre as corporações não-financeiras e condicionado a alocação do fluxo de caixa. O artigo avalia a estratégia de MVA na empresa Vale em função da sua elevada lucratividade, da composição societária concentrada em investidores institucionais e da estrutura de capital bastante alavancada. A análise aponta uma política agressiva de distribuição de dividendos aos acionistas, com redução significativa nos investimentos e nos gastos em P&D.

Palavras-chave: governança corporativa, financeirização, maximização do valor do acionista, distribuição de dividendos, recompra de ações, teoria de agência, estrutura de capital e de propriedade, investimento e gastos em P&D.

Abstract

The strategy of maximizing shareholder value (MVA) has been widely adopted by large corporations from different countries, governance structures and economic sectors. With respect to the capital structure, there is a trend of greater financial leverage in nonfinancial corporations. Another trend has been the growing presence of institutional investors in the ownership structure. These trends have expanded control of the financial sector over nonfinancial corporations and conditioned the allocation of cash flow. The article evaluates the strategy of MVA in the company Vale due to its high profitability, the participation of institutional investors in the ownership structure and the capital structure with a high level of financial leverage. The analysis points to an aggressive policy of distributing dividends to shareholders, with a significant reduction in investments and R&D expenses.

Keywords: corporate governance, financialisation, maximize shareholder value (MSV), profit share, stock buybacks, agency theory, capital and ownership structure, investment, R&D.

JEL Codes: F23, G14, G23, G3, G32, L21, O32

¹ Professor do Instituto de Economia da UNICAMP e pesquisador do Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia (NEIT).

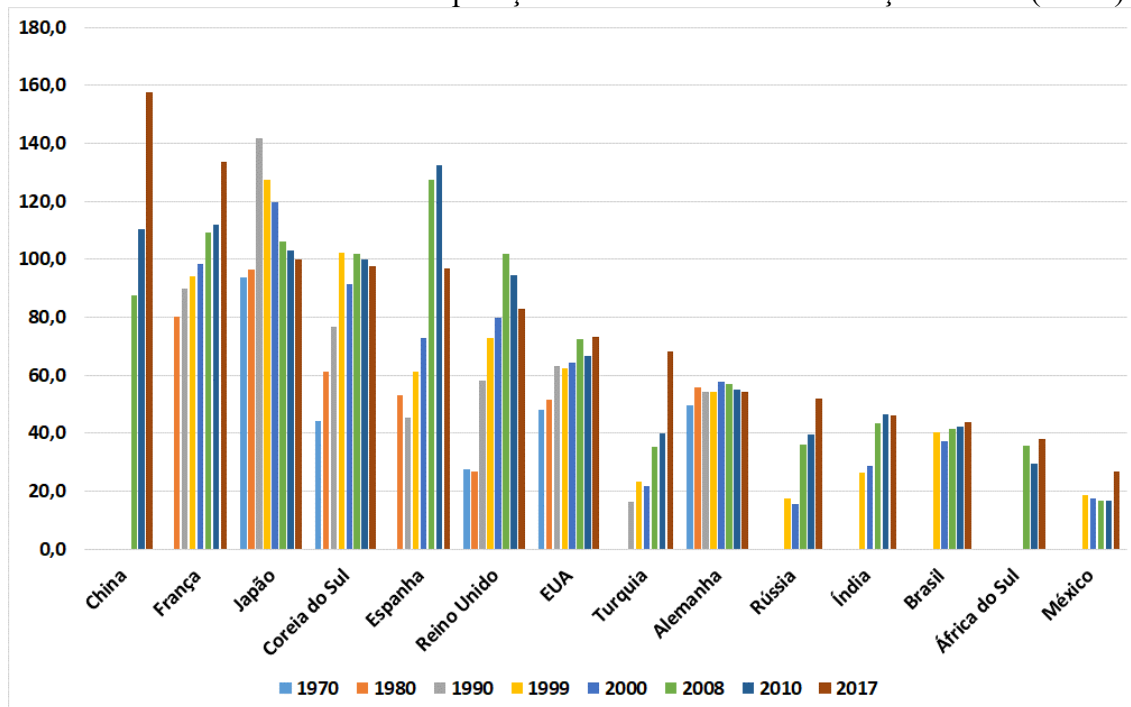
² Professor do Instituto de Economia da UNICAMP e pesquisador do Núcleo de Economia Industrial e da Tecnologia (NEIT).

I. Introdução

As grandes corporações não-financeiras de diferentes origens e setores econômicos tem aprofundado a adoção da estratégia de maximização do valor do acionista (MVA). A estratégia consiste em destinar parcelas significativas dos lucros, em geral muito acima do exigido por lei ou pelo estatuto e contrato social, para o pagamento de dividendos aos acionistas e para recompra de ações. Alguns estudos e relatórios apontam que a soma dos recursos gastos com a distribuição de dividendos e a recompra de ações tem sido crescente e chega a superar o fluxo de caixa da empresa³ (Lazonick, 2013 e 2018; Yardeni Research, 2018 e 2019).

Uma segunda estratégia observada diz respeito à maior alavancagem financeira, ou seja, uma crescente participação de capital de terceiros na estrutura de capital, em geral utilizadas para as operações de A&F, o que tem ampliado a participação dos juros pagos aos credores no fluxo total de caixa das empresas (FMI, 2018 e 2019). Na maioria dos países as dívidas corporativas superaram em 2017 o patamar anterior à crise financeira internacional. As empresas norte-americanas têm ampliado seu grau de alavancagem desde os anos 1970. Com a crise financeira de 2008, houve uma redução do endividamento corporativo, estimulada pela política monetária expansionista do banco central americano (*quantitative easing*), mas a tendência se reverteu e houve nova alavancagem na década atual. A relação dívida corporativa e o PIB em 2017 (73,2%) já foi superior ao de 2008 (72,5%). Cabe destacar também o elevado grau de endividamento das empresas chinesas. A relação dívida corporativa e o PIB em 2017 atingiu 157%. O indicador no Brasil, embora crescente, é relativamente baixo quando comparado ao dos países avançados (gráfico 1).

Gráfico 1. Dívida das Corporações não-Financeiras em relação ao PIB (em %)



Fonte: FMI. Global Debt Database. Elaboração dos autores.

Com relação à estrutura de propriedade das corporações não financeiras, a tendência é de crescente presença de investidores institucionais (fundos mútuos e de pensão, seguradoras, bancos de investimentos, entre outros). Essa participação tem levado a uma crescente concentração do controle

³ Segundo Lazonick, (2018) entre 2007-2016, um grupo de 461 empresas listadas na S&P 500 realizou recompras (buybacks) no valor de US\$ 4 trilhões, que representaram 54% do lucro, e distribuiu dividendos no valor de US\$ 2,9 trilhões, o que correspondem a 39% dos lucros. Somados os recursos utilizados em recompras e dividendos, o valor atingiu 6,9 trilhões ou 93% dos lucros. Empresas como HP (151%), Pfizer (150%), McDonalds (146%), AT&T (121%), GE (116%), IBM (111%), Procter & Gamble (111%) e Microsoft (104%) destinaram para recompras e dividendos mais que o total dos lucros.

acionário e o aumento do poder das instituições financeiras sobre as empresas não financeiras e a economia em geral (Vitali e outros, 2011; Crotty, 2002 e 2003).

Vitali e outros (2011) utilizaram um modelo para a construção de uma estrutura de rede de controle das empresas transnacionais (ETN's). O estudo parte de uma amostra de mais de 43 mil ETN's, de 116 diferentes países, sendo que 5,6 mil têm ações negociadas em bolsa de valores. A rede de ETN's resultante é formada por mais de 600 mil nós e um milhão de laços de propriedade. O trabalho conclui que apenas 50 corporações controlariam 39% das empresas no mundo todo. O conceito de controle utilizado no trabalho está relacionado a "quanto valor econômico das empresas um acionista é capaz de influenciar. Além disso, não limitamos nosso foco no controle de um acionista de uma única empresa. Em vez disso, analisamos o controle que cada acionista tem sobre todo o seu portfólio de empresas de propriedade direta e indireta. Como resultado, os acionistas com um alto nível de controle são aqueles potencialmente capazes de impor sua decisão em muitas empresas de maior agregação de valor. Quanto maior o controle do acionista, maior o poder de influenciar a decisão final" (pp.31). Para os autores o elevado grau de concentração da estrutura da rede de controle das corporações transnacionais tem impactos importantes sobre o padrão de concorrência global e a estabilidade financeira.

O impacto da crescente adoção da estratégia de MVA sobre as empresas e a economia como um todo tem provocado um intenso debate na literatura especializada, em especial sobre as taxas de investimento produtivo, o padrão de crescimento econômico e de desenvolvimento social (concentração de renda e da riqueza). O presente artigo parte da hipótese que a adoção da estratégia de MVA pode ter impactos negativos sobre os investimentos e as atividades inovativas.

No Brasil a estratégia de MVA tem avançado a passos largos, com impactos importantes sobre a gestão dos ativos e dos investimentos corporativos. É o caso da empresa Vale, objeto de análise do presente artigo. A escolha se deve em função da sua elevada lucratividade, da estrutura de propriedade concentrada em investidores institucionais e da estrutura de capital bastante alavancada. A análise aponta a adoção de uma política agressiva de distribuição de dividendos aos acionistas, bem como para uma estratégia de rápida desalavancagem, que implicou uma redução significativa nos investimentos produtivos e nos gastos em P&D&I.

