



PoEMAS

# Versos

Textos para Discussão

PoEMAS

A nova governança corporativa da Vale S.A.: um percurso político em direção à *“true corporation”*

Rodrigo Salles Pereira dos Santos

2017

v. 1

n. 4

# Versos

## Textos para Discussão PoEMAS

### Equipe

Bruno Milanez (Universidade Federal de Juiz de Fora)

Luiz Jardim de Moraes Wanderley (Universidade do Estado do Rio de Janeiro)

Maíra Sertã Mansur (Universidade Federal do Rio de Janeiro)

Raquel Giffoni Pinto (Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Rio de Janeiro)

Ricardo Junior de Assis Fernandes Gonçalves (Universidade Estadual de Goiás)

Rodrigo Salles Pereira dos Santos (Universidade Federal do Rio de Janeiro)

Tádzio Peters Coelho (Universidade do Estado do Rio de Janeiro)

#### Como citar:

Santos, R. S. P. (2017) A nova governança corporativa da Vale S.A.: um percurso político em direção à “*true corporation*”. *Versos - Textos para Discussão PoEMAS*, 1(4), p. 1-20.

ISSN: 2526-9658

### Versos

Versos se propõe a trazer textos analíticos que debatam, a partir da perspectiva das ciências humanas, diferentes aspectos do setor extrativo mineral. Esta iniciativa busca estimular a discussão crítica sobre o papel deste setor no desenvolvimento local, regional e nacional no contexto brasileiro.

### PoEMAS

O grupo de pesquisa e extensão Política, Economia, Mineração, Ambiente e Sociedade (PoEMAS) é um grupo multidisciplinar e interinstitucional formado por acadêmicos que se propõem a refletir sobre as múltiplas interfaces entre o setor extrativo mineral e a sociedade.

Maiores informações:  
<http://www.ufjf.br/poemas/>  
<https://www.facebook.com/grupoPoEMAS/>

# A nova governança corporativa da Vale S.A.: um percurso político em direção à “*true corporation*”<sup>1 2</sup>

Rodrigo Salles Pereira dos Santos <sup>3</sup>

## Resumo

O artigo tem como objetivo analisar a proposta de uma ‘nova governança corporativa’ da Vale S.A. a partir das dimensões das estruturas de propriedade e controle, e de governança. Esta análise se articula à reorientação recente de sua estratégia corporativa desde fins do superciclo das *commodities* minerais (2011) em face de pressões econômicas e políticas nos âmbitos: i. interno, relacionado à micropolítica da corporação e; ii. externo, determinado pela financeirização. A análise realizada sugere que o aguçamento da estrutura de pressões externas impulsionou uma resposta estratégica pragmática da corporação, que tende a reduzir a influência dos agentes políticos externos e mesmo a autonomia dos agentes econômicos internos à Vale em favor do disciplinamento macropolítico dos mercados financeiros. Desse modo, o artigo defende que o percurso da Vale à ‘*true corporation*’ foi construído de modo essencialmente político.

## Palavras-chave

Relações Estado-mercado; governança corporativa; estrutura de propriedade e controle; mineração; Vale

---

<sup>1</sup> Cf. apresentação em teleconferência com investidores (Vale, 2017c).

<sup>2</sup> O autor agradece aos comentários e críticas de Bruno Milanez, Maíra Sertã Mansur, Luiz Jardim Wanderley e Tádzio Peters Coelho à versão inicial deste artigo.

<sup>3</sup> Doutor em Ciências Humanas (Sociologia) e Professor do Programa de Pós-graduação em Sociologia e Antropologia (PPGSA) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Coordena os grupos de pesquisa Desenvolvimento, Trabalho e Ambiente (DTA) e Política, Economia, Mineração, Ambiente e Sociedade (PoEMAS). E-mail: santosrodrigosp@gmail.com.

## 1 Introdução

A promessa de governança feita ontem pela empresa pode ser também uma espécie de anúncio da conclusão, de fato, da sua conturbada privatização, há 20 anos (Adachi, Vieira, Niero, & Torres, 2017).

Em 20 de fevereiro de 2017, a Vale S.A. (Vale) anunciou a celebração de um “novo acordo de acionistas” (Vale, 2017b), em substituição àquele oficializado em 1997, quando da privatização da então estatal Cia. Vale do Rio Doce. Recebido com grande entusiasmo pelos operadores de mercado, analistas financeiros e mídia especializada, assim como contando com apoio expressivo do Poder Executivo Federal, o ‘novo acordo’ sintetiza mudanças expressivas na estrutura e forma da maior mineradora de ferro do mundo.

De modo geral, a aprovação do ‘novo acordo’ em sua Assembleia Geral Ordinária (AGO) em abril de 2017 deve provocar mudanças expressivas na governança corporativa da Vale. Em particular, a análise de documentos corporativos e de mídia indica que essas mudanças devem se referir predominantemente às estruturas de propriedade e controle, e de administração da companhia, se relacionando ainda de modo decisivo à reestruturação de suas operações e à reorientação da estratégia corporativa após o superciclo das *commodities* minerais.

Mais importante, as mudanças propostas permitiriam a essa corporação transnacional (CTN) “afastar a velha imagem de uma empresa privatizada pela metade e que permaneceu sob interferência governamental por ser controlada por fundos de pensão e BNDES” (Adachi & Góes, 2017), fazendo-a reemergir como um agente econômico e privado ‘puro’ ou ideal.

Argumenta-se que as mudanças se orientam a afastar o perigo da “reestatização” (Góes, Ramalho, Adachi, Niero, & Vieira, 2017) colocado pelo peso dos fundos pensão ligados a empresas estatais no grupo controlador, assim como a dirimir a “influência política” (Góes & Ribeiro, 2017) demandada por representantes do Executivo e do Legislativo federais, por exemplo, na indicação de executivos-chave.

No entanto, é possível entrever um sentido geral bastante diverso.

Admite-se assim que a governança corporativa<sup>4</sup> da Vale é reordenada de modo essencialmente político – não se restringindo a uma dimensão econômica idealmente pura. Nesses termos, o processo de emergência de sua ‘nova governança corporativa’ mobiliza um conjunto de dispositivos de poder. Tais mecanismos não se voltam apenas à supressão da capacidade de influência dos

---

<sup>4</sup> A definição de governança corporativa diz respeito ao conjunto dos arranjos institucionais que definem os limites de ação, os agentes e formas de propriedade e controle, e as modalidades de gerenciamento de riscos e distribuição de resultados em empresas de capital aberto (Blair 1995 *apud* Davis, 2005, p. 143).

agentes políticos<sup>5</sup> sobre o comportamento corporativo – sejam eles internos (acionistas vinculados a fundos de pensão e bancos de participação) ou externos (Estado-nação). A governança corporativa vai além, ensejando formas de disciplinamento financeiro modeladoras do comportamento de proprietários e dirigentes – progressivamente menos autônomos – nos âmbitos da corporação e do mercado.

## 2 Estrutura de Propriedade e Controle

No que concerne à reconfiguração dos arranjos de propriedade e controle da Vale, o dispositivo-chave em questão diz respeito à unificação de sua estrutura de propriedade.

Atualmente, 33,7% do capital total e 53,9% das ações ordinárias (ONs)<sup>6</sup> da corporação são detidas pela *holding* Valepar, conformando um grupo controlador dotado de influência decisória inquestionável. O controle acionário da Valepar traduz, portanto, seu poder de excluir os acionistas minoritários da tomada e implementação das decisões estratégicas da corporação.

