

Aldo Musacchio e Sergio G. Lazzarini

**REINVENTANDO O
CAPITALISMO DE ESTADO**

O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países

TRADUÇÃO

Afonso Celso da Cunha Serra



Copyright © 2014 by the President and Fellows of Harvard College Published by arrangement with Harvard University Press

A Portfolio-Penguin é uma divisão da Editora Schwarcz s.a.

Grafia atualizada segundo o Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa de 1990, que entrou em vigor no Brasil em 2009.

PORTFOLIO and the pictorial representation of the javelin thrower are trademarks of Penguin Group (USA) Inc. and are used under license. PENGUIN is a trademark of Penguin Books Limited and is used under license.

TÍTULO ORIGINAL Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond
CAPA Robinson Friede
FOTO DE CAPA Cássio Vasconcellos/ #SambaPhoto
PREPARAÇÃO Luciana Araujo
ÍNDICE REMISSIVO Probo Poletti
REVISÃO Marise S. Leal, Ana Maria Barbosa e Adriana Bairrada
REVISÃO TÉCNICA João Mancel P. de Mello e Vinicius Carrasco

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Musacchio, Aldo

Reinventando o capitalismo de Estado : o Leviatã nos negócios : Brasil e outros países / Aldo Musacchio e Sergio G. Lazzarini; tradução Afonso Celso da Cunha Serra — 1ª ed. — São Paulo : Portfolio-Penguin, 2015.

Título original: Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond.

ISBN 978-85-8285-004-6

1. Brasil – Condições econômicas 2. Brasil – Condições sociais 3. Brasil – Política econômica 4. Capitalismo 5. Economia I. Lazzarini, Sergio G.

II. Título.

14-09452

CDD-330.15

Índice para catálogo sistemático:

I. Capitalismo : Economia 330.15

[2015]

Todos os direitos desta edição reservados à

EDITORA SCHWARCZ S.A.

Rua Bandeira Paulista, 702, cj. 32

04532-002 — São Paulo — SP

Telefone (11) 3707-3500

Fax (11) 3707-3501

www.portfolio-penguin.com.br

atendimentoaoleitor@portfoliopenguin.com.br

SUMÁRIO

Introdução 9

I. A reinvenção do capitalismo de Estado no mundo

1. Ascensão e queda do Leviatã como empreendedor 35
2. Visões sobre o capitalismo de Estado 74

II. O Leviatã como empreendedor e como investidor majoritário no Brasil

3. Evolução do capitalismo de Estado no Brasil 103
4. O Leviatã como gestor: São importantes os CEOs de empresas estatais? 142
5. A queda do Leviatã como empreendedor no Brasil 168
6. Domando o Leviatã? Governança em empresas petrolíferas estatais 193

III. O Leviatã como investidor minoritário

- 7. O Leviatã como acionista minoritário 229
 - 8. A tentação do Leviatã: O caso Vale 254
 - 9. O Leviatã como prestador: Bancos de desenvolvimento e capitalismo de Estado 271
 - 10. O Leviatã como prestador: Política industrial versus política partidária 300
- Conclusão e ensinamentos 322
- Agradecimentos 341
- Notas 345
- Índice remissivo 391

INTRODUÇÃO

EM MAIO DE 2007, a JBS, empresa brasileira até então relativamente desconhecida, adquiriu a Swift & Co por 1,4 bilhão de dólares e, de uma hora para a outra, tornou-se a maior processadora de carnes do mundo. Dois anos depois, em setembro de 2009, a JBS fez outra manobra surpreendente ao adquirir a Pilgrim's Pride, tradicional processadora de carnes americana, por 2,8 bilhões de dólares. Onde uma empresa brasileira mais ou menos desconhecida teria obtido os fundos necessários para financiar essas aquisições? A resposta é simples. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — empresa pública federal brasileira, conhecida como BNDES — escolheu a JBS como “campeã nacional” e concedeu-lhe financiamento para tornar-se ator dominante no mercado global de carne bovina e de frango. Em consequência do investimento de 4 bilhões de dólares na JBS, o BNDES acabou controlando 30,4% da composição acionária da empresa, tornando-se o maior acionista minoritário da Swift e da Pilgrim's Pride.¹ Essas transações, como muitas outras conduzidas por governos e bancos de desenvolvimento em todo o mundo, suscitam questões interessantes. Os governos devem usar bancos de desenvolvimento, como o BNDES, para apoiar empresas privadas? Os

governos devem apoiar empresas privadas, tornando-se acionistas minoritários? Quais são as implicações desses investimentos para as empresas e para os países?

Em julho de 2010, enquanto a história da JBS se desenrolava no Brasil, um consórcio de bancos de investimento no outro lado do mundo lançava a oferta pública inicial (IPO) do Agricultural Bank of China (ABC) nas Bolsas de Valores de Xangai e de Hong Kong. Tradicionalmente, o ABC sempre atuara como “banco político”, ou seja, instituição financeira que emprestava de acordo com os interesses dos líderes do Partido Comunista chinês. Conseqüentemente, em 2008, mais de 25% de seus empréstimos eram considerados de liquidação duvidosa. Para consertar o ABC antes do IPO, o governo socorreu a instituição financeira, limpou seu balanço patrimonial e reformulou seus processos de governança.

O interesse dos investidores foi enorme. Tratava-se do maior IPO do mundo na época. Levantou quase 22 bilhões de dólares em ações — 15% do capital da empresa — e, em dois meses, o valor das ações aumentou em quase 30% em relação ao preço de emissão. Não estava claro, entretanto, se os investidores que compraram as ações sabiam onde estavam entrando. Eles estariam mal orientados? O governo chinês merecia confiança como investidor majoritário?

Em ambos os casos, os investidores se defrontavam com algo que era, sem dúvida, capitalismo de Estado, mas não se podia negar que não era o mesmo capitalismo de Estado com que estavam acostumados. Neste livro, estudamos a ascensão dessas novas formas, em que o Estado trabalha de mãos dadas com os investidores privados em novos arranjos de governança. Definimos capitalismo de Estado como *a influência difusa do governo na economia, seja mediante participação acionária minoritária ou majoritária nas empresas, seja por meio do fornecimento de crédito subsidiado e/ou de outros privilégios a negócios privados*. As novas variedades de capitalismo de Estado diferem dos modelos mais tradicionais, em que os governos são proprietários e gestores de empresas estatais (SOES),² como extensões da burocracia pública. Denominamos esse modelo tradicional *Leviatã como empreendedor*.