Além dessa seção introdutória, a segunda seção resume o debate em torno da teoria (ideologia) da maximização do valor do acionista (MVA). A terceira seção analisa o caso da empresa Vale, com ênfase nos expressivos resultados econômicos e na estratégia de destinação de parcela significativa do fluxo de caixa para a distribuição de dividendos e para uma estratégia agressiva de desalavancagem financeira. A última seção tece comentários sobre os impactos sobre o desenvolvimento produtivo e tecnológico da adoção da MVA.

II. Estratégia (Ideologia) de Maximização do Valor do Acionista (MVA) e os Impactos sobre as Corporações

A construção de uma teoria (ideologia) da maximização do valor do acionista beneficiou-se e concatenou diversas outras contribuições teóricas na área de administração e economia das finanças (Fox, 2009). Uma primeira contribuição importante foi a teoria do custo de agência (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986, Jensen, 1998). O argumento principal utilizado pelos autores dessa corrente é que as decisões estratégicas das corporações, sobretudo com relação à destinação do fluxo de caixa da empresa, sob a responsabilidade dos gerentes (alta gerência), podem ser ineficientes e destrutivas de valor para a empresa. Segundo essa visão, isto pode acontecer porque a alta gerência, que faz a gestão do risco empresarial, concentra um poder excessivo que lhe permite decidir a alocação do fluxo de caixa da empresa, geralmente para objetivos que poderiam não interessar ao acionista. O elevado grau de liberdade e de poder na tomada de decisão da alta gerência, consequência da estrutura de controle bastante pulverizada, em um contexto de falta de supervisão e instrumentos para garantir o interesse dos acionistas resultaria em escolhas de alocação de capital ineficientes.

Nesse sentido, quanto mais recursos forem reinvestidos para o crescimento da empresa, mesmo que de forma ineficiente, maior será o poder e a remuneração direta ou indireta da alta gerência. A retenção e o reinvestimento excessivo dos lucros contrariariam os interesses dos acionistas, que são quem efetivamente correm o risco empresarial, uma vez que resultariam em alocação do fluxo de caixa em investimentos que não dariam os retornos ajustados pelo risco capazes de criar valor, e nem dariam a oportunidade destes de escolher investimentos com retornos adequados, caso os recursos de caixa fossem distribuídos sob a forma de dividendos.

Para Jensen (1998), o processo de crescimento e a estrutura de governança da grande corporação americana, com elevado grau de verticalização, diversificação e internacionalização, atuando dentro de estruturas de mercados oligopolizadas, estaria no cerne da perda de eficiência e competitividade da grande corporação americana nos anos 1990. A gestão da grande corporação “chandleriana” geraria desperdícios e, muitas vezes, com decisões de investimentos (novos projetos) que não criam valor presente líquido (VPL) positivo para a empresa, dado pela diferença entre o valor presente do novo empreendimento e o investimento realizado. A crítica não é com relação à capacidade de geração de caixa da corporação, mas com a destinação dos recursos gerados.

A solução para esse conflito de interesse, ou seja, para a redução do custo de agência, seria a criação de um mercado para o controle das corporações, que poderia levar as empresas que não criassem valor a serem alvo de aquisições hostis, por parte de agentes que enxergariam oportunidades de, ao tomar o controle e implementar estratégia em busca de maior eficiência para a criação de valor. A onda de A&F que varreu a economia americana nos anos 1980 teria sido um marco, ao obrigar gestores tradicionais a adotarem estratégias voltadas para maximizar o valor para o acionista. Esse movimento seria reforçado posteriormente pela crescente remuneração dos gestores com remuneração variável atrelada ao valor das ações através de *stock options*.

A defesa da métrica do valor de mercado como o principal instrumento para avaliar a eficiência empresarial e, portanto de sua gestão e das decisões de alocação de fluxo de caixa está diretamente relacionada a outros conceitos importantes nas finanças que são a de mercado racional ou eficiente e os modelos de precificação de ativos com base na correlação entre retornos esperados (exigidos) e riscos envolvidos. A avaliação dos preços dos ativos, como é uma empresa (ou as ações de uma empresa), a partir das informações disponíveis ou não (passadas, presentes, públicas e privadas) confere um poder importante ao mercado financeiro. Isto porque será, em última instância, o mercado financeiro quem avaliará positiva ou negativamente o risco, retorno esperado e preço da ação de uma empresa, a partir das informações que os diversos atores do mercado julgam cruciais: capacidade de geração de fluxo de caixa, adoção da estratégia de MVA, nível adequado de alavancagem financeira e operacional, grau de flexibilidade, liquidez e risco dos ativos (ações das empresas), entre outras. Portanto, a avaliação da gestão de uma empresa não financeira passa pelo crivo do setor financeiro. Esse controle impõe ainda mais limites aos gestores das corporações. Atender os interesses e as demandas do setor financeiro com relação às decisões estratégicas da corporação passa a ser uma necessidade e não uma opção, sob pena de punição expressa na desvalorização do valor de mercado da empresa. Acrescenta-se a esse processo de controle e coerção, a cooptação da alta gerência através da remuneração variável.

A adoção da estratégia de MVA pressupõe a adesão ou cooptação da alta gerência da empresa (Lazonick & O’Sullivan, 2000). A difusão do conceito dentro das mais conceituadas faculdades de economia e administração (Fox, 1999), a maior participação dos investidores institucionais no conselho de administração e na indicação de profissionais para a Alta Direção, certamente facilitaram a internalização da estratégia de MVA nas grandes corporações. Além disso, as corporações ampliaram a participação da remuneração variável e por ações (*stock options*) na remuneração total dos diretores, o que também atuou como forte estímulo à adoção da MVA e a busca de valorização das ações. Segundo Lazonick & O’Sullivan (2000) o sistema de compensação ampliou muito a remuneração da Alta Gerência. A relação entre a remuneração média da Alta Direção e o chão de fábrica nas empresas americanas saltou de 40:1 para 400:1 entre os anos 1970 e 1990.

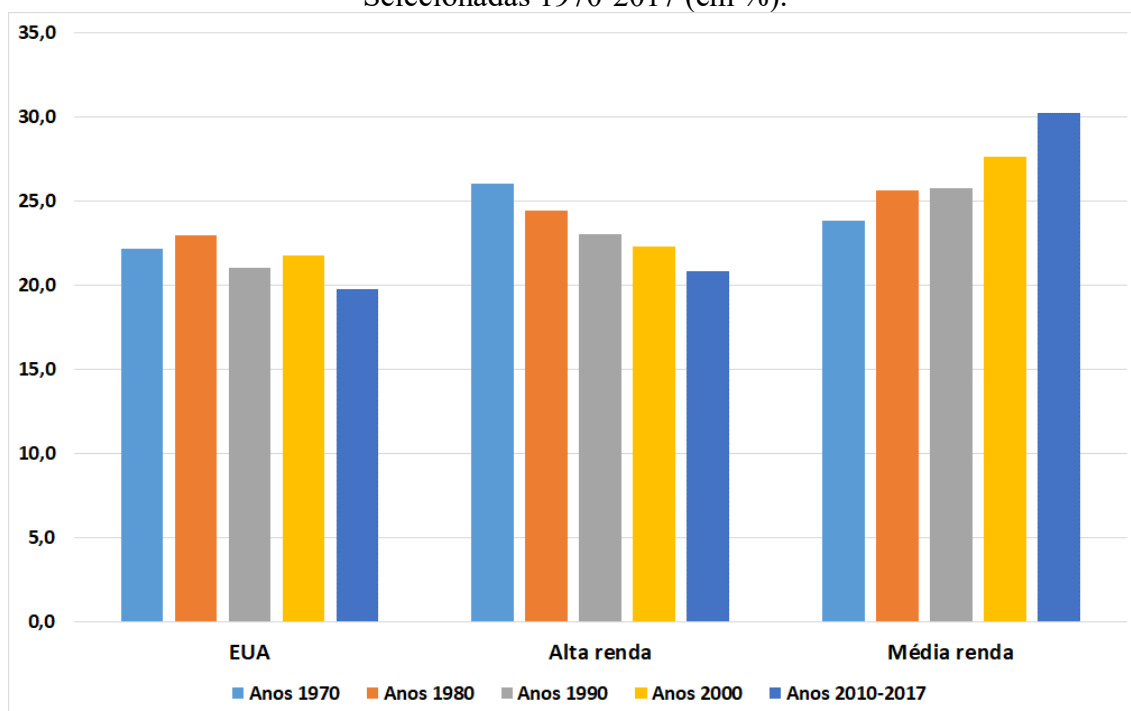
Jensen (1998) considerava os investidores institucionais (fundos mútuos e de pensão, seguradoras, bancos de investimentos, entre outros atores financeiros) como os agentes principais nesse processo de mudança societária. O autor entendia que o controle externo, advindo do setor financeiro, sobre as empresas não financeiras, seria vital para a melhor alocação dos fluxos de caixa da empresa e, portanto, para os ganhos de eficiência das corporações. Defendia também a ideia de que as corporações deveriam ter uma estrutura de capital mais alavancada, ou seja, com maior presença de capital de terceiros. O capital de terceiros seria fundamental para financiar o processo de crescimento das empresas, sobretudo na forma de fusão e aquisição (F&A). As operações de A&F deveriam buscar um maior grau de especialização das atividades (core business). Mais que isso, a maior alavancagem e, conseqüentemente, as maiores despesas financeiras também atuariam no sentido de restringir o grau de liberdade na alocação do fluxo de caixa e reforçaria o controle do setor financeiro em relação à empresa não financeira.