Dentre esses agentes ‘virtualmente destituídos de poder’, se encontram CTNs gestoras de fundos de investimento tais como Capital Group International Inc.<sup>7</sup> e BlackRock, Inc.<sup>8</sup>, que detêm posições acionárias relevantes nas duas principais concorrentes da Vale, os grupos BHP Billiton e Rio Tinto.

Aprofundando a discussão sobre o controle acionário da Vale, é digno de nota o dualismo de sua estrutura de propriedade desde a privatização, de modo que, somando-se as participações do grupo controlador (33,7%), dos investidores domésticos (12,9%) e do Governo Federal (5,3%), 51,9% do capital total da Vale estava sob controle nacional em fevereiro de 2017, enquanto os investidores estrangeiros atingiam 48,1% de participação.

Essencialmente, essa distribuição reflete uma estrutura acionária igualmente dual (*dual-class shares*), estabelecida no processo de privatização da corporação. Nesse sentido, a composição acionária da Vale opõe os ordinaristas ou detentores de ações ordinárias (ONs), de um lado; e os preferencialistas ou proprietários de ações preferenciais (PNs) classe A (PNAs), de outro.

Estruturas de propriedade corporativa duais são um componente disseminado nos mercados de capitais latino-americanos, refletindo o diagnóstico genérico do ‘subdesenvolvimento’ destes mercados e a necessidade de promoção de soluções institucionais eficientes que permitam “às empresas utilizar mecanismos alternativos para financiar seus projetos, aumentando a proteção dos investidores

---

<sup>5</sup> Ademais, tais agentes reforçam a referida supressão via institucionalização da própria (in)ação seletiva.

<sup>6</sup> As ações ordinárias nominativas (ONs) conferem aos acionistas direitos de participação nos resultados e de voto em empresas de capital aberto, enquanto as ações preferenciais nominativas (PNs) suprimem o referido direito de voto em favor de tratamento preferencial na distribuição de dividendos.

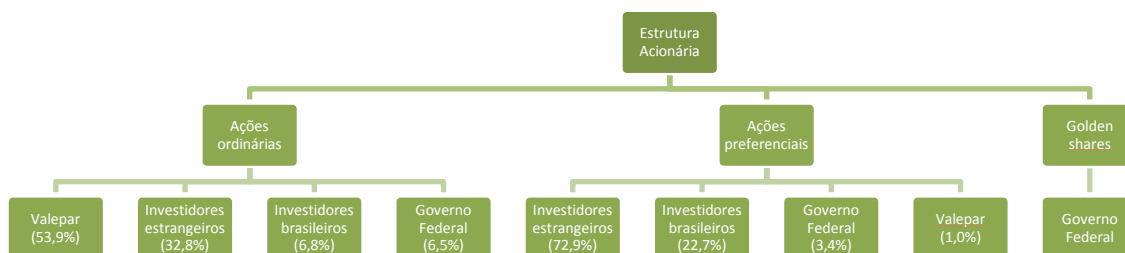
<sup>7</sup> O Capital Group detém cerca de 4,0% das ONs da Rio Tinto plc. (Rio Tinto, 2017)

<sup>8</sup> A BlackRock possui cerca de 10,1% dos direitos de voto na BHP Billiton plc. (BHP Billiton, 2017) e 6,3% das ONs da Rio Tinto Ltd. (Rio Tinto, 2017).

minoritários a fim de compensar os potenciais benefícios privados relativos ao controle por parte dos acionistas controladores” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 6). Embora comumente “malvistas em alguns mercados ocidentais”, estruturas duais têm permitido “atrair investimentos de capital” (Aguilera & Crespi-Cladera, 2016, p. 6) em contextos de altas volatilidade<sup>9</sup> e custo, assim como de relativa escassez de capital.

O caso da Vale é expressivo da complementaridade entre as duas formas de segmentação da estrutura acionária. Desse modo, a Valepar (53,9%), os investidores brasileiros (6,8%) e o Governo Federal (6,5%) concentram a propriedade das ações ordinárias (67,2%), em detrimento dos investidores estrangeiros (32,8%). Em paralelo, esses últimos perfazem 72,9% das ações preferenciais, enquanto os investidores domésticos (22,7%), o Governo Federal (3,4%) e a Valepar (1,0%) detêm o restante, cf. Figura 1.

**Figura 1. Organograma da estrutura acionária da Vale S.A.**



**Fonte: elaborado pelo autor.**

Nesse sentido, a estrutura acionária dual da Vale permitiu, desde a privatização, a operacionalização de uma estratégia de financiamento estruturalmente apoiada na atração de capital externo, ainda que dirigida pelo capital doméstico e fortemente suportada pelo Estado. Considerando a natureza capital-intensiva da mineração, a oligopolização do segmento de minério de ferro e a centralização de seu mercado consumidor, a obtenção de recursos externos à corporação em volume crescente assumiu um papel central na estratégia corporativa da Vale.

<sup>9</sup> O valor total das transações no mercado de capitais brasileiro em 2015 (US\$ 490 bilhões) não atingiu 1/3 do volume transacionado em 2010 (US\$ 1,5 trilhão), se retraindo de 70% para 27,6% do PIB no período. Segundo dados do Banco Mundial, mercados equivalentes em volume, como os da França e da Alemanha, observaram variação levemente positivas no valor das transações, enquanto os principais mercados de capitais mundiais (EUA e China) cresceram expressivamente no mesmo período.

De maneira expressiva, a contraposição entre a prerrogativa de voto que caracteriza as ONs e o privilégio do dividendo prioritário atribuído às PNAs é entendida pelos próprios agentes econômicos que defendem a unificação da estrutura acionária como uma diferenciação centrada em “direitos políticos” (Valepar, 2017, p. 41).

Nesse sentido, a Associação dos Investidores no Mercado de Capitais (AMEC) louvou a Vale pelas características da proposta de unificação da estrutura acionária, não sem problematizar os vínculos complexos entre valor e poder (Henderson, Dicken, Hess, Coe, & Yeung, 2011; Santos, 2011) que emergem a partir das capacidades diferenciais de exercício de “direitos políticos” enraizadas em recursos econômicos:

A operação ilustra ainda que diferentes classes de ações possuem valores diferentes, reiterando a importância da reflexão dos investidores ao comprarem ativos com direitos políticos restritos, sobretudo diante de determinadas inovações em gestação no Brasil e no mundo (AMEC, 2017).

Conseqüentemente, para um conjunto amplo de agentes econômicos – empresas de auditoria e consultoria, agências de classificação de risco, etc. – externos à corporação e cujo campo de atuação é predominantemente financeiro, o modelo proposto se apresenta como uma instituição eficiente. Desse modo, “a visão da Amec de que a estrutura em classe única de ações é a que melhor induz as boas práticas de governança” (AMEC, 2017) é essencialmente política, visto que se orienta à equalização dos ‘direitos políticos’ dos acionistas, pulverizando, nesse caso, o controle e transferindo poder aos investidores estrangeiros, como os minoritários Capital Group e BlackRock.

A referida equalização dos ‘direitos políticos’ dos acionistas é, sobretudo, defendida em detrimento da ‘influência política’ de agentes econômicos internos (acionistas majoritários, mas também Diretoria Executiva) e políticos externos (Governo Federal) à corporação, em favor de um regime disciplinar financeiro.