Identificamos dois novos modelos de capitalismo de Estado que vão além do modelo de Leviatã como empreendedor. No modelo *Leviatã como investidor majoritário*, assim como no exemplo do Agricultural Bank of China, o Estado ainda é o acionista controlador, mas as empresas estatais apresentam características de governança diferentes que possibilitam a participação de investidores privados. No modelo *Leviatã como investidor minoritário*, o capitalismo de Estado adota forma mais híbrida, em que o Estado renuncia ao controle de suas empresas em favor de investidores privados, mas continua presente, com participações acionárias minoritárias, por meio de fundos de pensão, de fundos soberanos e do próprio governo. Neste último modelo, também incluímos a autorização de empréstimos a empresas privadas por bancos de desenvolvimento e outras instituições financeiras estatais. Em nossa opinião, portanto, o surgimento de campeões nacionais, como a JBS, cuja expansão se baseou em capital subsidiado pelo governo do país de origem, é manifestação do modelo do Leviatã como investidor minoritário.³

Os exemplos do Agricultural Bank of China e da JBS não são exceções curiosas. Conforme alguns cálculos, as empresas sob controle governamental respondem por um quinto do total do valor de mercado das ações negociadas em Bolsas de Valores em todo o mundo.⁴ Na Itália, por exemplo, as empresas estatais listadas em Bolsa (com participação acionária minoritária ou majoritária do governo) respondem por mais de 20% da capitalização do mercado de ações. Na Grécia, a proporção chega a 30%, enquanto nos Países Baixos e na Suécia está mais perto de 5%.⁵ Nos grandes mercados, como Rússia e Brasil, as empresas controladas pelo governo ou em que o Estado tem participação significativa dominam as negociações e respondem por algo entre 30% a 40% da capitalização de mercado. Na China, as empresas em que o governo é acionista controlador respondem por mais de 60% da capitalização do mercado de ações.⁶ Além disso, em nossas análises de empresas estatais em numerosos países emergentes (ver capítulo 1), o modelo do Leviatã como investidor minoritário é predominante, abrangendo cerca de metade das empresas em que o governo tem participação acionária (as demais são estatais com participação acionária majoritária do Estado).

Portanto, é muito provável que os investidores globais pelo menos tenham considerado as empresas estatais como possíveis alvos de investimentos. De fato, nove dos quinze maiores IPOs do mundo entre 2005 e 2012 foram vendas de participações acionárias minoritárias por estatais, a maioria delas de países em desenvolvimento.⁷ Uma das razões pelas quais os investidores não temem comprar esses títulos mobiliários é o fato de os governos dividirem os rendimentos com eles, o que no mais das vezes resulta em retornos mais altos. Por exemplo, de acordo com um relatório do Morgan Stanley, as ações de empresas estatais negociadas nas Bolsas de Valores da Europa, do Oriente Médio, da África e da América Latina, entre 2001 e 2012, “geraram retornos superiores [aos] do benchmark [índices que lhes serviam de referência]”.⁸

Além disso, as empresas que estudamos não são de modo algum pequenas. As estatais, tipicamente, estão entre as maiores companhias abertas dos mercados de ações dos países em desenvolvimento. De fato, as grandes estatais também são algumas das empresas mais lucrativas do mundo. O número de estatais entre as cem maiores empresas da lista da *Fortune* “Global 500”, que classifica as empresas por receita, aumentou de onze, em 2005, para 25, em 2010. Em 2005, não havia estatais entre as dez primeiras colocadas, mas, em 2010, já havia quatro — Japan Port Holding, Sinopec e China National Petroleum (duas petroleiras estatais chinesas), e State Grid (concessionária de serviços públicos chinesa).⁹

Muitos observadores, no entanto, veem com apreensão o surgimento de novas formas de capitalismo de Estado. O analista político Ian Bremmer¹⁰ caracteriza esse capitalismo como “um sistema em que o Estado atua no papel de principal ator econômico e usa os mercados basicamente para ganhos políticos”.¹¹ Uma conferência na Harvard Business School, reunindo fundadores e CEOs de algumas das maiores empresas do mundo, identificou o capitalismo de Estado e seu apoio a campeões nacionais como uma das dez mais importantes ameaças ao capitalismo de mercado.¹² Os gestores de empresas privadas não raro se queixam de enfrentar concorrentes que contam com forte apoio ou subsídio dos governos locais.

Embora nem todos os investidores e formuladores de políticas expressem a mesma apreensão,¹³ para muitos as preocupações decorrem da vasta literatura teórica e empírica, mostrando que, *em média*, as empresas estatais são menos eficientes que suas contrapartes do setor privado (ver, a título de revisão, Megginson e Netter, 2001).^{14, 15} Nessa literatura, encontram-se três explicações amplas para a ineficiência da propriedade estatal.¹⁶ De acordo com a *visão de agência*,* as estatais são ineficientes porque seus gestores carecem de incentivos poderosos e de monitoramento adequado, seja dos conselhos de administração, seja do mercado, ou simplesmente porque os gestores, para começar, foram mal selecionados.¹⁷ De acordo com a *visão social*, empresas estatais têm objetivos sociais que às vezes conflitam com a rentabilidade. Por exemplo, podem ser incumbidas de maximizar o emprego ou de abrir unidades de produção deficitárias em áreas pobres.¹⁸ De acordo com a *visão política*, as fontes de ineficiência residem no fato de os políticos usarem as empresas estatais em proveito próprio ou para o benefício de empresários com boas relações políticas. Além disso, os gestores de grandes estatais não sofrem pressão o suficiente para apresentar resultados, pois sabem que o governo os socorrerá se levarem as empresas à falência.¹⁹ A participação do Estado, portanto, alimentaria a “mão espoliadora” prejudicial à eficiência econômica.²⁰

Em contraste, os defensores da *visão de política industrial* veem o investimento do Estado como maneira de promover o desenvolvimento além do que seria possível em condições de livre mercado. Desse ponto de vista, os governos deveriam ajudar as empresas a desenvolver novas capacidades, diminuindo as restrições de capital,²¹ reduzindo os custos de pesquisa e desenvolvimento ou coordenando os recursos e as empresas em busca de novos projetos com maiores efeitos de externalidades

* Problemas de agência podem ocorrer em uma empresa quando há separação entre propriedade e controle, o que implica desalinhamento ou conflito de interesses entre os gestores e os proprietários ou acionistas. (N. E.)

positivas.*²² De acordo com essa visão, a criação de novas capacidades na economia local exige a “mão solidária” do governo para mitigar todos os tipos de falhas de mercado.