Como observa Fox (2009), evidentemente que esses argumentos encontravam ressonância muito positiva no setor financeiro (Wall Street), que passa a atuar no financiamento da difusão dessas teorias, como definem seus defensores e seguidores, ou ideologias, como conceituam seus críticos.

Para os críticos da teoria (ideologia) do MVA, a estratégia beneficiou-se e contribuiu para reforçar um novo regime de acumulação capitalista sob a dominância das finanças (Chesnais, 1998; Crotty, 2002, Lazonick, 2008; Serfati, 2011). A financeirização, embora iniciada nos EUA, generalizou-se para os demais países, tendo sido impulsionada pelos processos de desregulamentação, desintermediação e internacionalização financeiras, iniciados nos anos 1970 e que ganharam força nas décadas seguintes. O instrumento de securitização das relações de dívida foi decisivo para o desenvolvimento do circuito financeiro e o do mercado de capitais em escala global (Aglietta, 2000; Braga, 1997). A autorização para que os investidores institucionais pudessem compor suas carteiras de ativos com ações e títulos de empresas não-financeiras facilitou a participação desses atores nas estruturas de propriedade das corporações, bem como as operações de aquisição e fusão (A&F). Como afirma Chandler, a compra e revenda de empresas e/ou unidades de negócios tornou-se uma atividade em si mesma (Chandler, 1990)

Os autores críticos apontam ainda a concentração na composição societária das corporações, o maior grau de alavancagem financeira e a generalização da estratégia de MVA, com maior destinação dos fluxos de caixas para a distribuição de dividendos e recompras de ações como fatores que promoveram uma redução dos investimentos produtivos e em P&D corporativos (Crotty, 2002, Lazonick, & Mazzucato, 2013). A redução da taxa de investimento, sobretudo nas economias avançadas, afetou por sua vez o crescimento econômico, já debilitado pela redução do emprego e da massa salarial em função das estratégias de outsourcing e offshoring das grandes corporações não-financeiras industriais. Como destacam Milberg & Winkler (2009), as estratégias de outsourcing (desverticalização) e de offshoring (internacionalização das compras) reduziram os custos operacionais e ampliaram a lucratividade das grandes corporações. Entretanto, esse volume de recursos foi prioritariamente destinado às estratégias de MVA e não para maiores investimentos e gastos em P&D.

Gráfico 2. Evolução da Taxa de Investimento segundo Nível de Renda das Regiões Seleccionadas 1970-2017 (em %).

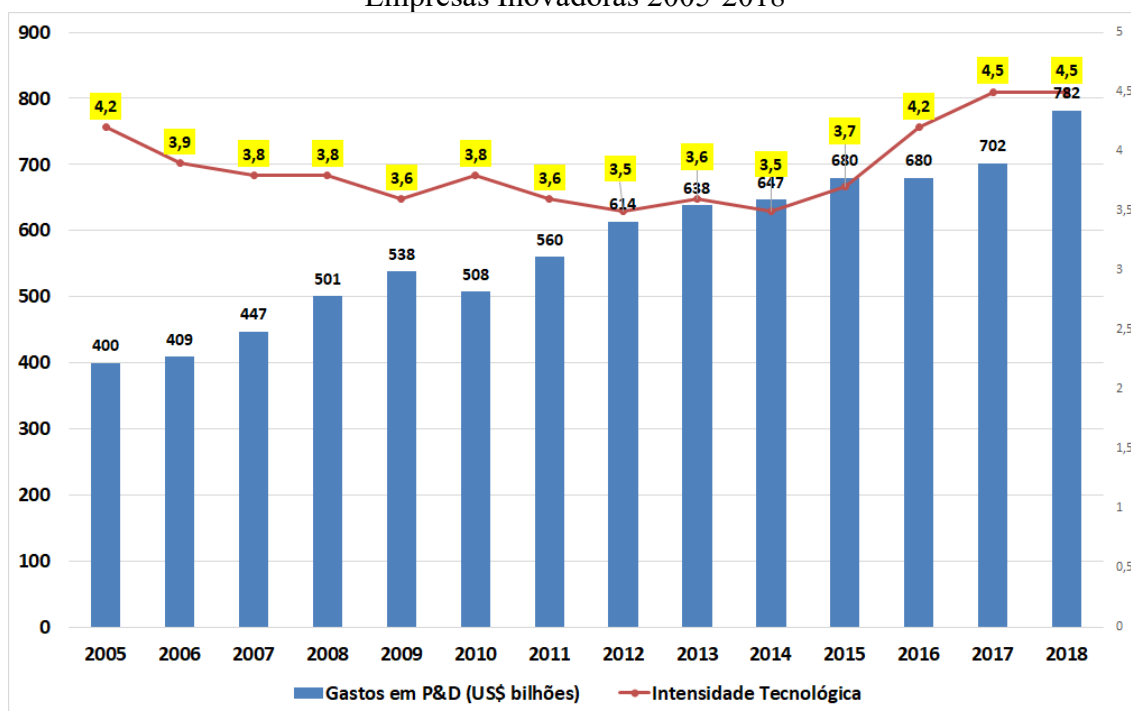


Fonte: WDI-Banco Mundial. Elaboração dos autores.

As maiores críticas ao processo de financeirização dizem respeito ao impacto sobre o crescimento econômico e a concentração de renda e da riqueza (Chesnais, 1998; Crotty, 2002). De fato a taxa de crescimento das economias avançadas apresentou forte desaceleração nas últimas décadas. Puxada pelos investimentos das empresas americanas dentro e fora do país, e pela difusão dos bens de consumo de massa nos EUA e na Europa, nos anos 1960, a taxa média anual de crescimento foi de 5,6%. Segundo dados do WDI-Banco Mundial, a taxa reduziu para 3,8% nos anos 1970, teve nova queda para 2,9% nos 1980, para 2,6% nos 1990 e para 1,8% nos 2000. No período 2010-2017, a taxa de crescimento foi de 2% puxada pelo bom desempenho da economia americana.

Os críticos da MVA atribuem a desaceleração no crescimento, em grande parte, à queda nas taxas de investimento. O gráfico 2 acima aponta com clareza as sucessivas quedas na taxa de investimento dos países avançados nas últimas décadas: 26% nos anos 1970, 24,4% nos anos 1980, 23% nos anos 1990, 22,3% nos anos 2000 e 20,8% no período de 2010-2017. Em contrapartida, houve uma elevação na taxa nos países de renda média, puxados pelo desempenho da China e de alguns países asiáticos. As críticas dos impactos da financeirização perdem força no desempenho da taxa de investimento na presente década, dado que as tendências se inverteram. Os países de maior renda têm apresentado taxas de investimento crescentes desde 2011, puxados pelos EUA, enquanto os países de renda média têm reduzido suas taxas de investimento a partir de 2012, embora essas se mantenham ainda superiores às dos países de renda elevada. Para os dois grupos as taxas de investimento são ainda inferiores ao período pré-crise internacional. Os indicadores da WDI-Banco Mundial precisam ser analisados com cautela. Mesmo dentro dos grupos de países de alta e média renda há uma elevada heterogeneidade no desempenho. Segundo ponto, é que as taxas se referem ao investimento total, público e privados. Poucos países fornecem informações desagregadas entre investimento público e privado. No caso dos EUA, essas informações estão disponíveis na base somente até 2013.

Gráfico 3. Evolução dos Gastos em P&D e da Intensidade Tecnológica das Maiores Empresas Inovadoras 2005-2018



Fonte: PWC- Global-Innovation 1000. Elaboração dos autores.

Com relação às atividades inovativas, o gráfico 3 aponta que os gastos correntes em P&D quase dobraram no período 2005-2018, saltando de US\$ 400 bilhões para mais de US\$ 780 bilhões. Como mostra o relatório da PWC (2018), esses gastos estão concentrados nos países avançados, nas maiores empresas inovadoras e em alguns setores de atividades, que dão base às importantes mudanças e inovações tecnológicas no âmbito da revolução tecnológica em curso (Manufatura 4.0). O indicador de intensidade tecnológica, relação entre os gastos em P&D e a receita líquida das empresas, também aponta um aumento, e não redução, no esforço inovativo. O indicador tem crescido desde 2012 e atingiu o maior patamar em 2017-2018 (4,5%). Cabe observar, como analisado anteriormente, que são essas grandes corporações as que adotam de forma mais agressiva as estratégias de MVA com a distribuição de dividendos e recompras de ações. Nesse sentido, os possíveis impactos negativos sobre os gastos em P&D não foram observados ou seriam menores que os apontados pelos críticos.