Os dispositivos mobilizados sob esse regime se nutrem da legitimidade ofertada pelo mercado financeiro<sup>10</sup> e pelos agentes políticos difusores de seu discurso (em especial, o jornalismo econômico). Nesse sentido, as características ‘louváveis’ da proposta de unificação da estrutura acionária estariam relacionadas ao modelo de consulta a preferencialistas e minoritários ordinaristas, à dimensão ‘voluntária’ da conversão, e à abstenção de voto por parte do grupo controlador – de maneira a reduzir o desequilíbrio de poder entre os agentes (AMEC, 2017; Valenti, 2017a).

Entretanto, o almejado ‘igualitarismo político’ embutido no dispositivo de conversão ‘voluntária’ de PNAs em ONs tem como objetivo primeiro impedir os preferencialistas de empregar o mecanismo de retirada da sociedade (Brasil, 1976), que tornaria compulsória a aquisição das ações detidas pelos acionistas discordantes, sendo essas calculadas pelo valor patrimonial. Desse modo, a natureza facultativa da operação de conversão visa “evitar que a transação dispare o

---

<sup>10</sup> Imediatamente após a divulgação do ‘novo acordo de acionistas’, a Vale observou “uma disparada no preço das ações” e ultrapassou o Bradesco no *ranking* da BM&FBOVESPA. O valor de suas ações atingiu o maior nível desde janeiro de 2013 (Róstas, 2017a).



direito de recesso aos preferencialistas” (Valenti, 2017a), o que seria desastroso para o grupo controlador, demandando a mobilização de recursos para essa operação e deteriorando a posição financeira da mineradora.

Mais importante, a substituição de um discurso estadocêntrico sobre a Vale, sustentado na noção de ‘interesse nacional’, por uma narrativa mercantil que orbita a ideia de “melhores práticas” (Góes & Ramalho, 2017), adquire uma dimensão tangível nos requisitos para o ingresso de empresas de capital aberto no segmento de listagem Novo Mercado BM&FBOVESPA.

Sendo esse o principal objetivo explícito das mudanças propostas pelo grupo controlador, o Novo Mercado e seus níveis de governança 1 e 2 constituem segmentos específicos de negociação de ações, que demandam níveis superiores de transparência das informações econômico-financeiras e, principalmente, critérios especiais de governança corporativa.

No que diz respeito aos principais critérios para a listagem no Novo Mercado, três regras relativas à estrutura de governança e direitos dos acionistas se afiguram centrais: a exclusividade da composição de capital por ações ordinárias, a isonomia do preço de venda das ações de controladores e minoritários (*tag along*), e a manutenção mínima de 25% das ações em circulação (*free float*) (BM&FBOVESPA, 2017).

No que concerne à exclusividade das ações ordinárias na composição do capital da corporação (BM&FBOVESPA, 2017), como já apontado, a Vale tem se esforçado para legitimar publicamente a conversão das ações preferenciais em ordinárias e conter a oposição de grupos de acionistas minoritários que possam frustrar a operação em médio prazo.

Dentre os motivos de descontentamento entre os minoritários, parece ser central o estabelecimento de uma relação de troca ou taxa de conversão das PNAs em ONs de 0,9342 (Góes & Ramalho, 2017). O grupo controlador apresentou uma justificação ‘técnica’ para o estabelecimento da relação de troca, calculada sobre o “preço de fechamento” médio ponderado pelo volume negociado das ONs e PNAs em “30 pregões na BM&FBOVESPA” até 17 de fevereiro de 2017 (Valepar, 2017, p. 31). Estima-se que com uma adesão mínima à conversão de 54,09% das PNAs, o grupo controlador passe a deter menos de 50% do capital ordinário da Vale (Valepar, 2017, p. 32), diluindo seu controle. Entretanto, acionistas minoritários como o Capital Group (Schincariol & Ribeiro, 2017) e Geração Futuro L. Par e VID DTVM (Góes & Rocha, 2017) a questionam, considerando-a injusta.

A despeito do descontentamento explicitado – que produziu implicações importantes para a eleição do Conselho de Administração da corporação na AGO de 2017, a ser comentadas abaixo – a ‘obsessão’ com a listagem no Novo Mercado BM&FBOVESPA coloca em questão o caráter facultativo da conversão de PNAs em ONs, introduzindo a obrigatoriedade no horizonte próximo. Dessa forma, o “‘plano A’ da Vale [...] [consistiria em] transformar a migração voluntária em obrigatória”, o que dependeria de uma adesão em massa à conversão, assim como “do distanciamento do preço em bolsa do valor patrimonial, reduzindo o risco do recesso” (Valenti, 2017a).



Por sua vez, a Vale se propõe a respeitar o critério do “*tag along* de 100%” (BM&FBOVESPA, 2017), garantindo, em caso de venda das ações, o “tratamento igualitário ao que foi dado ao acionista controlador vendedor para todos os acionistas titulares de ações ordinárias, por meio de oferta pública de aquisição de ações (OPA)” (Machado, 2017) no processo de pulverização do controle acionário.

Por fim, o segmento Novo Mercado requer a manutenção mínima de 25% de suas ações de circulação ou *free float* (BM&FBOVESPA, 2017). A noção de *free float* diz respeito ao volume de ações negociado livremente, se relacionando positivamente à liquidez dos papéis e negativamente ao volume de ações detido pelo grupo controlador. A Vale estima que as mudanças em sua estrutura de propriedade e controle permitirão cumprir essa regra com facilidade, atingindo 58,1% do capital ordinário em circulação (Vale, 2017c, p. 5).

A meta depende da incorporação da Valepar e, conseqüentemente, da aceitação de “uma relação de substituição que contemple um acréscimo do número de ações detido pelos acionistas da Valepar de 10% [...] em relação à posição acionária atual da Valepar na Vale” (Valepar, 2017, p. 31). Na prática, essa operação estipula uma recompensa para o grupo que se exime progressivamente do controle da Vale<sup>11</sup>, em detrimento das posições dos demais acionistas da Vale, que devem sofrer uma diluição da ordem de 3% (Machado, 2017).

Predomina na cobertura jornalística especializada uma interpretação desse movimento que se apoia na noção de ‘barganha’, pela qual o grupo controlador abriria mão, progressivamente, dos mecanismos de controle político usualmente mobilizados desde a privatização, em favor de vantagens econômicas, como o ‘prêmio de incorporação’ supracitado. Desse modo, “a aposta dos acionistas é capturar agora o valor gerado pela promessa de governança em longo prazo. Esses controladores não vão entregar a Vale ao mercado sem receber um prêmio” (Adachi et al., 2017).

Vistos como historicamente avessos a quaisquer possibilidades “de perda do controle acionário” (Góes, 2017a), os integrantes do grupo controlador teriam optado por uma posição pragmática de curto prazo, orientada à recuperação financeira da corporação e da posição de seus ativos. Sob pressão da expiração do acordo de acionistas então vigente e do “risco político sobre o valor da empresa” (Valenti, 2017b) a ela associada, de resultados econômico-financeiros problemáticos nos últimos anos e de mudanças nas estruturas de governança dos fundos de pensão e no comando do BNDES, essa posição teria se tornado majoritária. Desse modo, “Previ, BNDESPar e Bradespar abraçaram o projeto” (Valenti, 2017b), conduzindo a um desfecho rápido sobre o novo modelo de governança corporativa.