O objetivo deste livro não é avaliar o grau de acerto das diferentes visões, tampouco pretende testar se as empresas privadas são mais eficientes que as estatais. O propósito deste livro é compreender (a) como o mundo veio a adotar novas formas de capitalismo de Estado e (b) em que circunstâncias essas novas formas superam alguns dos problemas salientados pela literatura e solucionam insuficiências do mercado que inibem o desenvolvimento. Embora cada capítulo proponha e verifique hipóteses explícitas relacionadas com diferentes visões do papel das empresas estatais, o livro como um todo trata das nuances da intervenção do Estado e das condições que tornam essa atuação mais ou menos eficaz.²³

Além disso, não tentamos argumentar que a privatização não seja política desejável. Achamos, porém, que o retrocesso em relação às privatizações plenas em grandes mercados desenvolvidos e em desenvolvimento torna relevante o estudo de novas formas de capitalismo de Estado. Isto é, mesmo que as novas formas de propriedade estatal que estudamos sejam uma segunda melhor solução [*second-best*], elas em geral são soluções politicamente aceitáveis. Nos mercados emergentes, os governos depararam com forte oposição política a programas de privatização abrangentes. Shirley²⁴ mostra que, na América Latina, a rejeição popular à privatização aumentou entre a década de 1990 e começo da década de 2000. Nos países do BRIC, os programas de privatização quase pararam no Brasil e na Índia e vêm prosseguin-

* Uma atividade gera externalidades positivas quando seus benefícios sociais vão além dos benefícios gerados para os agentes que desempenham essa atividade. É o caso de pesquisa e desenvolvimento que induzem inovações. Por exemplo, uma inovação produzida por uma empresa do setor A pode beneficiar empresas do setor B, e os retornos sociais associados à inovação (os benefícios líquidos da empresa do setor A, que promoveu a inovação, e os benefícios gerados para as empresas do setor B, que utilizarão a inovação) são maiores que o retorno privado, isto é, que os benefícios líquidos gerados pela empresa do setor A. (N. E.)

do em ritmo gradual na China e na Rússia, com esses governos agora preferindo privatizar apenas pequena parcela do capital próprio de suas grandes estatais.

Por fim, tampouco argumentamos que as novas variedades de capitalismo de Estado são *universalmente* melhores que as anteriores. Ressaltamos que as novas variedades também têm limites quando se trata de refrear a tentação do governo de intervir politicamente nas empresas. No modelo em que o Leviatã é investidor majoritário, por exemplo, o governo ainda é investidor controlador e, na falta de freios e contrapesos, pode ser levado a intervir em setores estratégicos, como energia, mineração e serviços de utilidade pública. No modelo em que o Leviatã é acionista minoritário, os investimentos de capital próprio ou as concessões de empréstimos podem na verdade beneficiar capitalistas com ligações políticas em vez de empresas com restrições financeiras.

A reinvenção do capitalismo de Estado

Como evoluíram as novas formas de capitalismo de Estado nos últimos anos? Para alguns observadores, a ascensão do capitalismo de Estado ao proscênio dos mercados globais é consequência da crise financeira global que começou em 2008. Bremmer,²⁵ por exemplo, vê a crise como um abalo que levou ao ressurgimento alarmante do capitalismo de Estado. Parte da preocupação decorre do fato de que, mesmo numa economia liberal como a dos Estados Unidos, a crise levou o governo a socorrer empresas como a General Motors e a AIG, um grande grupo segurador, tornando-se acionista minoritário daquela e acionista majoritário desta. Como mostram os exemplos do Agricultural Bank of China e da JBS, contudo, o capitalismo de Estado estava vivo e ativo — e até em expansão — *antes* da crise.²⁶ Empresas de propriedade estatal e operadas pelo governo foram privatizadas em massa nas décadas de 1980, 1990 e no começo da década de 2000, mas a participação e a influência do Estado nessas empresas prosseguiu.

O capitalismo de Estado atingiu o auge na década de 1970, quando os governos europeus estatizaram grande número de empresas. Mais ou menos na mesma época, os governos de países em desenvolvimento estatizaram empresas ou criaram dezenas ou centenas de novas empresas, passando à condição de proprietários desses empreendimentos. Em consequência, no final da década de 1970, a produção das estatais como proporção do PIB alcançou 10% em economias mistas e quase 16% nos países em desenvolvimento.

Em seguida, entre os anos 1970 e a virada para o século XXI, os governos mudaram a maneira como controlavam e gerenciavam as empresas. Na década de 1980, os governos e as agências multilaterais fizeram experiências de reformas nas estatais como meio para atenuar as dificuldades financeiras com que defrontavam as empresas e os próprios Estados. As autoridades públicas tentaram mudar a governança, estabelecer contratos de desempenho com as empresas e com os gestores e desenvolver programas de treinamento para os seus executivos.²⁷

Esses esforços, porém, foram inúteis, e o custo político da privatização começou a parecer pequeno em comparação com as perdas que afligiam as empresas estatais. Por exemplo, em consequência dos choques do petróleo da década de 1970 e do aperto de liquidez do começo da década de 1980, as estatais de todo o mundo incorreram em perdas médias equivalentes a 2% do PIB, cifra que alcançava 4% nos países em desenvolvimento.²⁸ Esses prejuízos por fim se converteram em déficits nos orçamentos nacionais, que acabaram explodindo quando as taxas de juros dispararam nos Estados Unidos, em 1979, e depois que os mercados de empréstimos se fecharam para os países em desenvolvimento na esteira do calote da dívida do México, em 1982.²⁹ Finalmente, em consequência desses choques macroeconômicos e da queda do bloco socialista, os governos acabaram privatizando milhares de empresas,³⁰ abrindo suas economias para o comércio internacional e, aos poucos, desmantelando os controles de capital.