Ao que parece, portanto, as estratégias mais financeirizadas das grandes corporações não tem reduzido os investimentos em P&D, como apontam os autores críticos à MVA. Essa aparente contradição, no entanto, parece estar relacionada às mudanças na própria estratégia dessas empresas, que buscam concentrar seus recursos em ativos intangíveis em relação aos ativos tangíveis (Serfati, 2008, Durand e Milberg, 2018). As atividades relacionadas à criação e controle de ativos intangíveis, inclusive aquelas relacionadas aos gastos em P&D, ao mesmo tempo em que reforçam elementos estratégicos que podem reforçar lucros extraordinários e barreiras contra concorrentes atuais e potenciais, também podem impulsionar o valor de mercado, na medida em que são avaliados pelos investidores sem referência a um custo de reposição como os ativos tangíveis.

Outra crítica importante à adoção da estratégia de MVA diz respeito aos meios de adesão ou cooptação da alta gerência da empresa (Lazonick & O'Sullivan, 2000). A difusão do conceito dentro das mais conceituadas escolas de economia e administração norte-americanas (Fox, 1999), a maior participação dos investidores institucionais no conselho de administração e na indicação de profissionais para a alta direção, certamente facilitaram a internalização da estratégia de MVA nas grandes corporações. Além disso, as corporações ampliaram a participação da remuneração variável e por ações (*stock options*) na remuneração total dos diretores, o que também atuou como forte estímulo à adoção da MVA e a busca de valorização das ações. Segundo Lazonick & O'Sullivan

(2000) o sistema de compensação ampliou muito a remuneração da alta gerência. A relação entre a remuneração média da alta direção e o chão de fábrica nas empresas americanas saltou de 40:1 para 400:1 entre os anos 1970 e 1990.

No caso específico de empresas dos países em desenvolvimento, ainda são pouco os estudos que buscam avaliar se, e de que maneira, a lógica de maximização de valor para o acionista tem tido impactos sobre as estratégias das empresas não financeiras. O caso da Vale, discutido a seguir, busca contribuir para reduzir essa lacuna.

III. O caso da empresa Vale

A Vale é uma empresa bastante internacionalizada. Segundo a Unctad, a Vale acumulou um montante de US\$ 37,4 bilhões de ativos no exterior em 2016, o que corresponde a 37,7% dos seus ativos totais. O exterior ainda foi responsável por 92,5% das vendas, com destaque para as vendas para a China; e por 21,3% do emprego total (WIR-Unctad, 2018). Sua estrutura produtiva é pouco diversificada e concentrada em atividades extrativas, de metalurgia, energia e logística. As atividades com minério de ferro correspondem a mais da metade das receitas (56%) e mais de dois terços do fluxo de caixa (67%) (tabela 1).

Tabela 1. Distribuição da Receita Líquida, Gastos em P&D e EBITDA da Vale por segmentos em 2018 (em US\$ milhões e em %)

Segmentos	Receita Líquida	(%)	P&D ¹	(%)	EBITDA Ajustado	(%)
Minerais Ferrosos	27.933	76,4	138	37,0	14.711	88,7
Minério de ferro-finos	20.354	55,7	110	29,5	11.033	66,5
ROM	35	0,1		0,0	35	0,2
Pelotas	6.651	18,2	26	7,0	3.356	20,2
Outros	439	1,2	1	0,3	127	0,8
Manganês & ferroligas	454	1,2	1	0,3	160	1,0
Carvão	1.643	4,5	21	5,6	181	1,1
Metais Básicos	6.703	18,3	57	15,3	2.542	15,3
Níquel ²	4.610	12,6	39	10,5	1.431	8,6
Cobre ³	2.093	5,7	18	4,8	1.111	6,7
Outros	296	0,8	157	42,1	-841	-5,1
Total	36.575	100,0	373	100,0	16.593	100,0

Fonte: Empresa. Elaboração dos autores.

O controle da empresa, desde a privatização em maio de 1997, está em mãos de investidores institucionais, sobretudo estrangeiros. Segundo o departamento de relações com os investidores da Vale, a composição acionária em 30 de abril de 2019 era a seguinte: investidores estrangeiros (46,40%), investidores nacionais (14,99%), ações vinculadas ao Acordo até 2020 (20,27%) e Ações não vinculadas ao Acordo (18,33%)⁴. Os principais investidores institucionais com participação na Vale em março de 2019 são Capital Research Global Investors, Blackrock, Capital International Investors, Capital World Investors, Standard Life Aberdeen PLC, Orbis Allan Gray, Fisher Asset Management, Schroder Investment Management Group, Vanguard Group e Renaissance Technologies.

⁴ O acordo de acionistas está associado à incorporação da Valepar em agosto de 2017. Segundo informações do relatório de Demonstrações Financeiras da Vale “os Acionistas anteriormente controladores da Valepar celebraram um novo acordo de acionistas (“Acordo Vale”) que vincula somente 20% do seu total de ações ordinárias emitidas pela Vale, e terá vigência até 09 de novembro de 2020, sem previsão de renovação”.

Tabela 2. Evolução do Lucro e Dividendo da Vale 2008-2018 (em US\$ milhões)

Lucro e Dividendo (US\$ milhões)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dividendos e Juros sobre Capital Próprio (*)	2.993	2.771	3.140	9.100	6.045	4.520
para acionista	2.850	2.724	3.000	9.000	6.000	4.500
para acionista não controladores	143	47	140	100	45	20
recompra de ações	750		1.510	3.000		
Lucro líquido (prejuízo)	13.218	5.349	17.453	22.652	5.197	585
Relação Dividendo / Lucro	22,6	51,8	18,0	40,2	116,3	772,6
Lucro e Dividendo (US\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018	Acum. 2008-2018
Dividendos e Juros sobre Capital Próprio (*)	4.266	1.515	541	1.582	4.495	40.968
para acionista	4.200	1.500	250	1.456	3.313	38.793
para acionista não controladores	66	15	291	126	182	1.175
recompra de ações					1.000	6.260
Lucro líquido (prejuízo)	657	-12.129	3.982	5.507	6.860	69.331
Relação Dividendo / Lucro	649,3	-12,5	13,6	28,7	65,5	59,1

Fonte: Empresa. Elaboração dos autores.

(*) dividendos pagos no ano.

Na última década a Vale apresentou uma excelente rentabilidade com acúmulo de lucros no montante de US\$ 69 bilhões, já descontado o elevado prejuízo de US\$ 12 bilhões em 2015. Desse total, quase US\$ 41 bilhões foram distribuídos aos acionistas, o que correspondeu a 59% do lucro líquido acumulado no período (tabela 2).

Conforme aponta o Formulário de Referência 2018 da empresa: “de acordo com o artigo 38 do Estatuto Social da Vale, pelo menos 25% dos lucros líquidos anuais, ajustados na forma da lei, serão destinados ao pagamento de dividendos”. Assim, a distribuição de dividendos (60% do lucro líquido) tem sido muito acima do limite mínimo obrigatório (25%). Acrescente aos dividendos pagos as recompras de ações que totalizaram US\$ 6,2 bilhões, ampliando os ganhos dos acionistas⁵ (tabela 2). A título de ilustração, o excedente pago em dividendos na última década supera US\$ 24 bilhões, montante que corresponde a uma vez e meia toda a dívida bruta em 2018 ou 5 vezes o valor médio anual investido em 2016-2018 ou 30 vezes os gastos anuais em P&D no período 2008-2018.

Em 2018, os dividendos, na forma de juros sobre o capital próprio, para seus acionistas atingiram US\$ 3,5 bilhões, ou seja, mais de 50% do lucro líquido. Além disso, a decisão de recomprar ações no valor de US\$ 1 bilhão reforçou os ganhos dos acionistas e a valorização dos preços das ações. A título de comparação, o valor da ação da Vale no final de abril de 2019 estava no mesmo patamar do valor médio de dezembro de 2018, antes do acidente de Brumadinho. Isso significa que o mercado financeiro precificou como não relevantes as possíveis perdas financeiras da empresa com multas e sanções em decorrência do acidente.

Os indicadores de distribuição do valor adicionado da Vale para o biênio 2017-2018 corroboram o argumento da adoção de uma estratégia agressiva de MVA, beneficiando os acionistas

⁵ Segundo o informe da empresa aos investidores para justificar a decisão da Diretoria Executiva para a recompra de US\$ 3 bilhões em ações em 2011: “a forte geração de caixa da Vale e suas excelentes perspectivas de desempenho estão permitindo o financiamento de considerável volume de investimentos, focados na exploração de múltiplas oportunidades de crescimento orgânico e ancorados em rigorosa disciplina na alocação do capital, simultaneamente à manutenção de um balanço saudável, e dívida de pouco risco. **A recompra de ações é um instrumento importante de retorno de capital aos acionistas**, contribuindo para melhorar a alocação do capital e consequentemente para a maximização de valor para os acionistas” (grifo nosso).

(*shareholders*), em detrimento da sociedade e dos demais *stakeholders* (empregados, fornecedores, governo) e sociedade em geral.

A Vale destinou 36,8% do seu valor adicionado para os acionistas em 2018 (33,3% em 2017). Se compararmos com a amostra de 256 empresas de capital aberto, negociadas na bolsa de valores, esse percentual foi de 17,2% (9,7% em 2016). Por outro lado, enquanto a média das empresas destinou 39,2% do valor adicionado para impostos, taxas e contribuições em 2018 (41,7% em 2017), a Vale destinou apenas 15,1% (21% em 2017), mesmo tratando-se de uma empresa com atividades concentradas na área extrativa, com pagamento de royalties à União⁶. Cabe destacar também a elevada remuneração de capitais de terceiros em função do elevado grau de alavancagem (tabela 3).

