

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS *CAMPUS* SOROCABA  
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
MESTRADO ACADÊMICO

Filipe Valadares Mesquita

**VALE: UMA ANÁLISE DE INDICADORES DE FINANCEIRIZAÇÃO E SEUS  
IMPACTOS DE GESTÃO**

Sorocaba-SP

2023

Filipe Valadares Mesquita

**VALE: UMA ANÁLISE DE INDICADORES DE FINANCEIRIZAÇÃO E SEUS  
IMPACTOS DE GESTÃO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA-So) da UFSCar para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientação: Profa. Dra. Patrícia Saltorato

Sorocaba-SP

2023

Mesquita, Filipe Valadares

VALE: uma análise de indicadores de financeirização e seus impactos de gestão / Filipe Valadares Mesquita -- 2023.  
53f.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de São Carlos, campus Sorocaba, Sorocaba  
Orientador (a): Patrícia Saltorato  
Banca Examinadora: Patrícia Saltorato, Naja Brandão Santana, Tiago Fonseca Albuquerque Cavalcanti Sigahi  
Bibliografia

1. Financeirização. 2. Teoria das Organizações. 3. Sociologia Econômica. I. Mesquita, Filipe Valadares. II. Título.

Ficha catalográfica desenvolvida pela Secretaria Geral de Informática  
(SIn)

DADOS FORNECIDOS PELO AUTOR

Bibliotecário responsável: Maria Aparecida de Lourdes Mariano -  
CRB/8 6979



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS**

Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia  
Programa de Pós-Graduação em Administração

---

**Folha de Aprovação**

---

Defesa de Dissertação de Mestrado do candidato Filipe Valadares Mesquita, realizada em 11/12/2023.

**Comissão Julgadora:**

Profa. Dra. Patrícia Saltorato (UFSCar)

Profa. Dra. Naja Brandão Santana (UFSCar)

Prof. Dr. Tiago Fonseca Albuquerque Cavalcanti Sigahi (UNICAMP)

O Relatório de Defesa assinado pelos membros da Comissão Julgadora encontra-se arquivado junto ao Programa de Pós-Graduação em Administração.

## RESUMO

O termo financeirização apresenta diferentes conceitos para caracterizar uma série de fenômenos empíricos em diferentes níveis de análise e uma das abordagens identificadas corresponde ao exame da financeirização a partir de uma abordagem crítica à maximização do valor ao acionista (*shareholder value*). Neste cenário, a financeirização figura como um processo no qual mercados e serviços financeiros passam a ser mais relevantes do que a economia real, desestimulando o investimento produtivo e promovendo o comportamento rentista aumentando assim a influência do setor bancário-financeiro no que diz respeito à condução da política econômica. Tem-se como principais impactos o aumento da instabilidade econômica, a elevação do foco em agregar valor para o acionista, o surgimento de investidores institucionais, a transferência de renda do setor real para o setor financeiro, o aumento da desigualdade e a estagnação salarial. Apesar de o processo ser típico de economias mais desenvolvidas, autores tem levantado que o processo de financeirização está se aprofundando no Brasil. Dessa forma o presente estudo propõe como questão de pesquisa identificar, através de indicadores de financeirização, como esse fenômeno tem afetado o modelo de gestão na empresa VALE. Para isso, conduziu-se um estudo de caso coletando dados secundários da empresa VALE, através de seus formulários de referência divulgados em um recorte de 10 anos, de 2010 a 2019, procurando analisar os dados encontrados e compara-los com indicadores de financeirização encontrados na literatura que forneceu a base teórica para o desenvolvimento das categorias de análise. Os resultados encontrados apontam que a VALE de fato é uma empresa altamente financeirizada, principalmente quando levamos em conta as dinâmicas de maximização de valores aos acionistas adotadas.