No entanto, como a privatização desenfreada envolvia altos custos políticos, algumas estatais foram privatizadas apenas em parte. Em todo o mundo, os governos se tornaram acionistas controla-

dores ou investidores minoritários de grande número e de grande variedade de empresas, como se vê com clareza no estudo de Bortolotti e Faccio³¹ sobre empresas estatais nos países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), assim como nas evidências que apresentamos no capítulo 1 referentes a amostra mais ampla de países. Por volta de 2005, enquanto países como Austrália, Áustria, Bélgica, Chile, Dinamarca, Nova Zelândia, Eslovênia e Reino Unido possuíam menos de cinquenta estatais controladas pelo governo, outros países como Canadá, Finlândia, França, Grécia, Itália, Israel, Noruega e Suécia tinham de cinquenta a cem. República Tcheca, Alemanha, Coreia, México, Polônia e Espanha, por sua vez, tinham mais de cem dessas empresas. Relatório mais recente da OCDE³² descobriu que as empresas estatais tinham capital próprio total de 1,4 trilhão de dólares, do qual 61% era representado por companhias em que o governo detinha participações minoritárias. Mercados emergentes, como Rússia e China, tinham milhares de estatais, e outros como Brasil, Índia, Polônia e África do Sul tinham mais de duzentas estatais, no nível federal, e muitas outras nos três níveis: federal, estadual ou municipal.

Portanto, a organização do capitalismo de Estado e da propriedade estatal que observamos na virada para o século XXI é o desfecho de um longo processo de mudança, com a adoção gradual do que se aprendeu ao longo de trinta anos de pesquisas sobre governança e teorias de agência,³³ e após muitas décadas de experimentação com reformas de estatais e privatizações plenas e parciais.*³⁴

Estamos conscientes de que, no passado, a composição acionária das empresas estatais nos Estados Unidos e na Europa em geral incluía governos na condição de minoritários.³⁵ No século XXI, entretanto, as estruturas de propriedade de muitas estatais se ajustaram a regras mais

* As teorias de agência estudam mecanismos que têm por objetivo mitigar problemas relacionados ao desalinhamento de interesses entre um principal (por exemplo, o conselho de administração de uma empresa) e agentes que tomam decisões em seu nome (como os gestores da empresa). (N. E.)

rigorosas de governança e a exigências mais severas para a listagem das empresas em Bolsas de Valores.

Novas variedades de capitalismo de Estado

Nossa conceituação de novas formas de capitalismo de Estado, portanto, é cheia de nuances para evitar as visões dicotômicas que permeiam parte da literatura. Bremmer³⁶ trata o capitalismo de Estado como modelo geral de capitalismo, imbricado com uma forma idealizada de economia de mercado liberal em que o governo não intervém na direção das empresas nem na alocação do crédito. Para nós, há mais tons de cinza entre os extremos. Ampliamos, portanto, o espectro da intervenção do Estado para incluir não só o modelo em que o Leviatã é empreendedor — controlando e gerenciando as empresas estatais³⁷ —, mas também os modelos em que o Leviatã é investidor majoritário ou investidor minoritário (ver figura 1).³⁸

Figura 1. Variedades de capitalismo de Estado: Modelos de organização alternativos



No modelo do *Leviatã como investidor majoritário*, o governo converte em empresa ou lista em Bolsa de Valores empreendimentos públicos ou estatais. Essa é uma forma de privatização parcial em que o Estado retém o controle acionário enquanto atrai investidores privados minoritários. Embora haja amplas variações na configuração de governança dessas empresas, as estatais de capital aberto tendem, em geral, a ter relativa autonomia financeira, gestão profissional, conselhos de administração com alguns membros independentes e auditoria das demonstrações financeiras por auditores independentes. Em alguns casos, os governos exercem o controle como investidores majoritários por meio das denominadas empresas holding de propriedade estatal (SOHCS) — estruturas de propriedade piramidais em que o governo é proprietário majoritário da empresa, que, então, detém participações majoritárias ou minoritárias no capital próprio de outras empresas.³⁹

Os governos também podem influenciar indiretamente a economia, atuando como acionista minoritário e fornecedor de empréstimos de empresas privadas. Esse é o modelo que denominamos *Leviatã como investidor minoritário*. Trata-se de capitalismo de Estado mais matizado e híbrido em que participantes privados gerenciam a empresa que o governo deseja apoiar com recursos financeiros. Em nossa opinião, esse modelo de capitalismo de Estado está menos sujeito aos problemas de agência e às injunções sociais que afligem as empresas sob a propriedade e o controle integral do governo. Além disso, a intervenção política também deve ser baixa ou mínima (embora presente) nessa forma de propriedade estatal.⁴⁰

A participação minoritária do Estado em empresas é fenômeno crescente em todo o mundo. Argumentamos que vários são os canais pelos quais os Estados atuam como acionistas minoritários, como manter diretamente ações residuais em empresas parcialmente privatizadas e usar empresas holding de propriedade estatal para manter participações minoritárias em várias empresas controladas por investidores privados. Nesse modelo, os governos também usam bancos de desenvolvimento, fundos soberanos (SWFs) e outros fundos controlados pelo Estado (como fundos de pensão e seguradoras) para emprestar ou investir em empresas privadas. Na Índia, por exemplo, a Life Insurance

Corporation praticamente atua como empresa holding do governo com investimentos em torno de 50 bilhões de dólares em setembro de 2011. No Brasil, como mostra o exemplo da JBS, o BNDES injetou dinheiro ativamente em empresas locais.

Para resumir as diferenças entre os vários modelos de capitalismo de Estado, a tabela 1 explica as principais fontes de ineficiência em empresas estatais, de acordo com a visão de agência, com a visão social e com a visão política de como essas falhas poderiam ser abordadas pelo Leviatã nos modelos de investidor majoritário e de investidor minoritário.