Tabela 3. Distribuição do Valor Agregado da Amostra de Empresas de Capital Aberto e Vale

Valor agregado	Total dos Setores		Vale	
	2017 (%)	2018 (%)	2017 (%)	2018 (%)
Distribuição do Valor Agregado	100,0	100,0	100,0	100,0
Pessoal	25,5	18,1	14,5	13,4
Impostos, Taxas e Contribuições	41,7	39,2	21,0	15,1
Remuneração de Capitais Terceiros	22,8	25,1	28,3	34,7
Remuneração de Capitais Próprios	9,7	17,2	33,3	36,8
Outros	0,2	0,4	2,9	0,1

Fonte: Instituto Assaf. Elaboração dos autores.

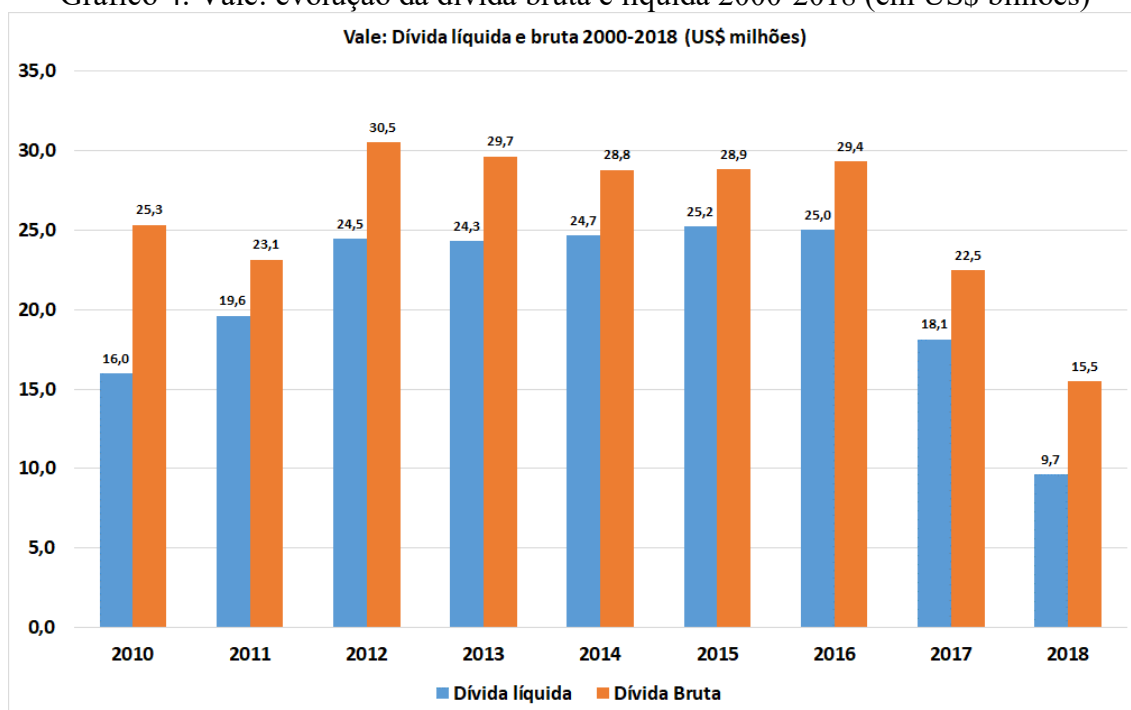
Belluzzo & Sarti (2019) compararam a rentabilidade da Vale com a de uma amostra de 230 grandes empresas de capital aberto de trinta e cinco (35) setores de atividades, compiladas pelo Instituto Assaf⁷, a partir de dados da CVM. Para o período 2000-2017, os indicadores de rentabilidade (retorno sobre o patrimônio líquido e margem de líquida de vendas) da Vale sempre foram mais elevados que os da amostra, com exceção do período 2013-2015, devido à queda do preço do minério de ferro, principal produto da empresa, que provocou fortes impactos na receita e no lucro.

A elevada lucratividade foi utilizada para uma estratégia agressiva de desalavancagem financeira. A dívida líquida da Vale, que atingiu o patamar de US\$ 25 bilhões em 2015-2016 (US\$ 29 bilhões de dívida bruta), foi reduzida para US\$ 9,6 bilhões em 2018, ou seja, uma amortização de mais de US\$ 15 bilhões em menos de dois anos (gráfico 4). A estratégia de desalavancagem e as elevadas amortizações da dívida também ajudam a explicar a elevada participação do capital de terceiros na distribuição valor adicionado da empresa. A Vale se constitui um caso típico de empresa onde o sistema financeiro e seus atores se beneficiam duplamente da gestão do fluxo de caixa. A primeira na posição de acionista, recebendo dividendos e se beneficiando das recompras de ações. A segunda na condição de credor, auferindo elevados juros e amortizações. Essa transferência de recursos das empresas produtivas para o sistema financeiro, sob crescente controle, pressão e coerção, foi criticada por Crotty (2003). O autor apontou a mudança da correlação de forças entre o mundo produtivo e financeiro no âmbito da financeirização e criticou a mudança do padrão de financiamento de longo prazo amigável (*friendly*) e funcional para um padrão de curto-prazo hostil e espoliador.

⁶ Belluzzo & Sarti (2019) apontaram que a Vale usufrui de elevados incentivos fiscais por sua atuação no Norte e Centro-Oeste do Brasil e também usufrui de um elevado benefício tributário pelo abatimento dos juros sobre o capital próprio do lucro tributável.

⁷ Instituto Assaf. Finanças Corporativas e Valor no Brasil.

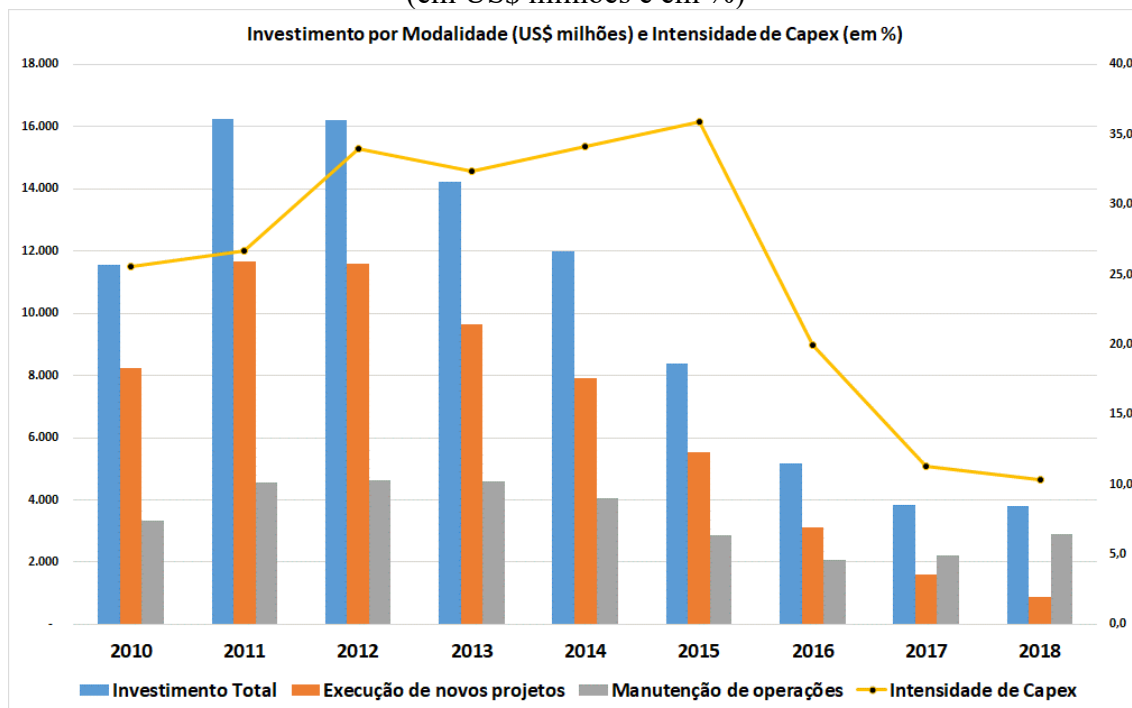
Gráfico 4. Vale: evolução da dívida bruta e líquida 2000-2018 (em US\$ bilhões)



Fonte: Empresa. Elaboração dos autores.

O importante a ser destacado é que as estratégias adotadas pela Vale de MVA e de desalavancagem financeira tiveram como contrapartida uma forte redução nos investimentos totais, em que pese os elevados indicadores de rentabilidade. No triênio 2010-2012, a Vale investiu uma média anual de US\$ 14,7 bilhões (US\$ 10,5 bilhões em novos projetos e US\$ 4,2 bilhões em manutenção de operações). Com a contração dos investimentos a partir de 2012, a Vale investiu uma média de US\$ 11,5 bilhões no triênio 2013-2015, uma queda de 22%. Novamente a queda foi puxada pelos investimentos em novos projetos. No último triênio, a média anual de investimento despencou mais de 60% para um patamar de US\$ 4,3 bilhões. Os investimentos em novos projetos caíram para US\$ 1,9 bilhão, abaixo dos investimentos em manutenção de operação (US\$ 2,4 bilhões). Cabe registrar que a queda dos investimentos no último triênio não pode ser explicada pela rentabilidade. Diferente do período 2013-2015, a rentabilidade e lucratividade do período 2015-2018 foram bastante expressivas. Isto pode ser comprovada pela evolução da intensidade média de Capex, medida pela relação entre investimento e receita líquida, que reduziu de 35,9% em 2015 para 10,4% em 2018 (gráfico 5).