**Palavras-Chave:** Financeirização, Shareholder Value, Empresas não financeiras, Indicadores financeiros

## ABSTRACT

The term financialization presents different concepts to characterize a series of empirical phenomena at different levels of analysis and one of the approaches identified corresponds to the examination of financialization from a critical approach to maximizing shareholder value. In this scenario, financialization appears as a process in which financial markets and services become more relevant than the real economy, discouraging productive investment and promoting rent-seeking behavior, thus increasing the influence of the banking-financial sector with regard to driving of economic policy. The main impacts are the increase in economic instability, the increased focus on adding value for shareholders, the emergence of institutional investors, the transfer of income from the real sector to the financial sector, the increase in inequality and wage stagnation. Although the process is typical of more developed economies, authors have argued that the financialization process is deepening in Brazil. Therefore, the present study proposes as a research question to identify, through financialization indicators, how this phenomenon has affected the management model at the VALE company. To this end, a case study was conducted collecting secondary data from the company VALE, through its reference forms published over a 10-year period, from 2010 to 2019, seeking to analyze the data found and compare them with financialization indicators found in the literature that provided the theoretical basis for the development of the analysis categories. The results found indicate that VALE is in fact a highly financialized company, especially when we take into account the dynamics adopted to maximize shareholder values.

**Keywords:** Financialization, Shareholder Value, Non-financial companies, Financial indicators

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>6</b>
<b>1.1 Contextualização.....</b>	<b>6</b>
<b>1.2 Problemática e questão de pesquisa.....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 Objetivos de pesquisa .....</b>	<b>8</b>
<b>1.3.1 Objetivo Geral.....</b>	<b>8</b>
<b>1.3.2 Objetivos Específicos .....</b>	<b>8</b>
<b>1.4. Justificativa e importância da pesquisa.....</b>	<b>8</b>
<b>2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>11</b>
<b>3. MÉTODO DE PESQUISA.....</b>	<b>15</b>
<b>3.1 Indicadores.....</b>	<b>16</b>
<b>4. RESULTADOS. ....</b>	<b>18</b>
<b>4.1. Background da VALE S.A.....</b>	<b>18</b>
<b>4.2. Comparação entre as fontes de lucratividade.....</b>	<b>19</b>
<b>4.3. Composição Acionária e Aquisições Acionárias.....</b>	<b>21</b>
<b>4.4. Fusões e Aquisições.....</b>	<b>23</b>
<b>4.4.1. Aquisições.....</b>	<b>23</b>
<b>4.4.2. Desinvestimentos.....</b>	<b>24</b>
<b>4.5. Origem dos dirigentes.....</b>	<b>25</b>
<b>4.6. Pagamento de Compensações aos Executivos.....</b>	<b>26</b>
<b>4.7. Pagamento de Dividendos aos Acionistas.....</b>	<b>29</b>
<b>4.8. Salários dos Funcionários.....</b>	<b>30</b>
<b>4.9. Emprego.....</b>	<b>32</b>
<b>5. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>33</b>
<b>5.1. Comparação entre as fontes de lucratividade.....</b>	<b>33</b>
<b>5.2. Composição Acionária e Aquisições Acionárias.....</b>	<b>34</b>
<b>5.3. Fusões e Aquisições.....</b>	<b>34</b>
<b>5.4. Origem dos dirigentes.....</b>	<b>35</b>
<b>5.5. Pagamento de Compensações aos Executivos.....</b>	<b>36</b>
<b>5.6. Pagamento de Dividendos aos Acionistas.....</b>	<b>37</b>
<b>5.7. Salários dos Funcionários.....</b>	<b>38</b>
<b>5.8. Emprego.....</b>	<b>40</b>
<b>5.9 Custos Operacionais e as tragédias ambientais.....</b>	<b>42</b>
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>45</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>47</b>

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

O termo financeirização, apesar de presente na literatura em estudos que partem desde o final da década de 80 e início da década de 90, com ênfase a partir dos anos 2000, apresenta diferentes conceitos para caracterizar uma série de fenômenos empíricos em diferentes níveis de análise. Apesar de não haver um consenso sobre a definição e o significado do termo “financeirização”, sua percepção envolve elementos como a globalização dos mercados, o movimento de maximização da riqueza dos acionistas através de uma gestão que prioriza a distribuição dos lucros e dividendos e o *dow sizing* em detrimento da política de reter e investir, e o aumento da renda das atividades financeiras.(MIRANDA, 2015)