Somos, no entanto, cautelosos porque, mesmo que esses novos modelos de capitalismo de Estado tenham melhorado os incentivos e o monitoramento dentro da empresa e, em alguns casos, tenham blindado as estatais contra interferências políticas diretas, os governos ainda podem intervir e, em alguns casos, de fato intervêm. Esses novos modelos têm seus limites e, em alguns casos, podem entrar em colapso quando a tentação do governo para intervir se torna irresistível, por exemplo, durante grave crise econômica ou antes de eleição muito acirrada. Como analisamos em todo o livro, reduzir a intervenção política no modelo em que o governo é acionista majoritário ou reduzir os problemas de agência no modelo em que é acionista minoritário dependerá não só da garantia de observância, no âmbito privado, dos direitos dos investidores (por exemplo, com base nos próprios estatutos da empresa e por meio da capacidade dos mercados de ações e das agências de *rating* de evitar abusos contra os acionistas minoritários), mas também das proteções legais e regulatórias que atam as mãos do governo e evitam interferências discricionárias.

Nos dois últimos capítulos do livro, atentamos para além do envolvimento do governo como acionista majoritário ou minoritário a fim de examinar os casos em que os governos usam bancos de desenvolvimento de propriedade estatal para oferecer às empresas privadas empréstimos subsidiados a longo prazo. Os bancos de desenvolvimento, em especial, são veículos importantes, e pouco estudados, de participação minoritária do Estado. Essas instituições devem ser intermediários financeiros relativamente autônomos, especializados em prover crédito de longo

Tabela 1. Teorias das eficiências e ineficiências das empresas estatais

Teoria da ineficiência da empresa estatal	O Leviatã como empreendedor (isto é, proprietário e gestor)	O Leviatã como investidor majoritário	O Leviatã como investidor minoritário
Visão social	Duplo resultado (por exemplo, maximização do lucro juntamente com outros objetivos sociais, como inflação baixa ou emprego alto).	Maximização do valor para os acionistas suscetível de interferências políticas, se a empresa não estiver isolada. Probabilidade de conflitos se a busca da lucratividade pelos acionistas minoritários se chocar com a busca de objetivos sociais e políticos pelos governos.	Maximização do valor para os acionistas. Minimização da intervenção do governo em busca de objetivos sociais (exceto nos casos em que os governos retem capacidade de intervenção residual).
	Horizonte de longo prazo; governo como investidor paciente que tolera perdas.	Probabilidade de objetivos de mais curto prazo: os mercados geralmente são impacientes com os prejuízos; as pressões do mercado, no entanto, podem ajudar a evitar pressões de curto prazo resultantes dos ciclos políticos.	Predomínio do curto prazo para agrandar os analistas de mercado e os investidores.
Visão política	Nomeação dos CEOs com base em outros critérios que não o mérito (por exemplo, ligações políticas).	Gestores profissionais, selecionados pelo conselho de administração. O governo exerce forte influência sobre o investidor majoritário.	Gestores profissionais selecionados pelo conselho de administração. A opinião do governo só importa quando ele é acionista importante ou quando entra em conluio com outros acionistas.
	Os governos usam as empresas estatais para atenuar os ciclos econômicos (por exemplo, admitir mais ou demitir menos trabalhadores que o necessário).	O efeito é reduzido se a empresa estiver imune a intervenções políticas.	Pouca interferência política na gestão, a não ser nos setores em que o governo tem a tentação de intervir (por exemplo, setores de recursos naturais) e quando o governo entra em conluio com outros acionistas minoritários.
	Poucas limitações orçamentárias (socorro pelo governo).	Não há risco claro de falência (os governos provavelmente as socorrerão).	Grandes limitações orçamentárias, exceto quando a empresa é escolhida como campeã nacional. Nesse caso pode ser socorrida se for considerada "grande demais ou importante demais para falir".

(continua)

Tabela 1. (continuação)

Teoria da ineficiência da empresa estatal	O Leviatã como empreendedor (isto é, proprietário e gestor)	O Leviatã como investidor majoritário	O Leviatã como investidor minoritário
Visão de agência	Os gestores têm poucos incentivos.	<p data-bbox="344 591 438 973">Maior probabilidade de remuneração por desempenho, de bônus e de opções sobre ações (os incentivos talvez não sejam tão poderosos quanto os de empresas privadas).</p> <p data-bbox="467 591 585 973">Os preços das ações e os índices financeiros funcionam como critérios de avaliação do desempenho. A satisfação e o feedback dos clientes atuam como indicadores de qualidade dos bens e/ou serviços.</p>	Incentivos poderosos.
	Difícil avaliar o desempenho (os indicadores financeiros não são suficientes, não é fácil medir os objetivos sociais e políticos).		Preços das ações e índices financeiros como principais critérios de avaliação do desempenho.
	Mau monitoramento: inexistência de conselho de administração (cujas funções são exercidas pelos ministros) ou predomínio de conselho de administração constituído com base em critérios políticos (poucos freios e contrapesos).	Conselho de administração com alguns membros independentes e alguns nomeados políticos; dependendo dos números, talvez promova o equilíbrio de forças entre o governo e o CEO. O governo, porém, pode cooptar membros do conselho de administração.	O conselho de administração atua como <i>principal</i> do CEO, enquanto este exerce suas funções como agente daquele (monitoramento/punição; a eficácia pode variar).
	Não há punição clara para os gestores que apresentam mau desempenho.	Os conselhos de administração podem demitir gestores com mau desempenho.	O conselho de administração pode demitir gestores com mau desempenho.
	Falta de transparência: informações financeiras incompletas.	Melhoria da transparência; em vários casos, as demonstrações financeiras seguem normas de contabilidade nacionais ou internacionais.	Melhoria da transparência; na maioria dos casos, as demonstrações financeiras seguem normas de contabilidade nacionais ou internacionais.