Gráfico 5. Vale: evolução dos investimentos e do indicador de intensidade de Capex 2000-2018
(em US\$ milhões e em %)



Fonte: Empresa. Elaboração dos autores.

Embora os investimentos em novos projetos tenham puxado a queda dos investimentos totais, também os investimentos em manutenção de operações foram reduzidos sistematicamente nos três triênios (tabela 4). Caíram de uma média anual de US\$ 4,2 bilhões em 2010-2012 para US\$ 3,8 bilhões em 2013-2015 (-9,5%) e para US\$ 2,4 bilhões em 2016-2018 (-37%), apesar da terrível tragédia humana e ambiental do rompimento da barragem de Mariana em novembro de 2015.

A análise desagregada dos investimentos em Manutenção de Operação aponta uma queda de 31% de US\$ 2,4 bilhões em 2014 para US\$ 1,7 bilhão em 2018 do item “operação”, uma redução pela metade nos gastos em “pilhas e barragens de rejeitos” de US\$ 474 milhões em 2014 para US\$ 222 milhões em 2018. Os investimentos em “saúde e segurança” foram reduzidos de US\$ 359 milhões para US\$ 231 milhões, o que representou uma queda de 35,7%. Apenas os investimentos nas áreas “social e proteção ambiental” ampliaram-se de US\$ 248 milhões para US\$ 338 milhões (36,3%). Como criticam Belluzzo & Sarti (2019), esses indicadores de queda nos investimentos sinalizam que a nova tragédia de Brumadinho poderia ter sido evitada e/ou seus impactos minimizados, poupando dezenas de vidas, se maiores investimentos em manutenção e segurança das barragens de rejeitos tivessem sido realizados. A título de comparação, o total investido em manutenção das operações de US\$ 5,2 bilhões no período 2014-2018 representa tão somente 42% dos dividendos distribuídos no mesmo período.

Tabela 4. Investimento em Manutenção de Operação por Modalidade 2014-2018
(em US\$ milhões e em %)

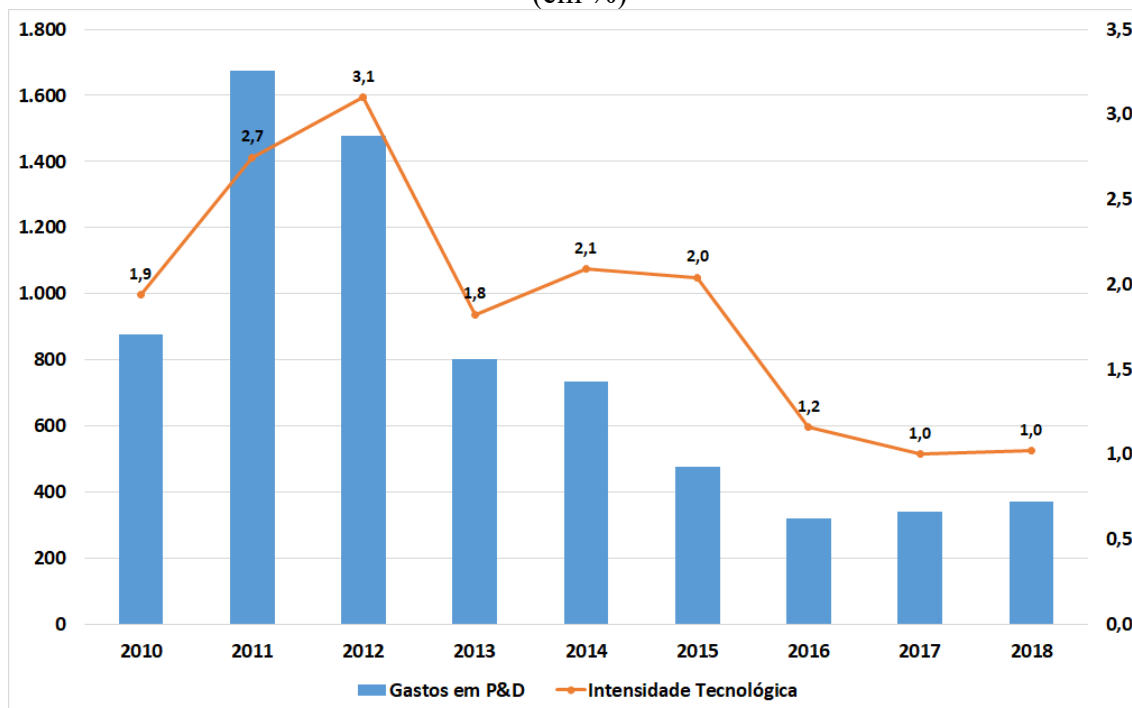
Investimento em Manutenção por Modalidade (em US\$ milhões)	2014	2015	2016	2017	2018
Operações	2.446	1.945	1.551	1.436	1.681
Pilhas e Barragens de rejeitos	474	226	152	202	222
Saúde e Segurança	359	353	197	207	231
Social e Proteção Ambiental	248	118	306	254	338
Administrativo e outros	537	210	97	131	155
Sub-Total Manutenção	4.059	2.853	2.302	2.232	2.629
Sub-Total Execução de Projetos	7.923	5.548	2.887	1.615	1.154
Investimento total	11.982	8.401	5.189	3.847	3.783
Investimento em Manutenção por Modalidade (em %)	2014	2015	2016	2017	2018
Operações	20,4	23,2	29,9	37,3	44,4
Pilhas e Barragens de rejeitos	4,0	2,7	2,9	5,3	5,9
Saúde e Segurança	3,0	4,2	3,8	5,4	6,1
Social e Proteção Ambiental	2,1	1,4	5,9	6,6	8,9
Administrativo e outros	4,5	2,5	1,9	3,4	4,1
Sub-Total Manutenção	33,9	34,0	44,4	58,0	69,5
Sub-Total Execução de Projetos	66,1	66,0	55,6	42,0	30,5
Investimento total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Vale. Elaboração dos autores.

Mazzucato (2013), Lazonick (2013) e Lazonick & Mazzucato (2013) argumentam que a estratégia agressiva de MVA das corporações também tem impactos sobre as atividades inovativas. É o caso da Vale. Revertendo uma estratégia de reforço das atividades inovativas adotadas na primeira década dos anos 2000, a Vale tem reduzido seus gastos em P&D no período recente. No triênio 2010-2012 foram gastos em P&D o valor médio anual de US\$ 1,3 bilhão, no triênio 2013-2015 houve uma queda pela metade dos gastos anuais (US\$ 670 milhões); e no triênio 2015-2018 uma nova redução pela metade (US\$ 344 milhões anuais). O indicador de intensidade tecnológica, dado pela relação entre os gastos em P&D e a receita líquida, reduziu de 2,6% para 2% e para 1,1% nos três períodos (gráfico 5).

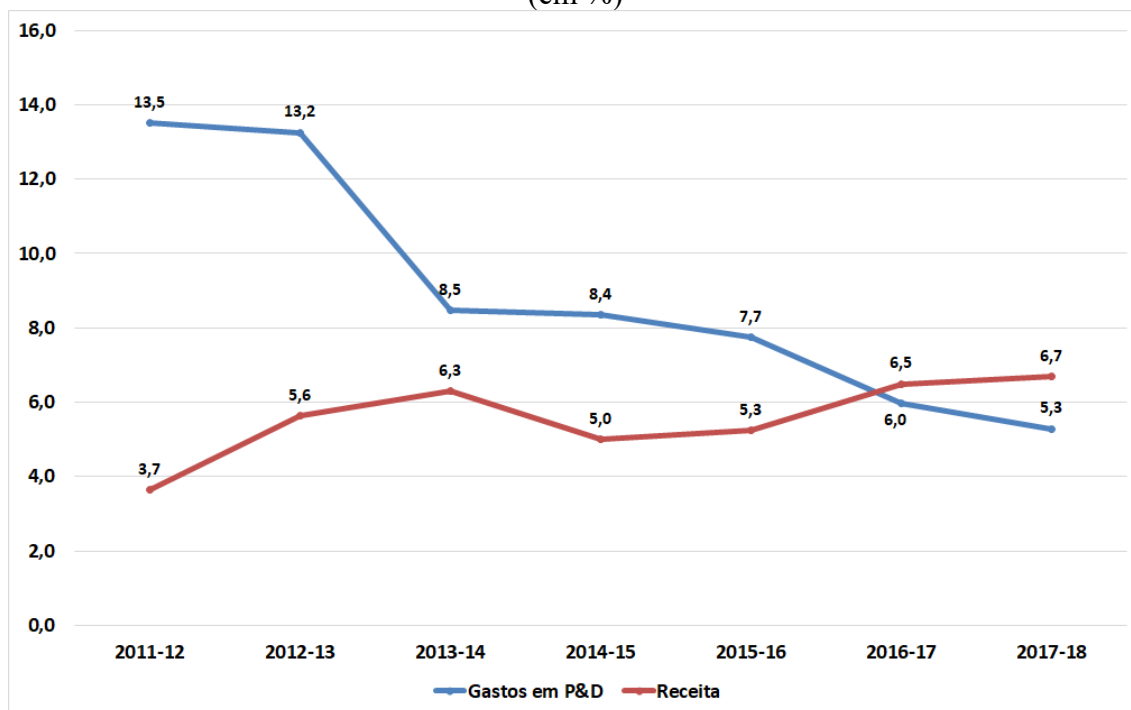
O retrocesso das atividades inovativas da Vale também pode ser aferida a partir da comparação com outras empresas do setor de extração mineral. A empresa de consultoria PWC constrói um ranking das mil empresas com maiores gastos em P&D no mundo desagregadas por setores de atividades e países de origem (PWC, 2018). Dentro do grupo de 21 empresas do setor de metais e extrativa, a Vale reduziu sua participação nos gastos em P&D de 13,5% em 2012 para 5,3% em 2018. Em contrapartida ampliou sua participação nas receitas de 3,7% para 6,7% (gráfico 6). A conclusão é que a Vale ganhou participação em termos de desempenho financeiro mas perdeu protagonismo em termos de esforços inovativos dentro do grupo.