Nesses termos, teria sido “o fundo de pensão dos funcionários do BB que liderou o processo” (Schincariol & Torres, 2017). De modo geral, “os fundos de pensão, desde o início das negociações, queriam dar liquidez à sua posição” (Góes &

---

<sup>11</sup> Na nova estrutura, que deve passar a vigor em fins de 2017 ou meados de 2018, apenas 20% das ações ordinárias permanecerão vinculadas ao acordo (Valepar, 2017, p. 32).

Ramalho, 2017). Em especial, para a Litel, que reúne os principais fundos de pensão públicos (Previ, Petros e FunCEF) e representa 58,1% do capital da Valepar, isso significaria a liberação de ações no valor equivalente a R\$ 20 bilhões (Torres, 2017). A *trading company* japonesa Mitsui teria sido “mais resistente”, apoiando um “novo acordo de longa duração” (Valenti, 2017b). Entretanto, a Mitsui teria favorecido o ingresso no segmento Novo Mercado, optando por “valorizar sua fatia na Vale” e por maior “blindagem contra interferência política” (Góes & Ramalho, 2017).

Não obstante, esse pretensão *trade-off* entre controle político e recompensa econômica parece apresentar reduzido potencial explicativo em um contexto no qual os papéis desempenhados pelos fundos de pensão vinculados a corporações estatais têm sido drasticamente redefinidos a partir do golpe parlamentar, midiático e judicial de 2016.

Suas repercussões sobre o comando dos fundos e o papel da representação sindical merecem maior atenção e respondem às pressões internas dos associados, se relacionando aos resultados cumulativamente negativos dos últimos anos. Desse modo, a Previ afirma que a “falta de liquidez era um dos desafios a serem superados pela atual administração [...], a fim de fazer frente aos pagamentos das aposentadorias” (Previ, 2017).

Em síntese, a combinação entre a necessidade de liquidez como motivador da mudança de comportamento dos fundos (Torres, 2017; Valenti, 2017b) e a “grande expectativa no mercado de que estes acionistas comecem um movimento de redução de suas participações” (Valenti, 2017b) só pode ser adequadamente compreendida a partir do reordenamento micropolítico (Morgan & Kristensen, 2006) interno dos fundos de pensão e dos demais acionistas do grupo controlador, mas também da macropolítica do mercado de capitais e dos dispositivos de disciplinamento a eles relacionados.

Nesse sentido, não surpreende a interpretação da transformação da governança corporativa da Vale como um triunfo do mercado sobre a política, que assume expressão direta nas palavras do Dep. Federal Marcos Montes (PSD/MG). “Foi um movimento que se impôs a partir do mercado sobre uma política que ainda não se deu conta de que o país vive um novo momento” (Fernandes & Moura e Souza, 2017).

De fato, o discurso triunfal do mercado obtém sua eficácia propriamente política à medida que é capaz de produzir e difundir uma autorrepresentação autônoma ou desenraizada, sendo capaz de modelar a realidade à luz de uma pretendida eficácia institucional apolítica, isto é, a partir das “melhores práticas de governança e criação de valor” (Ramalho & Góes, 2017) que vincula.

Dessa forma, a emergência da ‘nova governança corporativa’ da Vale chega mesmo a assumir função modelar na reconfiguração do capitalismo nacional brasileiro, de modo que “transformar uma empresa considerada ‘paraestatal’ em uma sociedade anônima de fato, de controle pulverizado, tem potencial para funcionar como uma reforma para o mercado de capitais brasileiro” (Adachi et al., 2017).

### 3 Estrutura de Governança

No que diz respeito à estrutura de governança projetada, é importante notar uma modificação sutil, ainda que profundamente relevante, em seus dois principais organismos: o Conselho de Administração (CA) e a Diretoria Executiva (DE). O que o ‘novo acordo de acionistas’ modifica na estrutura de governança é o grau de autonomia relativa dos agentes econômicos internos no que concerne à formulação e operacionalização da estratégia corporativa da Vale.

Nesses termos, não é pouco relevante a substituição do então CEO Murilo Ferreira por Fabio Schvarstsman no comando da mineradora. Parte significativa do receio de integrantes do grupo controlador, de acionistas minoritários e de agentes externos à corporação acerca da possibilidade da Vale ser “capturada por ingerências políticas” (Rittner & Jubé, 2017) remete à pressão exercida por agentes políticos do Executivo e do Legislativo em níveis estadual e federal para a substituição de Murilo Ferreira (Moura e Souza & Ribeiro, 2017) no esteio do desastre da Samarco/Vale/BHP Billiton (Mansur et al., 2016).

Ainda que prestigiado entre os membros do grupo controlador, em razão da reorientação estratégica da Vale em favor da redução de custos e de desinvestimento em ativos *non core* após o superciclo das *commodities* minerais (Góes, 2017b), Ferreira integrou “a era de CEOs superpoderosos na mineradora” (Adachi & Góes, 2017), que se encontrava prestes a acabar.

O uso da expressão “CEOs superpoderosos” por “uma alta fonte” (Adachi & Góes, 2017) da corporação explicita novamente a dimensão política das relações entre corporação, grupo controlador e dirigentes, de um lado; e acionistas minoritários e mercados de capitais, de outro. A disputa se situa, portanto, no campo do exercício do poder de definir e implementar a estratégia corporativa de forma relativamente autônoma.

Liderada por Ferreira, a Diretoria Executiva da Vale vinha perseguindo uma estratégia corporativa decisivamente apoiada no desinvestimento como eixo da redução do endividamento da corporação, hoje estimado em cerca de US\$ 25 bilhões (Góes & Róstas, 2017). Dessa forma, a venda de ativos *non core* tem sido vista como central para o equacionamento financeiro da Vale:

Os recursos advindos da venda do negócio de fertilizantes à Mosaic contribuiriam para diminuir o nível mais ainda, para US\$ 18,5 bilhões, e as vendas dos navios baixariam esse número para US\$ 18,1 bilhões. Se o “project finance” de Moatize for concluído, a queda seria para US\$ 15,4 bilhões (Róstas, 2017b).

Entretanto, a recuperação do preço médio do minério de ferro (assim como de outros minerais dos quais as receitas da corporação dependem, ainda que em menor medida), que passou de US\$ 42 a 88 por tonelada métrica entre janeiro de 2016 e março de 2017 (109,5%) (Banco Mundial, 2017) tem afetado positivamente o fluxo de caixa da mineradora, contribuindo para a redução do endividamento, em especial no curto prazo.

Dessa forma, a Vale planeja reduzir sua dívida líquida para um patamar entre US\$ 15 e 17 bilhões (Rosas & Saraiva, 2017) via geração de fluxo de caixa,

considerando um nível de preço médio de US\$ 80-75 (Pires, 2017) para a tonelada métrica de minério de ferro<sup>12</sup>.

Considerando a associação entre a micropolítica da corporação (Morgan & Kristensen, 2006) e, conseqüentemente, a relevância estatutária da Diretoria-Executiva de Finanças (Valepar, 2017, p. 60), e a macropolítica dos mercados de capitais, é compreensível que o endividamento da corporação tenha se convertido no novo eixo da estratégia corporativa da Vale desde 2015, “quando a relação entre a dívida bruta e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda) bateu em 4,1 vezes” (Góes & Róstas, 2017).