prazo, geralmente subsidiado, para promover a industrialização ou financiar projetos de infraestrutura.⁴¹ No entanto, as implicações dessa atuação dos bancos de desenvolvimento em termos de comportamento e de desempenho têm sido negligenciadas na literatura, embora existam 286 bancos de desenvolvimento operando em 117 países, alguns deles muito grandes, com boa saúde financeira (como o KfW, da Alemanha; o Korea Development Bank; e o BNDES, do Brasil). Em contraste, dispõe-se de vasta literatura que mostra como bancos *comerciais*, de propriedade estatal, não funcionam bem por terem objetivos sociais e políticos que os impedem de tornar-se lucrativos.^{42, 43} Não examinamos minuciosamente os bancos comerciais neste livro, porque eles se concentram principalmente no fornecimento de crédito para famílias e de capital de giro para empresas. Estamos interessados, isto sim, na análise dos bancos de desenvolvimento, que concedem empréstimos de longo prazo para promover a industrialização ou para construir a infraestrutura, razão por que tendem a associar-se intimamente ao processo de desenvolvimento econômico.⁴⁴

O Brasil como estudo de caso

Embora apresentemos uma análise geral das novas formas de capitalismo de Estado, grande parte de nossos estudos empíricos minuciosos sobre suas implicações se baseia em dados do Brasil, no nível de empresas. Duas são as razões pelas quais achamos que o Brasil é um bom contexto em que se pode estudar a evolução do capitalismo de Estado. Primeiro, a ascensão do capitalismo de Estado no Brasil é semelhante ao que ocorreu em outros países do mundo ocidental e no Leste Asiático não comunista, onde, parte por acaso e parte de propósito, os governos acabaram controlando e gerenciando centenas de empresas entre as décadas de 1960 e 1980.⁴⁵ Portanto, usamos o caso do Brasil para mostrar como os acontecimentos externos resultaram em transformações na maneira como os governos intervieram na gestão e na propriedade das empresas, culminando com grande desmantelamento do Leviatã como modelo de empreendedorismo.

Segundo, o Brasil teve e ainda tem todos os diferentes modelos de capitalismo de Estado que queremos estudar e dispõe de dados acumulados ao longo de décadas sobre o funcionamento dessas formas. Por meio de ampla variedade de arquivos públicos e privados, conseguimos compilar bancos de dados minuciosos com diversas variáveis financeiras para estudar o desempenho das maiores empresas estatais e privadas do Brasil entre 1973 e 2009.

Com esses dados fecundos sobre as empresas brasileiras, testamos uma série de hipóteses específicas relacionadas com o estudo. Por exemplo, comparamos o comportamento de empresas privadas e estatais antes e depois dos choques de 1979-82 e mostramos que as estatais ajustaram os níveis de emprego com mais lentidão e, portanto, enfrentaram maiores prejuízos ao longo da década de 1980. Ou seja, usamos o caso detalhado do Brasil para argumentar que a grande crise do Leviatã como modelo de empreendedorismo aconteceu em grande parte porque as empresas estatais não conseguiram ajustar-se aos choques drásticos das décadas de 1970 e 1980, e, portanto, sangraram continuamente as finanças do governo.

Além disso, usamos o caso brasileiro para descrever as mudanças introduzidas na governança das estatais, especialmente depois da década de 1990. Pesquisas como as de Bortolotti e Faccio⁴⁶ e da OCDE⁴⁷ mostram como os governos se mantiveram como acionistas majoritários ou minoritários depois das privatizações da década de 1990. Esses estudos, contudo, não examinam os arranjos de governança corporativa dentro das estatais. Consideramos importante examinar como os arranjos de governança mudaram. Com efeito, achamos que as prescrições normativas decorrem do exame dos estatutos que tornaram as empresas estatais menos propensas a problemas de agência ou a intervenções políticas. No capítulo 3, mostramos detalhadamente a transformação da governança nas estatais em que o governo brasileiro é acionista majoritário, e, no capítulo 6, realizamos estudos ainda mais detalhados dos arranjos de governança pela empresa petrolífera nacional, a Petrobras, em comparação com outras empresas petrolíferas nacionais em todo o mundo.

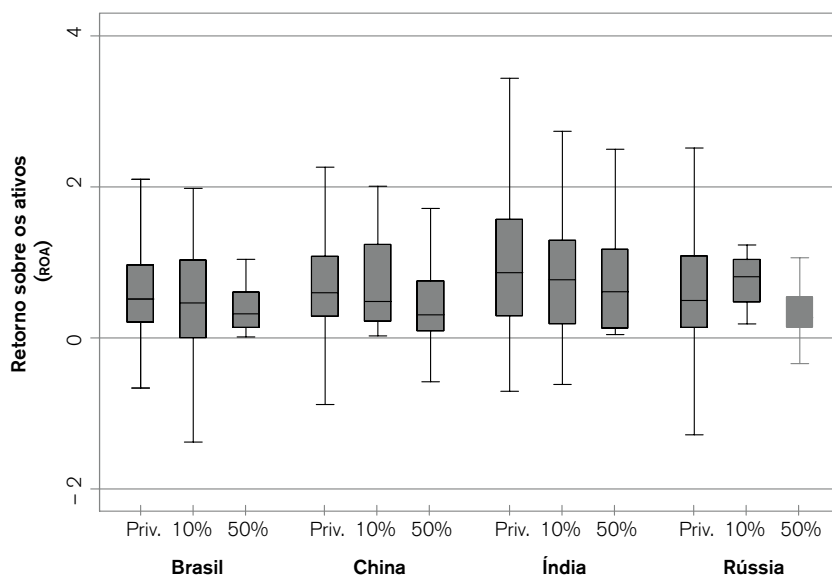
O caso brasileiro também oferece insights singulares sobre o modelo em que o Leviatã é investidor minoritário. A grande relevân-

cia do BNDES na economia brasileira oferece um caso fecundo para estudar os bancos de desenvolvimento e seu papel como veículos de investimento do Estado na forma de participações acionárias minoritárias em empresas privadas. Portanto, com base em dados minuciosos sobre investimentos não majoritários do BNDESPAR (o braço de investimentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES), entre 1995 e 2009, fizemos estudos empíricos sobre o impacto dessas operações no comportamento das empresas. Ao examinar como o BNDES seleciona as empresas-alvo e o efeito de seus empréstimos nas empresas receptoras, em termos de desempenho e investimentos, analisamos de que maneira o Leviatã pode atuar como prestador.