Gráfico 5. Vale: Gastos em P&D (em US\$ milhões) e Intensidade Tecnológica (em %)



Fonte Empresa. Elaboração dos autores.

Gráfico 6 Vale: Participação nos Gastos em P&D e na Receita da Amostra de Empresas Extrativas (em %)



Fonte PWC- 2018 Global-Innovation-1000. Elaboração dos autores.

Como analisado na seção anterior, a adoção da estratégia de MVA pressupõe o apoio ou cooptação da alta gerência das corporações a partir da concessão, além da remuneração fixa, de uma remuneração variável e/ou com ações da empresa (Lazonick & O'Sullivan, 2000). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa realizou uma pesquisa da remuneração dos administradores de 256 empresas no Brasil listadas na B3 (fusão da BM&FBovespa e a Cetip) com diferentes níveis de

governança (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional). O estudo avaliou a remuneração média anual do Conselho Fiscal, Conselho de Administração e Diretoria Estatutária (IBGC, 2018).

Segundo o IBGC (2018), a remuneração média anual de um Diretor Estatutário foi de R\$ 2,2 milhões. O valor máximo observado na amostra foi de R\$ 19,5 milhões. Para as empresas listadas no Ibovespa, a média da remuneração anual sobe para R\$ 4,8 milhões. Do total de 256 empresas da amostra, 35,5% tem remuneração fixa e variável (PLR, bônus, comissões de venda etc.) para os seus Diretores; 33,6% das empresas oferecem remuneração fixa, variável e por ações; 24,6% só remuneração fixa; 5,5% remuneração fixa e por ações; e uma empresa só remuneração variável e uma empresa só remuneração por ações. Portanto, a remuneração variável e/ou por ações abrange mais de 75% das empresas. Para as empresas que compõem o Ibovespa, o patamar atinge 90%.

Para esse sub-total de 196 empresas, que oferecem remuneração variável e/ou por ações, além da remuneração fixa, a remuneração variável corresponde a 27,7% da remuneração média do Diretor, as ações 10,6% e a remuneração pós-emprego e cessação de cargo 3,5%, contra 58,2% da remuneração fixa. Na amostra Ibovespa, a remuneração variável corresponde a 52% da remuneração total. Para um total de 178 empresas, a remuneração variável corresponde ao valor médio anual de R\$ 982 mil. Para um total de 101 empresas, a remuneração por ações atinge R\$ 803 mil por ano em 2016.

Com base na pesquisa anterior é possível observar a importância da remuneração variável e por ações na remuneração total dos Diretores. Outro ponto a ser destacado, é que a remuneração média anual de R\$ 2,2 milhões em 2016 correspondia a um valor 190 vezes superior à renda anual de um trabalhador com salário mínimo (R\$ 880 mensais ou R\$ 11.440 anuais em 2016) ou 77 vezes o rendimento médio no Brasil em 2016 (R\$ 2,2 mil mensais ou R\$ 28,6 mil anuais).

Belluzzo & Sarti (2019) compararam a remuneração média anual dos Diretores e Presidente com outros cargos administrativos e operacionais. A remuneração anual do Presidente da Vale foi de R\$ 19 milhões em 2017. O ex-Presidente recebeu R\$ 58,5 milhões (incluindo remuneração pós-emprego e indenização por cessação de cargo). A média salarial da Diretoria foi de R\$ 12,4 milhões. Por outro lado, os cargos de produção e fábrica tiveram remuneração média anual de R\$ 51,3 mil, manutenção e reparo de R\$ 50,9 mil, administrativo de R\$ 71,0 mil, engenharia de R\$ 124,6 mil e gestão de R\$ 87,1 mil.

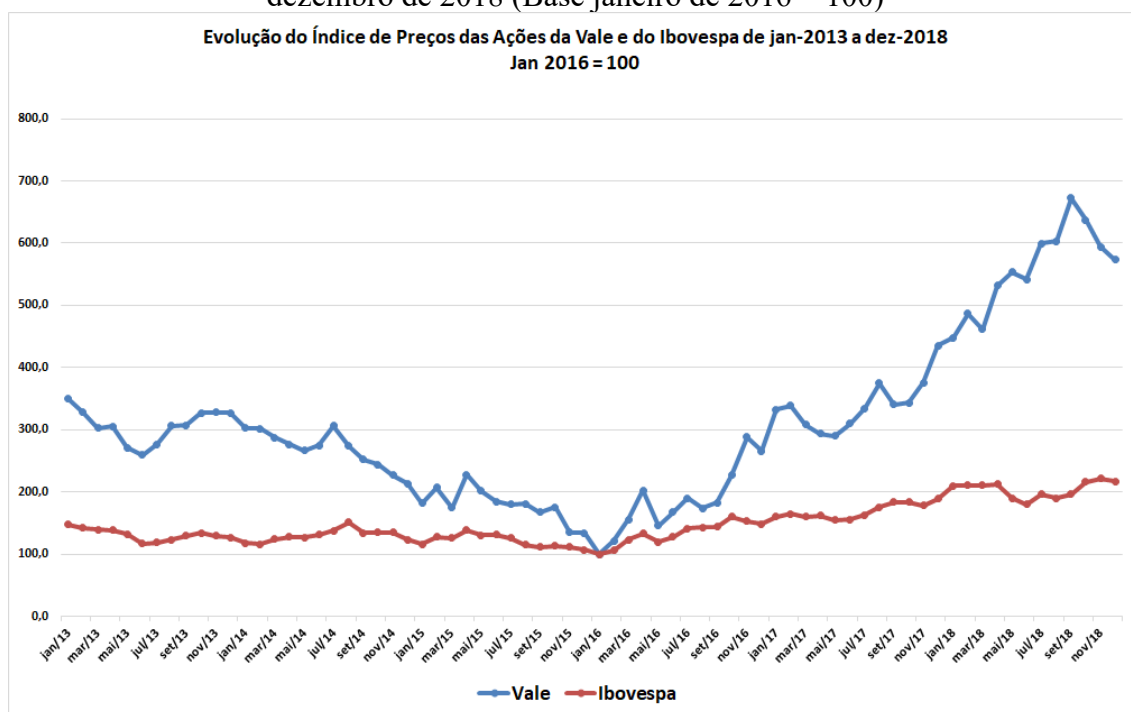
O Formulário de Referências da Vale S.A. de 2018 tem uma descrição bastante detalhada da estratégia de MVA e da política de remuneração da Diretoria Estatutária. Segundo o formulário: “um dos pilares fundamentais do desenho da proposta de remuneração é o alinhamento com o desempenho da Companhia e retorno para seus acionistas. Sendo assim, além de uma remuneração fixa, nossos Diretores também podem receber pagamentos de bônus e incentivos. Considerando o desenho da remuneração total em 2018, computando os honorários e incentivos de curto (desempenho alvo) e longo prazo (concessão) integralmente para toda a Diretoria Executiva, a remuneração total apresenta a seguinte distribuição: 27% de honorários fixos, 28% de remuneração variável de curto prazo e **46% de remuneração variável de longo prazo baseada em ações**, sendo esta parcela de longo prazo composta por 20% associada ao programa de Matching e 26% ao Programa de Ações Virtuais (PAV). Cabe destacar também que a remuneração variável de curto prazo está integralmente associada à geração de caixa da companhia e, como tal, alinhada à remuneração dos acionistas da companhia. Combinado à geração de caixa, a remuneração variável de curto prazo também leva em conta metas econômico-financeiras que traduzem o desempenho operacional, bem como metas de saúde e segurança, sustentabilidade e atingimento de iniciativas estratégicas. Além disso, os programas de longo prazo estão diretamente ligados ao desempenho da ação, estando, portanto, atrelados ao retorno aos acionistas (...). Em resumo, pode-se dizer que 73% da remuneração da Diretoria Executiva está diretamente associada ao retorno aos acionistas” (págs 432 e 433) (grifo nosso). No detalhamento da forma de remuneração, o formulário explica que “o Matching representa uma parcela variável de longo prazo da remuneração baseada no desempenho esperado para a Companhia, que é refletido no

seu valor de mercado e preço da ação. Este plano tem como **objetivo principal incentivar o “sentimento de dono”**, alinhando os esforços dos gestores aos interesses dos acionistas (grifos nossos) e, ao mesmo tempo, servir como alavanca de retenção dos executivos e reforçar a cultura de desempenho sustentável (págs 455-456) (grifos nossos).