Palludeto e Felipini (2019) identificaram, após a análise de diversas formas de agrupamentos observadas em publicações sobre a financeirização de 1992 a 2017, cinco grandes grupos, ou abordagens, por eles e aqui chamadas, no interior da literatura sobre a financeirização. A abordagem tratada no presente trabalho corresponde ao exame da financeirização a partir de uma abordagem crítica à maximização do valor ao acionista (*shareholder value*). Segundo os autores essa abordagem compreende a financeirização como “o fenômeno cuja manifestação básica seria localizada nas crescentes exigências dos acionistas em relação às corporações das quais são proprietários” (PALLUDETO; FELIPINI, 2019). Tal abordagem centra-se, portanto, na financeirização da empresa moderna. Estudiosos como Rappaport (1986) atribuem à financeirização da corporação o surgimento de políticas de gestão voltadas à geração de valor para o acionista (*shareholder value*) sendo este o principal princípio orientador do comportamento corporativo, cuja ideia é a de que objetivo principal da empresa é gerar lucro para seus acionistas. Como pontuou Aglietta, o *shareholder value* tornou-se a "norma da transformação do capitalismo" (2000, p. 149) e, como tal, forneceu a justificativa para a disseminação de novas políticas e práticas que favorecem os acionistas em relação a outros *stakeholders* da empresa.

Dentro da abordagem crítica à maximização do valor ao acionista (*shareholder value*) destacam-se autores da escola denominada *Critical Social Accountancy School* (CSA) que é composta por autores da Universidade de Manchester como Julie Froud, Karel Williams, Ismail Erturk, Sukhdev Johal, Adam Leaver e Colin Haslam. Os autores da CSA estabelecem, dentro dessa abordagem, o conceito da “economia cultural” (*cultural economy*) que possui como eixo principal a consideração do plano dos discursos e narrativas paralelamente ao movimento das

variáveis econômicas e estruturas de propriedades (FROUD et al., 2006). Com isso, pretendem analisar as discrepâncias entre retórica social levada a cabo por discursos, propagandas e os “resultados” medidos empiricamente por indicadores e variáveis de desempenho (estes vendidos como produtos por firmas de consultorias), identificando o surgimento da lógica de maximização de valor ao acionista (*shareholder value*) como o componente fundamental definidor da financeirização. Nesse contexto geral, já na década de 1990, a maior parte das firmas de consultoria empresarial estratégica, nos EUA e Reino Unido, passaram a vender indicadores de desempenho financeiro como produtos e, ao mesmo tempo, serviços referentes às suas implementações (FROUD et al., 2000), cujas métricas passaram a definir o que viriam a ser indicadores de qualidade no gerenciamento de grandes empresas. Segundo a CSA, discursos propalados de criação de valor são poderosos, pois sugerem um gerenciamento focado e eficaz em melhorar os interesses de acionistas cuja medida é expressa conforme a performance dos indicadores. No entanto, neste ponto surge um elemento chave na análise do papel do *shareholder value* na construção da financeirização: uma discrepância entre aquilo que é prometido e narrado em contraposição ao que é efetivamente atingido como retorno.

## **1.2 Problemática e questão de pesquisa**

Para Miranda *et. al.* (2015) a financeirização é um processo no qual mercados e serviços financeiros passam a ser mais relevantes do que a economia real. A alta rentabilidade, a elevada liquidez e, em grande parte dos casos, o baixo risco acaba desestimulando o investimento produtivo e promovendo o comportamento rentista aumentando assim a influência do setor bancário-financeiro no que diz respeito à condução da política econômica. Tem-se como principais impactos o aumento da instabilidade econômica, a elevação do foco em agregar valor para o acionista, o surgimento de investidores institucionais, a transferência de renda do setor real para o setor financeiro, o aumento da desigualdade e a estagnação salarial.

A hipótese apontada por Bruno e Caffé (2015) é de que o processo de financeirização está se aprofundando no Brasil, pois, nesse período ocorreu uma maior distribuição da riqueza das empresas para os donos do capital, sendo eles os acionistas e os credores, com impactos negativos sobre o investimento produtivo.

Dessa forma o presente estudo propõe como questão de pesquisa identificar, através de indicadores de financeirização, como esse fenômeno tem afetado o modelo de gestão na empresa VALE. Em outras palavras, como se dá o processo de financeirização na empresa e

como a política de maximização de valor ao acionista tem influenciado a repartição dos lucros da empresa entre os principais *stakeholders*?

### **1.3 Objetivos de pesquisa**

#### ***1.3.1 Objetivo Geral***

Identificar, através de indicadores específicos de financeirização, como o processo de financeirização tem afetado o modelo de gestão da empresa VALE.

#### ***1.3.2 Objetivos Específicos***

a) Coletar informações contábeis e financeiras através da divulgação de balanços dos formulários de referência;

b) Analisar os dados coletados e comparar com os indicadores de financeirização desenvolvidos no âmbito da Sociologia Econômica;

c) Verificar em que medida os parâmetros relacionados estão relacionados ao modelo de gestão da empresa, em especial quanto às políticas de maximização do *shareholder value*.