Entretanto, em médio prazo essa prioridade tende a se chocar com a sustentação da “política de dividendos” (Rosas & Ramalho, 2017) da Vale, que limita a reserva de investimentos da corporação a 50% do lucro líquido a ser distribuído e, principalmente, determina a distribuição mínima de 25% dos lucros líquidos anuais (Valepar, 2017).

Nesses termos, a involução da distribuição de lucros aos acionistas nos anos de 2014 (US\$ 4,2 bilhão, cerca de 3,5 vezes o lucro líquido daquele ano) e 2015 (US\$ 1,5 bilhão em face do prejuízo líquido de US\$ 12,4 bilhões) (Vale, 2017a) ‘forçou’ a reestruturação dessa política. Assim, “em 2016, a Vale mudou sua política de pagamento de dividendos para torná-la mais aderente à geração de receita” (Góes, 2017e), passando a anunciar o pagamento mínimo de dividendos a partir de uma avaliação da geração efetiva de caixa ao longo de nove meses e projetando essa geração para os três meses seguintes. Dessa forma, a corporação antecipou US\$ 250 milhões aos acionistas em dezembro de 2016 sob a forma de juros sobre capital próprio, e complementou esse valor ainda em abril de 2017, totalizando R\$ 4,6 bilhões (Rosas & Saraiva, 2017).

A redução, postergação do anúncio e vinculação mais estreita entre distribuição de dividendos e receitas líquidas parecem explicitar a tensão latente existente entre o Conselho de Administração e a centralidade da distribuição de valor ao acionista que essa estrutura veicula, de um lado; e a Diretoria Executiva, de outro, cujos objetivos econômicos demandam horizonte mais largo. Assim, enquanto os preços do minério de ferro devem continuar a “definir ainda se a empresa vai se manter como boa pagadora de dividendos aos acionistas no futuro” (Góes & Róstas, 2017), a Diretoria Executiva deve continuar a focar o endividamento, como enuncia seu *Chief Financial Officer* (CFO) Leonardo Siani Pires: “A prioridade continua sendo a redução da dívida” (Rosas & Saraiva, 2017).

A seleção do futuro CEO da corporação, Fabio Schvartsman, se inscreve nesse quadro de tensionamento entre acionistas e dirigentes.

Primeiramente, a contratação da firma de *headhunting* Spencer Hal para a realização de um processo independente de seleção de executivo com experiência como CEO de uma grande empresa explicita a pretensão de eliminação da influência política (Góes & Ribeiro, 2017). Não obstante, a escolha “não escapou da devida costura política” (Adachi & Góes, 2017), tendo seu nome sido aprovado

---

<sup>12</sup> O nível médio de preços do minério de ferro para o ano de 2017 era estimado de modo bem mais conservador pelo Banco Mundial, chegando a US\$ 65 (World Bank, 2017).

pelo Presidente Michel Temer (PMDB/SP) e pelo Senador Aécio Neves (PSDB/MG).

A seleção enfatizava capacidades de negociação e de delegação no perfil pretendido (Adachi & Góes, 2017), em detrimento de ‘superpoderes’ previamente valorizados. Demandava ainda experiência no setor de *commodities*, o que Schvartsman acumulou no setor de papel e celulose como CEO da Klabin (2011-2017), assim como no de combustíveis, no grupo Ultra (1985-2011).

Entretanto, o componente financeiro da experiência do futuro CEO da Vale parece ter sido decisivo. Eleito quatro vezes ‘Executivo de Valor’, Schvartsman atuou como CFO responsável pela abertura de capital da *holding* Ultrapar, a qual “ajudou a conduzir para o modelo de *corporation*” (Adachi & Góes, 2017). Mais recentemente, como CEO, o executivo conduziu a Klabin “para o nível 2 de governança corporativa da BM&FBovespa” (Góes & Fontes, 2017). Seus predicados podem ser resumidos no elogio que seu empregador anterior explicitou quando do anúncio de seu nome para futuro CEO da Vale:

A Klabin lembra que o executivo estabeleceu um novo ciclo de gestão e de resultados na empresa que, desde 2011, dobrou a capacidade de produção, entrou em novos mercados, ‘triplicou seu valor de mercado e manteve seus resultados financeiros em crescimento por 22 trimestres consecutivos’ (Góes & Fontes, 2017).

Em resumo, Fabio Schvartsman parece reunir as características profissionais necessárias para reorientar a Vale no sentido de tornar-se uma “corporação de verdade” (Vale, 2017c). Sendo assim, são pouco importantes as dúvidas a respeito de sua permanência no cargo, podendo ele ser “um presidente de transição” (Adachi & Góes, 2017), já que possui 63 anos e há um limite informal de 66 anos para a ocupação desse cargo. A tarefa primeira de Schvartsman como líder da Diretoria Executiva<sup>13</sup> é a própria “transição” (Valenti, 2017b) da Vale para uma “empresa sem controle definido” (Machado, 2017), o que significa que o *locus* do poder se desloca dos agentes controladores e se torna mais difuso, progressivamente dependente de dispositivos financeiros.

Entretanto, a emergência de formas de controle dos acionistas sobre a atuação da Diretoria Executiva – e de autocontrole de seus membros – tem sido apontada pela literatura sociológica (Boltanski & Chiapello, 2009) e da economia política (Froud, Haslam, Johal, & Williams, 2000) há algum tempo. O que parece particularmente interessante no exemplo proporcionado pela redefinição da estrutura de governança

---

<sup>13</sup> A cobertura jornalística especializada espera outras mudanças na Diretoria Executiva da Vale. Embora “a maioria dos diretores-executivos” (Góes, 2017d) deva permanecer, a saída de Ferreira tende a provocar realinhamentos internos, tornando a posição de alguns diretores (por exemplo, a de Clóvis Torres, Recursos Humanos, Sustentabilidade, Integridade Corporativa e Consultoria Geral) menos segura, assim como devem sofrer transformações importantes as diretorias vinculadas a segmentos de mercado que estão sendo reestruturados (como as lideradas por Roger Downey, Fertilizantes e Carvão, e por Humberto Freitas, Logística e Exploração Mineral) com vistas a adequar-se à nova governança corporativa (Góes, 2017d).



da Vale é que as formas de (auto)controle pressionam os próprios acionistas, invadindo o terreno de sua ‘liberdade’, o Conselho de Administração.

Dessa forma, o processo de financeirização, entendido como um novo ciclo de desenraizamento da esfera econômica em relação à vida social e de autonomização do “moinho satânico” polanyiano, só pode ser realizado parcialmente, como contínuo devir, sendo, portanto, dependente dos próprios dispositivos de poder que denuncia. É nesses termos que o jornalismo econômico especializado, como agente engajado na difusão de uma visão de mundo corporativa, enuncia que “o conselho de administração é conceitualmente o órgão máximo de decisão das sociedades por ações. Mas é nas empresas sem dono que o conselho alcança sua máxima relevância” (Valenti, 2017b). O Conselho de Administração passa a ser também um dos *loci* do disciplinamento financeiro.

Não obstante, a financeirização como promessa autorrealizável só existe como multiplicidade de lutas internas e externas à corporação, sendo em certa medida precária. Desse modo, ela é intrinsecamente política, permanecendo enraizada socialmente em última instância.

É dessa forma que o Conselho de Administração da Vale vem sendo disputado por agentes econômicos externos e difusos, mas também pelo grupo controlador e acionistas minoritários no plano interno.