Nosso argumento geral

Nosso livro expõe três argumentos gerais. Primeiro, sustentamos que os governos aprenderam que precisam de esquemas de propriedade e de regimes de governança mais sustentáveis para as empresas estatais. Nossa narrativa histórica sustenta que, em consequência da crise de fins dos anos 1970 e princípios dos 1980, o modelo de propriedade e gestão das estatais pelo governo tornou-se muito ineficiente e converteu-se em ônus para as finanças públicas. Os governos reestruturaram seus portfólios de empresas, privatizaram aquelas em que não tinham razão política para operar e mudaram a estrutura societária de muitas nas quais realmente queriam manter participação (por exemplo, empresas estratégicas, com altas rendas oriundas de petróleo, minérios e serviços de utilidade pública). Alguns Estados, entretanto, concluíram que, a fim de desenvolver modelos mais sustentáveis para essas empresas, precisavam envolver o setor privado no monitoramento e financiamento das estatais, assim como no compartilhamento dos prejuízos desses empreendimentos. Isso significava que o Estado tinha de dividir a gestão e as rendas.

Figura 11. Comparação do desempenho de empresas privadas e de empresas com 10% a 50% de participação estatal nos países do BRIC, com base no retorno sobre os ativos, 2007-9



FONTE: Criada pelos autores com base em dados da Capital IQ. Esses dados resumem o desempenho das empresas estatais e das empresas privadas entre as 125 maiores empresas com ações negociadas em Bolsas de Valores do Brasil, da Rússia, da Índia e da China.

OBSERVAÇÃO: O gráfico exclui valores externos.

Segundo, em vez de debater o que é melhor, se a propriedade estatal ou a privada, sugerimos que há grande heterogeneidade em cada modelo. Em outras palavras, parte de nosso argumento é que a amplitude das variações não permite generalizações. Admitimos, contudo, que as empresas estatais mal gerenciadas estão sujeitas a interferências políticas, mas também encontramos muitas estatais nas quais, depois de mudanças em suas práticas de governança, os governos atuam como investidores, não como gestores. Também são muitos os casos de propriedade estatal minoritária que efetivamente ajudam as empresas a desenvolver novos projetos lucrativos, ao lado de outros de apoio injustificável a campeões nacionais com ligações políticas. Ver, por exemplo, na figura 11, a ampla variação de desempenho em empresas privadas e em empresas nas quais o governo é acionista majoritário ou minori-

tário. Em síntese, qualquer tentativa genérica de afirmar se a propriedade estatal é boa ou má não capta necessariamente os matizes e as modulações das formas organizacionais que emergem da reinvenção do capitalismo de Estado documentada neste livro. Empreendemos basicamente um esforço de descoberta, nas estatais, das fontes de heterogeneidade no nível da empresa.

Terceiro, argumentamos que os novos modelos de propriedade estatal, que denominamos Leviatã como investidor majoritário e Leviatã como investidor minoritário, serão mais ou menos eficazes em decorrência de numerosas condições que esmiuçamos ao longo do livro e resumimos na conclusão. Por exemplo, se a privatização total de uma estatal não for possível, o governo pode — e deve — pelo menos melhorar os mecanismos de proteção da governança para mitigar problemas de agência e de intervenção política. Sustentamos que os novos modelos de propriedade estatal serão mais eficazes quando se associarem a arranjos de governança que impeçam práticas abusivas pelos acionistas controladores — não só quando o governo é investidor majoritário, mas também quando é investidor minoritário e os acionistas privados são capazes de desviar fundos da empresa. Assim, em nossa opinião, ao adotar o modelo em que o Leviatã é investidor minoritário, os governos devem mirar empresas privadas com boa governança e severas restrições financeiras. Com o passar do tempo, à medida que se desenvolvem os mercados de capitais locais, o Estado deve sair progressivamente da empresa, restringindo a participação estatal a casos em que o financiamento de projetos com grandes externalidades positivas é muito arriscado ou árduo demais para ser executado por capitais privados.

Em outros termos, o aspecto contrafactual de nossa defesa do modelo do Leviatã como investidor majoritário é que, sem freios e contrapesos contra os abusos do governo como acionista controlador, até empresas estatais listadas em Bolsas de Valores, com participação acionária privada minoritária, podem acabar tornando-se as estatais ineficientes do passado, com preços controlados, endividamento excessivo e necessidades infundáveis de cobertura de seus prejuízos com recursos públicos. Ou seja, se o governo retira as rendas e transgride a parceria com o

setor privado, é muito possível que assuste os investidores e regrida à situação da década de 1980.

Já o aspecto contrafactual de nossa sustentação do modelo do investidor minoritário é mais complexo. Argumentamos que os investimentos ou empréstimos do governo em empresas com oportunidades de investimento, mas que não têm controle financeiro, não compensarão o custo de oportunidade dos fundos públicos. O governo, portanto, estaria em melhores condições usando seus recursos de investimento para apoiar empresas com controle financeiro e capacidades latentes, em vez de grandes grupos ou campeões nacionais, capazes de financiar os próprios projetos por meio de seus mecanismos de capitalização. Além disso, quando os mercados financeiros são mais desenvolvidos, os investimentos do governo em capital próprio talvez sejam necessários apenas no caso de empresas com projetos complexos, que sejam arriscados ou muito difíceis de ser financiados por intermediários financeiros privados.

Tentamos manter as abordagens metodológica e narrativa do livro tão abrangentes quanto possível para facilitar a conversa com amplo conjunto de setores. Entretanto, fomos tão rigorosos quanto pudemos em nosso trabalho empírico para tentar convencer os céticos de nossos argumentos. Apesar de tudo, é certo que alguns leitores não se deixarão convencer por nosso trabalho estatístico simplesmente porque governos não optam por controlar a propriedade de empresas nem por intervir em empresas privadas de maneira aleatória. Em outras palavras, as análises deste livro não são casuais. Por esta razão, estamos muito conscientes de que nosso trabalho pode padecer de problemas de viés de seleção e que nossos resultados devem ser interpretados com cuidado, uma vez que não estamos tratando de causalidade no sentido mais estrito. Em todos os capítulos que envolvem trabalho estatístico, incluímos uma seção explicativa de como o viés de seleção pode afetar nossos resultados e adicionamos uma série de testes para minimizar essas influências ou, quando possível, para garantir que não nos estão induzindo a essas conclusões. Por exemplo, se estudamos o efeito dos investimentos do governo em capital próprio, no desempenho e nas despesas de capital de empresas privadas, fazemos questão de examinar

que características orientam a seleção de empresas — para descartar a possibilidade de que os governos estejam escolhendo de antemão empresas de alto desempenho. Usamos técnicas de pareamento e outras verificações de robustez para garantir que nossos resultados não sejam impulsionados exclusivamente pelo viés de seleção.