O referido documento deixa claro que a remuneração variável dos Diretores, que representa quase 75% da remuneração total, está em grande medida associada à evolução do preço das ações. Esse ponto nos parece fundamental. A remuneração dos Diretores com base no valor de mercado e no preço das ações estabelece um vínculo entre a redução (eliminação) dos custos de agência, a adoção da estratégia de MVA e o controle do mercado financeiro sobre as decisões das empresas não-financeiras, como a Vale. Isto porque a precificação das ações pelo mercado financeiro (de capitais) está associada aos resultados financeiros da empresa e à adoção da estratégia de MVA. Portanto, a junção de interesses de gestores (diretores) e acionistas (e credores) reforçam a adoção da estratégia de MVA e de suas remunerações, em detrimento dos interesses dos demais atores (funcionários, fornecedores e governo) e da sociedade em geral.

Como observaram Belluzzo & Sarti (2019), desde sua privatização, as ações da empresa se valorizaram 10 vezes mais que a média das demais ações do Ibovespa. O gráfico 7 permite observar a expressiva valorização das ações da Vale no período 2016-2018 de intensificação da estratégia de MVA. O preço das ações da Vale quase quintuplicou de valor (+473%), enquanto o índice Bovespa pouco mais que duplicou (+117%). A evolução exponencial dos preços das ações da Vale no período mais que compensaram as perdas de 61,5% do período 2013-2015 de baixa rentabilidade (gráfico 7).

Gráfico 7. Evolução do Índice de Preços das Ações da Vale e do Ibovespa janeiro de 2013 a dezembro de 2018 (Base janeiro de 2016 = 100)



Fonte: Economática. Elaboração dos autores.

IV. Comentários finais

A adoção da MVA tem se generalizado entre as grandes corporações globais. Estudos e relatórios de pesquisa recentes apontam que as grandes corporações têm comprometido parcela significativa dos seus lucros com a distribuição de dividendos e recompras de ações. Os impactos dessa estratégia sobre o padrão de crescimento das empresas e das economias têm gerado um intenso debate acadêmico e no mundo das finanças.

O artigo avaliou a adoção da estratégia de MVA por parte da empresa Vale. Os resultados apontam para uma estratégia bastante agressiva de distribuição de dividendos com impactos negativos sobre os investimentos e os gastos em P&D. Na última década a Vale acumulou lucros da ordem de US\$ 70 bilhões e distribuiu mais de US\$ 40 bilhões em dividendos aos acionistas, o que correspondeu a aproximadamente 60% do lucro líquido acumulado. Além disso, anunciou a recompra de ações no valor de US\$ 6,5 bilhões na última década, incluindo US\$ 1 bilhão em 2018. Essas ações contribuíram para valorizar o preço das ações e reforçar os ganhos dos acionistas.

Mais recentemente, a empresa adotou também uma agressiva política de desalavancagem financeira. A dívida líquida da Vale, que atingiu o patamar de US\$ 25 bilhões em 2016 (US\$ 29 bilhões de dívida bruta), foi reduzida para US\$ 9,6 bilhões em 2018, ou seja, uma amortização de mais de US\$ 15 bilhões em menos de dois anos.

As estratégias de MVA e de desalavancagem financeira tiveram como contrapartida a redução dos investimentos totais, inclusive em segurança e proteção ambiental, apesar das tragédias humanas e ambientais de Mariana e Brumadinho. No último triênio (2016-2018), a empresa investiu uma média anual de US\$ 4,4 bilhões contra US\$ 11,1 bilhões no período 2008-2015. A intensidade média de Capex, medida pela relação entre investimento e receita líquida, reduziu para mais da metade entre os dois períodos (31% para 14%). O mesmo ocorreu com os gastos em P&D. No período 2008-2015, os gastos foram da ordem de US\$ 1 bilhão ao ano, mas foram reduzidos a um terço no último triênio (média anual de US\$ 340 milhões).

Em contrapartida, a alta gerência da empresa tem sido compensada com uma expressiva remuneração variável atrelada à valorização das ações da empresa. Portanto, ao adotar uma estratégia agressiva de maximização do valor de seus acionistas, que compromete e/ou limita seus investimentos e que reduz as transferências de renda à sociedade, a Vale deixa de contribuir para o desenvolvimento do país e se limita ao enriquecimento de seus acionistas e gestores.

O caso da Vale não é um caso isolado. As pressões para a geração de maiores lucros para serem distribuídos como dividendos e/ou utilizados para recompra de ações, visando a elevação do preço das ações e o aumento da remuneração dos acionistas, reduzem o horizonte de planejamento e de retorno do capital investido, com impactos importantes sobre o desempenho das empresas e para a economia em geral. A participação de investidores institucionais na estrutura proprietária das empresas fortalece essa pressão.

V. Referências bibliográficas

- Aglietta, M. (2000). Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society*, vol.29 n.1 fev.
- Belluzzo, L.G. & Sarti, F. (2019). Vale: uma empresa financeirizada. *Observatório da Economia Contemporânea. Le Monde Diplomatique*, fevereiro de 2019.
- Braga, J.C.S. (1997). “Financeirização Global”. In Tavares, M. C. e Fiori, J. L. *Poder e Dinheiro*. Rio de Janeiro: Vozes., p. 195 a 211
- Chandler Jr., A. (1990) *Scale and Scope*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Crotty, James (2003). *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era*. Political Economy Research Institute PERI. University Massachusetts Amherst.
- Crotty, James, (2002) *The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of Nonfinancial Corporations in the neoliberal era*. PERI Working paper, n. 44.

- Durand, C. & Milberg, W. (2018). Intellectual Monopoly in Global Value Chains. Working Paper, 07/2018, Department of Economics, The New School for Social Research.
- FMI (2018). Global Debt Database: Methodology and Sources. Editores Samba Mbaye; Marialuz Moreno Badia; Kyungla Chae, maio de 2018.
- FMI (2019). Global Financial Stability Report. Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle. abril, 2019
- Fox, Justin (2009). O Mito dos Mercados Racionais: uma história de riscos, recompensas e decepção em Wall Street. Editora BestSeller
- IBGC (2018). Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Pesquisa. Remuneração dos Administradores. 6ª Edição.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M. (1986), 'Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,' American Economic Review, 6(2), 323–329.
- Jensen, M. (1998) O eclipse do grupo empresarial de capital aberto. In Montgomery, C. e Porter, M.(orgs.) Estratégia. Rio de Janeiro: Campus:
- Lazonick, W. and Mazzucato, M (2013). The Risk-Reward Nexus in the Innovation-Inequality Relationship Who Takes the Risks? Who Gets the Rewards? FINNOV Discussion Paper, Spring 2013
- Lazonick, W. e O'Sullivan, M (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, Economy and Society, vol.29 n.1.
- Lazonick, W. (2018). Innovation and Competition in the Global Economy. Apresentação no seminário Rethinking Development in a World in Transition ECLAC Santiago August 27, 2018.
- Lazonick, W. (2013). The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained. Seattle University Law Review, 36(2), 857–909.
- Lazonick, W. (2006) Corporate Governance, innovative enterprise and economic development. UNU/WIDER, research paper n. 2006/71
- Mazzucato, M. (2014). O Estado Empreendedor: desmascarando o mito do setor público versus setor privado. Editora Schwarcz Portfolio-Penguin. 1ª Edição.
- Mazzucato, M. (2013). Financing innovation: creative destruction vs. destructive creation. Industrial and Corporate Change, Volume 22, Number 4, pp. 851–867
- Milberg, W. (2007) Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining U.S. Financialization with Global Value Chains. SCEPA working paper, 2007-9
- Milberg, W. & Winkler, D. (2009). Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA. Cambridge Journal of Economics 2009, 1 of 19.
- PWC (2018) Global-Innovation 1000. What the Top Innovators Get Right, outubro de 2018.
- Serfati, C. (1998). O papel ativo dos grupos predominantemente industriais na financeirização da economia. In Chesnais, F. (org.) (1998). A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos. Cap.5 (141:182).

- Serfati, C. (2011). Transnational corporations as financial groups. *Work Organisation, Labour & Globalisation* vol. 5, no. 1 (summer 2011), pp. 10-38
- Serfati, C. Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation. (2008). *Journal of Innovation Economics*. N. 2. Vol.2
- Unctad (2018). World Investment Report 2018. Investment and New Industrial Policies.
- Vitali, S; Glattfelder, J.B. & Battiston, S. (2011). The network of global corporate control. V.2 sep, 2011
- Yardeni Research (2018). Stock Market Indicators: S&P 500 Buybacks & Dividends. July 2018.
- Yardeni Research (2019). Stock Market Indicators S&P 500 Yields: Earnings, Dividends, & Buybacks. Março 2019.