No que diz respeito ao plano externo, esse é o momento de recuperar a quarta das regras decisivas para que a corporação esteja apta a listar seus papéis no Novo Mercado BM&FBOVESPA. O registro nesse segmento de governança especial exige que sociedades abertas estruturam conselhos de administração com número mínimo de cinco membros titulares – ao qual a Vale já faz jus com seus atuais onze integrantes, além de igual número de suplentes – e, principalmente, que 20% desse seja composto por conselheiros independentes (BM&FBOVESPA, 2017).

Como o Conselho de Administração representa, grosso modo, os interesses dos principais acionistas – sendo seu Presidente e Vice-Presidente indicados pelos maiores detentores de ações ordinárias vinculadas no acordo de acionistas então vigente, Litel e Bradespar, respectivamente –, reservando espaço limitado a acionistas minoritários, ele é visto como inerentemente parcial e, portanto, insuficientemente alinhado ao modelo idealizado das ‘melhores práticas’ econômico-financeiras.

Mello e Souza (2015, p. 14) recupera a origem norte-americana da figura de “conselheiro independente como instrumento de governança interna” em um contexto de tensionamento do conflito entre acionistas majoritários e minoritários diante da “crescente pulverização das ações” e, conseqüentemente, do “fenômeno da separação entre o poder de controle e a propriedade das ações”. O autor define o papel desse tipo de conselheiro como um “instrumento de governança com a função primordial [de] fiscalizar a atuação da diretoria”.

Dessa forma, a inclusão de conselheiros independentes, isto é, que não possuem vínculos com a corporação, com acionistas controladores, com o quadro dirigentes, e mesmo com parceiros econômicos no montante de 1/5 calculado sobre as agora

doze vagas do CA corresponde a uma espécie de incorporação de dispositivos financeiros de controle na mais importante estrutura decisória da corporação.

Talvez por isso, ainda que se acredite ser “fundamental para a Vale ter conselheiros verdadeiramente independentes, com atuação firme, e que atuem para criar valor para a companhia e não no ‘autointeresse’” (Góes & Rocha, 2017), o grupo controlador venha conduzindo a transformação da estrutura de governança como um processo de ‘distensão gradual e segura’, projetando o cumprimento dessa regra apenas no médio prazo.

Essa condução assume características mais importantes à medida que o conflito entre majoritários e minoritários em torno de uma relação de troca ou “conversão ‘justa’” (Góes, 2017c) das PNAs em ONs assumiu expressão relevante no plano da micropolítica interna da corporação, o que se tornou manifesto com a criação da décima-segunda vaga no Conselho de Administração.

Tendo em conta o caráter inédito desta eleição (Góes, 2017c), os acionistas minoritários chegaram mesmo a cogitar eleger dois representantes para o Conselho de Administração. Assim, Geração Futuro L. Par acenou “que os minoritários ordinaristas e preferencialistas deveriam se unir para tentar eleger mais do que um conselheiro” (Góes & Rocha, 2017). Isso dependeria do uso do mecanismo de voto múltiplo, que permite aos acionistas representantes de no mínimo 10% das ações ordinárias (Brasil, 1976) requerer que todos os acionistas detentores de ações ordinárias votem para todos os assentos do CA (Rocha, 2011).

Para Rocha (2011), o dispositivo do “voto múltiplo aumenta a possibilidade de os acionistas minoritários ganharem representatividade no conselho de administração”, sendo uma “forma de aumentar a democracia nos órgãos deliberativos”. Nesses termos, “democracia” expressa o projeto de equalização dos “direitos políticos” (AMEC, 2017) dos acionistas e, portanto, redefine as assimetrias de poder internas à corporação.

Rapidamente, no entanto, essa intenção foi frustrada por demandar o requerimento do dispositivo por parte da Aberdeen Asset Managers – gestora britânica que detém também participação de 4,88% da BHP Billiton plc. (BHP Billiton, 2017). Embora “a Aberdeen [...] [pudesse] eleger até dois membros, abrindo espaço para a escolha de outro minoritário [...] pelos preferencialistas” (Góes & Rocha, 2017), o representante da gestora no Brasil, Peter Taylor, explicou a opção pela concentração do voto: “é importante, primeiro, eleger um representante independente” (Góes & Rocha, 2017).

Essa ‘opção’ conformou uma disputa entre duas chapas para a décima-segunda vaga do CA: a primeira composta por Marcelo Gasparino e Bruno Bastit, representando os detentores de PNAs Geração Futuro L. Par PN, VIC corretora e Victor Adler; e a segunda, representando a Aberdeen, que detém ações ordinárias e preferenciais, formada por Sandra Guerra e Isabella Saboya (Góes, 2017c; Góes & Rocha, 2017).

Em sentido prático, independentemente da disputa instituída a partir da decisão negativa da Aberdeen acerca do dispositivo do voto múltiplo estar orientada a “barrar Gasparino” (Góes, 2017c) e a impedir o fortalecimento dos



preferencialistas domésticos, a divisão dos minoritários favorece diretamente o grupo controlador em sua estratégia gradual de pulverização do controle político da corporação.

Em síntese, as alegadas ‘melhores práticas’ de governança corporativa vêm sendo construídas social e politicamente na Vale, tornando-se dependentes em ainda maior grau, de dispositivos de poder sofisticados e estratégias políticas definidas aos níveis da micropolítica da firma e da macropolítica dos mercados de capitais.

#### 4 Considerações preliminares

A Vale se encaminha, possivelmente, para se tornar uma CTN dotada de composição acionária assemelhada ao perfil setorial da mineração, em geral, e do minério de ferro, em particular, com estrutura de ações unificada e controle disperso. É fundamental, portanto, comparar essa estrutura de propriedade e controle às de outras *global players* mineradoras, em particular os grupos BHP Billiton, Rio Tinto e Fortescue Metals, que compõem as quatro gigantes do minério de ferro.

Uma mirada superficial dessas estruturas revela um papel determinante desempenhando pelos acionistas minoritários e, em seu interior, de investidores estrangeiros. Em especial, alguns fundos de investimento, como Capital Group, BlackRock e Aberdeen têm se tornado quase onipresentes nas estruturas proprietárias das maiores mineradoras do mundo – assim como em outros setores econômicos-chave, como o bancário-financeiro. A ‘nova governança corporativa’ proposta aponta potencialmente para a ampliação de sua representatividade na definição da estratégia corporativa da Vale, sendo fundamental ampliar a investigação sobre esses agentes econômicos<sup>14</sup>.

Considerando em particular a ‘obsessão’ do grupo controlador, mas também de minoritários e de uma miríade de agentes externos, em relação à listagem no Novo Mercado BM&FBOVESPA, é fundamental tecer algumas considerações em maior detalhe.

A reversão drástica da estratégia corporativa da Vale a partir do fim do superciclo das *commodities* minerais está vinculada à posição rapidamente declinante da corporação em termos de valor de mercado, com as consequentes pressões opostas para redução do endividamento de curto prazo e para a manutenção de níveis elevados de distribuição de dividendos.

Nesse sentido, embora tenha passado despercebido à cobertura jornalística diante das mudanças na governança corporativa da Vale, o novo Estatuto Social da corporação incluiu a possibilidade de ampliação do “capital social até o limite de [...] sete bilhões de ações ordinárias” diante do patamar atual de quase 1,6 bilhão de ações totais (Valepar, 2017, p. 43).