Visão geral do livro

Os primeiros três capítulos desenvolvem nosso argumento de maneira geral, descrevendo a história global do capitalismo de Estado e oferecendo possíveis explicações para as origens e implicações dos novos modelos de capitalismo de Estado. O capítulo 1 é um relato histórico da ascensão, queda e reinvenção do capitalismo de Estado em todo o mundo no século xx. Descrevemos os esforços dos governos da Europa e dos países em desenvolvimento, em várias épocas, para melhorar o desempenho das empresas estatais e enfatizamos a evolução do capitalismo de Estado como processo de aprendizado, de tentativa e erro, e, em grande parte, como resposta a choques econômicos. Terminamos a história com a explicação de como as crises do Leviatã como empreendedor desembocou nas políticas de privatização da década de 1990.

O capítulo 2 revê a literatura e as implicações decorrentes de cada visão das empresas estatais para cada um dos modelos de propriedade que estudamos. As visões são material de construção das hipóteses testáveis apresentadas nos capítulos subsequentes.

No capítulo 3, tomamos o Brasil como estudo de caso. Primeiro narramos com minúcias a história macroeconômica que levou à reinvenção do capitalismo de Estado no país, durante as décadas de 1980 e 1990, e exploramos algumas das variações entre as empresas estatais brasileiras. Também descrevemos a transformação das estatais no Brasil depois do processo de privatização.

No capítulo 4, estudamos os CEOs como fonte de variação no desempenho das SOEs. No modelo Leviatã como empreendedor, os governos tinham poucas alavancas para influenciar o desempenho das empresas estatais. Nessas condições, os governos, portanto, tendiam a substituir

os CEOs sempre que quisessem mudar o desempenho das empresas. Esses esforços, porém, parecem ter sido inúteis, pois mostramos que os CEOs, na verdade, exerciam muito pouca influência sobre o desempenho das estatais, à exceção de altos executivos que frequentaram universidades de elite. Esses CEOs de elite realmente levavam as empresas a apresentar melhor desempenho que a média das empresas estatais.

No capítulo 5, examinamos de que forma o modelo do Leviatã como empreendedor entrou em colapso na década de 1980. Mostramos que as estatais, ao enfrentar choques econômicos, adotam políticas bem diferentes daquelas das empresas privadas. Enquanto estas tendem a demitir trabalhadores para ajustar a capacidade de produção, em face de reduções na demanda agregada (ou seja, reduzem o efetivo de pessoal para melhorar a produtividade e diminuir a produção), as empresas estatais demitem muito menos trabalhadores ou até contratam outros. A literatura que compara empresas estatais e privadas geralmente pressupõe que as diferenças de desempenho entre as duas são sempre amplas. Mostramos que essas diferenças de desempenho eram, na verdade, menores antes da década de 1980 e depois se ampliaram em tempos de dificuldade econômica.⁴⁸

O capítulo 6 examina os arranjos de governança corporativa que os governos adotaram em suas empresas petrolíferas nacionais (*national oil companies* — NOCs) depois de mudanças na estrutura de propriedade para atrair investidores privados minoritários. Estudamos as características básicas da governança em trinta NOCs bem como a extensão em que algumas dessas empresas impuseram algumas restrições importantes ao acionista controlador — o governo. Imergimos, então, em estudo mais detalhado de três petrolíferas nacionais — Pemex, Petrobras e Statoil — e examinamos as relações entre cada governo e a respectiva empresa. Esses casos enfatizam a importância de conferir autonomia financeira aos gestores e, ao mesmo tempo, impor freios e contrapesos ao poder do governo.

O capítulo 7 começa com nosso exame do Leviatã como acionista minoritário. Estudamos, de início, os efeitos dos investimentos minoritários do governo em empresas privadas usando base de dados detalhada dos investimentos em capital próprio do banco de desenvolvimento

nacional do Brasil, o BNDES, entre 1995 e 2009. Consideramos que esses investimentos produziram efeitos positivos entre 1995 e 2002, mas não depois de 2002. Uma de nossas explicações para a falta de impacto positivo após 2002 é que, talvez, o rápido desenvolvimento do mercado de capitais local, depois daquele ano, tornou os empréstimos do governo menos importantes para reduzir as limitações financeiras com que em geral se defrontavam as empresas brasileiras.

O capítulo 8 é um estudo de caso das relações do governo com a Vale, gigante de mineração brasileira, em que o governo do Brasil é investidor minoritário. Analisamos, aqui, os limites do Leviatã como investidor minoritário. Explicamos por que, entre 2009 e 2011, as pressões do governo sobre a Vale para investir em usinas siderúrgicas culminaram com a demissão de um CEO muito bem-sucedido. O capítulo leva adiante nosso estudo das circunstâncias que podem facilitar a intervenção do governo, mesmo quando este é acionista minoritário. Argumentamos que em indústrias com altas rendas econômicas os governos podem recorrer a coalizões com atores quase estatais, como fundos de pensão de empresas estatais, para intervir na administração.

O capítulo 9 introduz a discussão sobre o papel dos bancos de desenvolvimento e apresenta uma narrativa histórica do papel desempenhado pelo BNDES na industrialização do Brasil. Usando dados de 2002 a 2009, o capítulo 10 mostra que o BNDES está emprestando para grandes empresas, que são capazes de obter capital em outras fontes. Também lançamos luz sobre o processo por meio do qual o banco seleciona as empresas-alvo.

A conclusão traz a compilação de algumas lições de nossos estudos. Concentramos o foco numa análise das condições sob as quais cada um dos modelos de capitalismo de Estado é eficaz ou ineficaz. Concluimos com uma seção prática, destinada a políticos e a gestores incumbidos de dirigir empresas, bancos de desenvolvimento e outras organizações estatais.