### **1.4. Justificativa e importância da pesquisa**

A abordagem acerca dos estudos sobre financeirização que examina a ascensão da orientação ao *shareholder value* como um princípio orientador do comportamento corporativo assenta-se na caracterização da financeirização como um regime de acumulação, tendo como ponto de partida o crescimento da orientação financeira em empresas não financeiras. Essa caracterização, na visão de Carneiro (2020), possivelmente trata-se da tentativa de caracterização mais abrangente, incluindo um grupo mais amplo de estudiosos: economistas pós-keynesianos, sociólogos econômicos e economistas políticos críticos, que exploram a relação entre o declínio da lucratividade da manufatura no final dos anos 60 e o crescimento das atividades financeiras de empresas não financeiras. Tal abordagem tem origem nos regulacionistas franceses, como em Boyer (2000), Aglietta (2000) e Aglietta e Rebérioux (2005), considerando a financeirização como a sucessora do regime fordista de acumulação, cujo objetivo é o de discutir se o regime que denominam de *finance led* poderia substituir aquele

regime regulado de Bretton Woods, onde o sistema financeiro impõe as normas gerais para o funcionamento da economia que seriam apropriadas no nível da firma pela nova governança centrada na valorização do acionista. Embora associada à Escola de Regulação, a abordagem de acumulação possui forte tendência marxista como destacou Van der Zwan (2014) com vários estudiosos recorrendo ao relato de Hilferding (1981 [1910]) sobre o capitalismo financeiro do início do século XX, conectadas às análises pós-keynesianas, como em Minsky (1996) que coloca a figura do rentista - o investidor sem função (na concepção Marxista) - no palco central de um sistema financeiro inerentemente instável.

Assim, entender a dinâmica de gestão de receitas em uma das principais empresas do Brasil e a maior produtora de minério de ferro do mundo (VALE S.A) torna-se importante na medida em que pode apontar se essa mudança de paradigma, própria de economias mais desenvolvidas do ponto de vista neoliberal, tem se mostrado presente também em um país com um mercado de capitais comparativamente modesto como o brasileiro. Neste sentido, apesar de haver uma evolução em números de artigos publicados sobre o tema, como veremos no gráfico a seguir, o que demonstra a contemporaneidade e expansão de estudos na área, há poucos estudos no Brasil que correlacionam lucratividade e produção, promovendo uma ponte com o conceito de financeirização. Estudos que coletam dados empíricos são ainda mais raros. Neste sentido a pesquisa se justifica na medida em que pode suprir essa lacuna de pesquisa. O gráfico a seguir foi elaborado com base nos dados encontrados na base Scopus. Utilizou-se a estrutura de palavras-chave: “*financialization*” OR “*financialisation*” OR “*financeirização*” OR “*financiarisation*” OR “*financiarization*” AND “*shareholder value*” AND “*company*” OR “*firm*” OR “*corporation*” OR “*business*”. Como filtros/critérios de inclusão e exclusão as seguintes áreas foram excluídas: *Arts and Humanities*, *Environmental Science*, *Energy*, *Agricultural and Biological Sciences*, *Engineering*, *Medicine* e *Psychology* e filtrou-se pelo tipo: artigos.