Declarações de membros do grupo controlador, como a Previ, acentuando a contribuição do ‘novo acordo de acionistas’ “para a atração de outros investidores

---

<sup>14</sup> Agradeço a Luiz Jardim Wanderley por direcionar minha atenção para os grandes investidores institucionais estrangeiros.

estrangeiros, o que garante a expansão das atividades da Vale” (Schincariol, 2017) apenas reforçam uma percepção emergente de que limitações de capital teriam impellido a Vale a reorientar sua estratégia corporativa, reduzindo investimentos e se desfazendo de ativos. Dessa forma, a corporação vem buscando, sobretudo, recuperar suas capacidades de pagamento e financiamento diante de um cenário econômico pouco previsível.

Entretanto, parece decisiva a contradição entre as limitações e volatilidade do mercado de capitais doméstico no cenário de recessão e a progressão da oligopolização do segmento de minério de ferro, impulsionando operações cada vez mais dependentes de economias de escala. Sob essa perspectiva, a BM&FBOVESPA não parece ser o ‘ponto final’ dessa ‘externalização’ da estratégia de financiamento da Vale, que poderia estar referida ao potencial de valorização dos papéis da corporação em mercados financeiros externos, por exemplo.

Seguindo essa direção analítica, a escassez de financiamento de longo prazo<sup>15</sup>, particularmente no plano doméstico, com a reorientação e redução dos aportes do BNDES, parece de fato apontar os diversos mercados de capitais como fontes decisivas de obtenção de recursos externos nos próximos anos. Dessa forma, a virada do ‘interesse nacional’ às ‘melhores práticas’ parece apresentar uma dimensão pragmática acentuada, seguindo as mudanças de peso das diversas fontes de recursos<sup>16</sup> para a estratégia de financiamento da corporação. Essa reorientação deve, em alguma medida, ampliar a exposição da corporação à especulação, consequentemente tornando-a mais dependente dos dispositivos financeiros de controle.

Se, de fato, a financeirização corporativa significa também a ampliação da importância das condições de acesso a recursos externos à corporação e, portanto, do disciplinamento macropolítico dos mercados de capitais, não parece despropositado levantar a possibilidade de um futuro desmembramento organizacional ou mesmo mudança de sede da Vale. Assim, a corporação poderia acessar de modo direto maiores volumes e fontes mais diversas de capitais. Na primeira situação, o modelo organizacional que pode servir de balizamento a essa possibilidade diz respeito aos exemplos dos grupos BHP Billiton e Rio Tinto, caracterizados por dupla listagem na Austrália e no Reino Unido. Por sua vez, o balizador de uma potencial mudança de sede poderia ser o grupo Anglo American, que se transferiu da África do Sul para o Reino Unido.

Certamente, mudanças dessa magnitude implicariam a transformação radical das relações entre Estado e mercado nos planos corporativo e da política econômica doméstica. Entretanto, mudanças menores, porém cumulativas, vem apoiando a reorientação estratégica do Estado brasileiro no sentido de uma reconfiguração profunda de seus papéis na economia. Esse rearranjo tende a ser caracterizado pela dimensão negativa da inação do Estado.

---

<sup>15</sup> A dívida de longo prazo da Vale atingiu quase US\$ 27,7 bilhões em 2016 (Vale, 2017a), o que equivale a 27,9% do passivo total da corporação.

<sup>16</sup> Agradeço a Bruno Milanez por dirigir minha atenção as duas grandes fontes de financiamento da Vale.

Entretanto, são principalmente as novas construções normativas e institucionais que impulsiona, por exemplo, através da redefinição do escopo dos agentes e das formas de financiamento de longo prazo e referendando a ‘nova governança corporativa’ da Vale, que permitem aos agentes econômicos representar o seu ‘mundo da vida’ particular de forma autônoma e desenraizada.

Dessa forma, os dispositivos de poder da pulverização do controle acionário, da redução da autonomia dos quadros proprietários e dirigentes e de ‘blindagem’ contra o ‘risco político’ convergem em direção à consolidação do paradigma do *shareholder value* (Froud et al., 2000) na Vale, o qual constitui, sobretudo, um regime disciplinar próprio.

Nesse sentido, a ‘nova governança corporativa’ orientada à “consolidação da cultura de empresa sem dono” (Valenti, 2017b), constitui uma expressão-chave desse regime, avançando na limitação das capacidades de intervenção dos agentes econômicos e políticos seja no plano do controle externo e dos mecanismos de disciplinamento financeiros, seja pela sua incorporação como ‘melhores práticas’, no âmbito do autocontrole. É desse modo, como resultado de lutas intrinsecamente políticas, internas e externas, que a Vale pode emergir como “*true corporation*” (Vale, 2017c).

## Referências

- Adachi, V., & Góes, F. (2017). Em um desfecho surpreendente, Fábio Schvartsman assume a Vale. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4916574/em-um-desfecho-surpreendente-fabio-schvartsman-assume-vale>
- Adachi, V., Vieira, C., Niero, N., & Torres, F. (2017). Influência política persiste e governo deve indicar novo presidente. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4876130/influencia-politica-persiste-e-governo-deve-indicar-novo-presidente>
- Aguilera, R. V., & Crespi-Cladera, R. (2016). Global corporate governance: On the relevance of firms’ ownership structure. *Journal of World Business*, 51(1), 50-57.
- AMEC. (2017). Comunicado ao Mercado: Vale [Press release]. Retrieved from <https://www.amecbrasil.org.br/comunicado-ao-mercado-vale/>
- Banco Mundial. (2017). *Global Economic Monitor (GEM) Commodities*.
- BHP Billiton. (2017). *Integrity, Resilience, Growth. Annual Report 2016*. Retrieved from [http://www.bhpbilliton.com/-/media/bhp/documents/investors/annual-reports/2016/bhpbillitonannualreport2016\\_interactive.pdf](http://www.bhpbilliton.com/-/media/bhp/documents/investors/annual-reports/2016/bhpbillitonannualreport2016_interactive.pdf)
- BM&FBOVESPA. (2017). Segmentos de listagem: Novo Mercado. Retrieved from [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)
- Boltanski, L., & Chiapello, È. (2009). *O Novo Espírito do Capitalismo*: Martins Fontes.
- Lei No. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Dispõe sobre as Sociedades por Ações), (1976).
- Davis, G. F. (2005). New directions in corporate governance. *Annu. Rev. Sociol.*, 31, 143-162.

- Fernandes, M. C., & Moura e Souza, M. d. (2017). Mercado se impôs sobre a política na mineradora. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4876126/mercado-se-impos-sobre-politica-na-mineradora>
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, 29(1), 80-110.
- Góes, F. (2017a). Acionistas da Vale discutem unificação de ações em acordo. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4839746/acionistas-da-vale-discutem-unificacao-de-acoes-em-acordo>
- Góes, F. (2017b). Ferreira resiste às pressões e pode sobreviver mais dois anos. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4866668/ferreira-resiste-pessoes-e-pode-sobreviver-mais-dois-anos>
- Góes, F. (2017c). Minoritários da Vale disputam votos até o fim. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4939146/minoritarios-da-vale-disputam-votos-ate-o-fim>
- Góes, F. (2017d). Schvartsman começa a transição na Vale. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4921604/schvartsman-comeca-transicao-na-vale>
- Góes, F. (2017e). Vale pode pagar mais dividendo em 2018. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4857274/vale-pode-pagar-mais-dividendo-em-2018>
- Góes, F., & Fontes, S. (2017). Fabio Schvartsman, da Klabin, será o novo presidente da Vale. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4916026/fabio-schvartsman-da-klabin-sera-o-novo-presidente-da-vale>
- Góes, F., & Ramalho, A. (2017). Acionistas da Vale definem novo acordo. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4876128/acionistas-da-vale-definem-novo-acordo>
- Góes, F., Ramalho, A., Adachi, V., Niero, N., & Vieira, C. (2017). Vale busca 'concluir' privatização. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4876184/vale-busca-concluir-privatizacao>
- Góes, F., & Ribeiro, I. (2017). Acionistas buscam "nome de peso" para comandar Vale. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4906854/acionistas-buscam-nome-de-peso-para-comandar-vale>
- Góes, F., & Rocha, R. (2017). Minoritários brigam por vaga na Vale. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4928974/minoritarios-brigam-por-vaga-na-vale>
- Góes, F., & Róstas, R. (2017). Novo CEO terá desafio de reduzir dívida de US\$ 25 bilhões. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4916570/novo-ceo-tera-desafio-de-reduzir-divida-de-us-25-bilhoes>

- Henderson, J., Dicken, P., Hess, M., Coe, N. M., & Yeung, H. W.-C. (2011). Redes de produção globais e a análise do desenvolvimento econômico. *Revista Pós Ciências Sociais*, 9(15), 143-140.
- Machado, J. (2017). Acionistas propõem tornar a Vale uma empresa de controle pulverizado. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4874906/acionistas-propoem-tornar-vale-uma-empresa-de-controle-pulverizado>
- Mansur, M. S., Wanderley, L. J., Milanez, B., Santos, R. S. P. d., Giffoni Pinto, R., Gonçalves, R. J. d. A. F., & Coelho, T. P. (2016). Antes Fosse Mais Leve a Carga: introdução aos argumentos e recomendações referentes ao desastre da Samarco/Vale/BHP Billiton. In M. Zonta & C. Trocate (Eds.), *Antes Fosse Mais Leve a Carga: reflexões sobre o desastre da Samarco/Vale/BHP Billiton* (pp. 17-49). Marabá: Editorial iGuana.
- Mello e Souza, J. d. (2015). *O Conceito de Conselheiro Independente como Instrumento de Governança Corporativa*. (Bacharelado), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.
- Morgan, G., & Kristensen, P. H. (2006). The contested space of multinationals: varieties of institutionalism, varieties of capitalism. *Human relations*, 59(11), 1467-1490.
- Moura e Souza, M. d., & Ribeiro, I. (2017). Vale terá executivo de mercado, diz Temer. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4872696/vale-tera-executivo-de-mercado-diz-temer>
- Pires, L. S. (2017). The new Vale: leaner and more competitive. Bradesco 4th Brazil Investment Forum 2017.
- Previ. (2017). Vale terá novo Acordo de Acionistas [Press release]. Retrieved from <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/noticias-e-publicacoes/noticias/detalhes-da-noticia/vale-tem-novo-acordo-de-acionistas-2.htm>
- Ramalho, A., & Góes, F. (2017). Murilo Ferreira: novo acordo da Vale é "oportunidade histórica". *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4875310/murilo-ferreira-novo-acordo-da-vale-e-oportunidade-historica>
- Rio Tinto. (2017). *2016 Annual report*. Retrieved from [http://www.riotinto.com/documents/RT\\_2016\\_Annual\\_report.pdf](http://www.riotinto.com/documents/RT_2016_Annual_report.pdf)
- Rittner, D., & Jubé, A. (2017). Aécio abre disputa com PMDB por novo presidente da Vale. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4866666/aecio-abre-disputa-com-pmdb-por-novo-presidente-da-vale>
- Rocha, A. (2011). Voto múltiplo: a minoria no poder. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/995392/voto-multiplo-minoria-no-poder>
- Rosas, R., & Ramalho, A. (2017). Vale espera atingir meta de redução de dívida ainda este ano. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4879420/vale-espera-atingir-meta-de-reducao-de-divida-ainda-este-ano>



- Rosas, R., & Saraiva, A. (2017). Preço do minério ajuda e Vale prevê atingir meta de dívida já este ano. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4880080/preco-do-minerio-ajuda-e-vale-preve-atingir-meta-de-divida-ja-este-ano>
- Róstas, R. (2017a). Com anúncio do acordo, Vale ultrapassa Bradesco em valor de mercado. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4875250/com-anuncio-do-acordo-vale-ultrapassa-bradesco-em-valor-de-mercado>
- Róstas, R. (2017b). Vale zerou diferença competitiva com rivais australianas, diz diretor. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4927916/vale-zerou-diferenca-competitiva-com-rivais-australianas-diz-diretor>
- Santos, R. S. P. (2011). Redes de produção globais (RPGs): contribuições conceituais para a pesquisa em ciências sociais. *Revista Pós Ciências Sociais*, 8(15), 127-141.
- Schincariol, J. (2017). Vale: Novo acordo gera mais liquidez e melhora governança, diz Previ. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4875022/vale-novo-acordo-gera-mais-liquidez-e-melhora-governanca-diz-previ>
- Schincariol, J., & Ribeiro, I. (2017). Controladores da Vale negociam com acionistas de PN. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4899848/controladores-da-vale-negociam-com-acionistas-de-pn>
- Schincariol, J., & Torres, F. (2017). Fundos terão liquidez para R\$ 20 bi. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4876122/fundos-terao-liquidez-para-r-20-bi>
- Torres, F. (2017). Em novo modelo, acionistas da Valepar ficarão com 36,73% do capital. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4875218/em-novo-modelo-acionistas-da-valepar-ficarao-com-3673-do-capital>
- Vale. (2017a). *Formulário 20-F. Relatório Anual 2016*. Retrieved from Rio de Janeiro:
- Vale. (2017b). Vale informa sobre celebração de novo acordo de acionistas [Press release]. Retrieved from [http://saladeimprensa.vale.com/Paginas/Releases.aspx?r=Vale\\_informa\\_sobre\\_celebracao\\_de\\_novo\\_acordo\\_de\\_acionistas&s=Financas&rID=1932&sID=5](http://saladeimprensa.vale.com/Paginas/Releases.aspx?r=Vale_informa_sobre_celebracao_de_novo_acordo_de_acionistas&s=Financas&rID=1932&sID=5)
- Vale. (2017c). Vale: a caminho da true corporation.
- Valenti, G. (2017a). Adesão ao Novo Mercado pode ficar aberta até 2020. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4877364/adesao-ao-novo-mercado-pode-ficar-aberta-ate-2020>
- Valenti, G. (2017b). Vale só terá gestão 'sem dono' em 2021. *Valor Econômico*. Retrieved from <http://www.valor.com.br/empresas/4876120/vale-so-tera-gestao-sem-dono-em-2021>

- Valepar. (2017). *Acordo de Acionistas da Valepar S.A.* Retrieved from [http://www.vale.com/PT/investors/information-market/Press-Releases/ReleaseDocuments/20170220%20Acordo\\_de\\_Acionistas\\_Valepar\\_com\\_anexos\\_p.pdf](http://www.vale.com/PT/investors/information-market/Press-Releases/ReleaseDocuments/20170220%20Acordo_de_Acionistas_Valepar_com_anexos_p.pdf).
- World Bank. (2017). World Bank Commodities Price Forecast (nominal US dollars) Word Bank,.