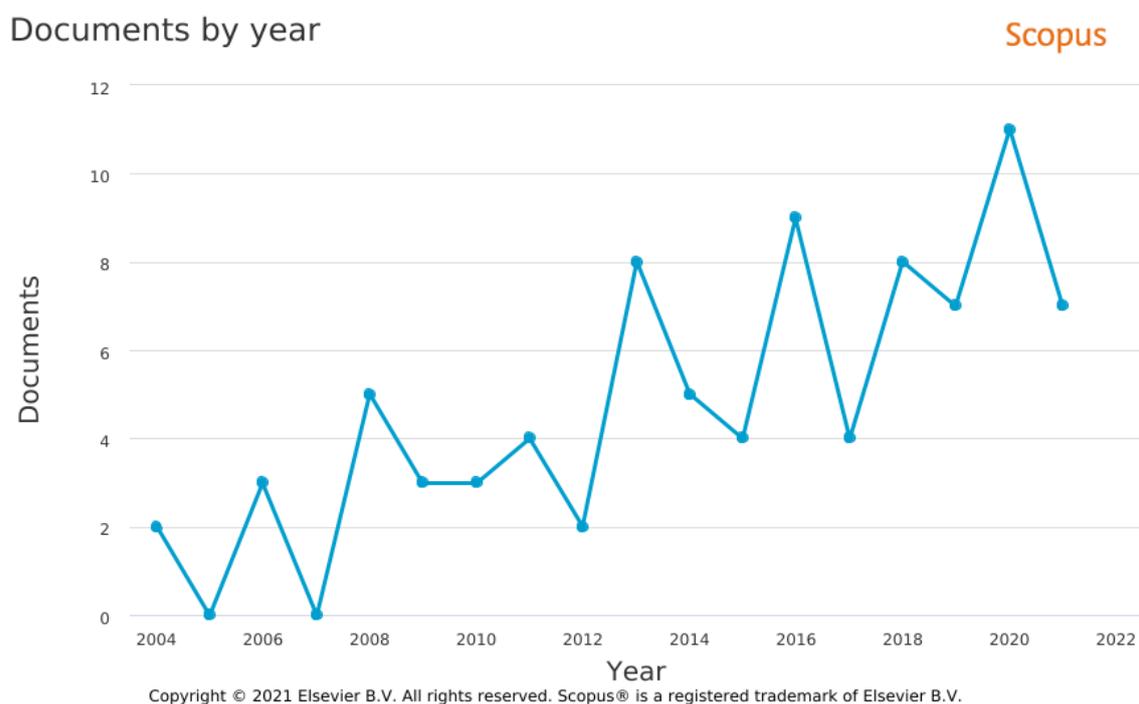


Figura 1 - Evolução histórica dos trabalhos que incluem a financeirização a partir de uma abordagem crítica à maximização do valor ao acionista

Com algumas exceções (a exemplo de Riceman et al., 2002; Malmi e Ikaheimo, 2003; Ezzamel et al., 2008; Saltorato e Benatti, 2017), há poucas pesquisas explorando a gestão baseada em valor em geral/*shareholder value* principalmente no tocante a coleta de dados empíricos. Assim, o presente trabalho aponta esta lacuna de pesquisa, sugerindo que pesquisas envolvendo, por exemplo, estudos de casos, tem o potencial de fornecer uma compreensão mais aprofundada da gestão baseada em valor muito mais como um “ato performático” (Saltorato e Benatti, 2017) do que propriamente uma metodologia de criação de valor real às empresas.

Do ponto de vista social, investigar se políticas de maximização de valor aos acionistas (*shareholders*) ocorrem em detrimento da sociedade e dos demais *stakeholders* (empregados, fornecedores, governo), em especial quanto a políticas de investimento em operações e P&D, pode apontar um caminho para uma nova estruturação destas grandes corporações, na medida em que promovem o debate acerca do real valor que empresas como essa devem produzir, sobretudo se levarmos em consideração, no caso específico da VALE, que as terríveis tragédias humana e ambiental dos rompimentos das barragens de Mariana, em novembro de 2015 e Brumadinho em janeiro de 2019, muitas vezes eufemisticamente chamadas de acidentes, poderiam ter sido evitadas e/ou seus impactos minimizados, poupando dezenas de vidas, se

maiores investimentos em manutenção e segurança das barragens de rejeitos tivessem sido realizados.

Por fim, para Ladislau (2017), poucos se dão conta da profundidade da deformação generalizada dos processos econômicos, sociais e ambientais, provocada pela migração de recursos do fomento econômico (por meio de investimentos) para ganhos improdutivos (por meio de aplicações financeiras). De fato abrir uma empresa, contratar trabalhadores, produzir e pagar impostos é muito mais trabalhoso do que aplicar títulos do mercado financeiro, mas é o que estimula a economia. Assim, a presente pesquisa pode mostrar de que forma o processo de financeirização age como um fator de estrangulamento produtivo para esta e, porque não dizer, outras empresas no Brasil.

Quanto ao recorte temporal faz importante esclarecer a escolha do período entre 2010 e 2019. A VALE adotou a partir de 1º de janeiro de 2010 todos os pronunciamentos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC. Assim sendo, as demonstrações financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2010 são as primeiras demonstrações contábeis consolidadas apresentadas pela Companhia de acordo com o *International Financial Reporting Standards* - IFRS, o que gera mais confiabilidade e uniformidade nas informações apresentadas. O ano de 2019 foi escolhido como recorte final visto que um recorte temporal de 10 anos fornece subsídios de dados suficientes para uma análise ampla de um contexto geral da empresa. Além disso, quisemos afastar da análise o período pandêmico da COVID-19 que pode ter afetado de forma não ortodoxa as políticas de gestão até então adotadas, uma vez ter afetado a economia de uma forma global, mas que pode vir a ser objeto de estudo mais adiante.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Para Marx, na visão de Carneiro (2020), com o desenvolvimento capitalista, o capital a juros converte-se na forma geral do capital, este último que na sua origem era apenas uma duplicação ou espelho, temporária, na esfera jurídica ou contratual, do capital em processo, ou seja, um meio para propiciar a atividade produtiva, ganhando autonomia. A liquidez, a mobilidade, os usos alternativos desse capital e as relações contratuais que lhes são próprias sustentam a sua utilização como parâmetro. Ou seja, o juro passa a se constituir como a remuneração da forma mais geral do capital e, portanto, um padrão mínimo para as demais formas.

Dentro deste paradigma, Carneiro (*loc cit.*) então introduz o conceito de valor fictício e acumulação fictícia e explica:

“Um exemplo clássico mencionado por desta dissociação foi elaborado por Hilferding (1981 [1910]), com o conceito de ganho de fundador. Assim, por exemplo, uma emissão de ações para ampliar o capital em função de uma empresa teria um valor de face correspondente ao adiantamento de capital. Mas, seu valor de mercado, ao qual poderia ser transacionado, seria distinto, correspondendo à capitalização dos rendimentos esperados. Esses rendimentos representam certo retorno ou rentabilidade de capital adiantado, e o primeiro só é adiantado porque dá direito a este fluxo de rendimentos. Aí vem a capitalização, que ocorre a uma outra taxa, a de juros, e gera um valor para o capital distinto do valor inicial ou de face. Deduz-se da passagem acima, a forma mais abstrata do capital, o fictício, que corresponde à generalização do conceito de ganho de fundador de Hilferding. De um lado, o juro é remuneração do capital em geral, sendo passível de ser obtido por qualquer massa de riqueza líquida. Por outro, esta última passa a ter um valor fictício que depende em cada momento do tempo, dos rendimentos esperados e da taxa de juros corrente à qual se realiza a capitalização. A rigor, como afirma Marx, qualquer forma de propriedade capaz de produzir um fluxo de renda apropriável privadamente, seja ela ou não produto do trabalho humano, como a terra, por exemplo, é capitalizada à taxa de juros corrente possuindo, portanto, um valor fictício enquanto capital. A parte duplicada, o capital portador de juros, uma vez cedida ao capitalista produtivo, assume a forma de títulos ou direitos sobre a produção futura, com remuneração fixa (títulos de dívida), ou variável (ações). Em cada momento do tempo, o valor variável dessa massa de capital é calculado por meio da capitalização dos rendimentos à taxa de juros corrente. Esse valor nocional, por sua vez, ganha concretude quando da sua negociação nos mercados secundários. A existência desses últimos permite a concretização da divergência entre o valor original e o valor fictício do capital.”

Assim, o conceito de capital fictício possui uma dinâmica própria que nasce da capitalização e se alimenta dos mercados secundários com base em expectativas de variações sancionadas por compra ou venda nos mercados secundários, ampliando ou reduzindo o valor fictício do capital. Com essas características a acumulação fictícia ganha muita elasticidade e descola-se de maneira significativa da acumulação produtiva, não de forma absoluta, mas a sua capitalização ocorre a partir de uma taxa de juros geral e de um fluxo de rendimentos esperados introduzindo um caráter expectacional na forma de cálculo do valor do capital. “Mas, há um limite – impossível de delimitar a priori – que não se pode romper. Do mesmo modo que o dinheiro é abstrato, como forma geral da riqueza, mas não pode prescindir das mercadorias, a acumulação fictícia não pode, *tout court*, prescindir da acumulação produtiva.” (CARNEIRO, 2020, p.300).

Como já dito, uma das abordagens acerca dos estudos sobre financeirização examina a ascensão da orientação ao *shareholder value* como um princípio orientador do comportamento corporativo e, na visão de um grupo mais amplo de estudiosos (economistas

pós-keynesianos, sociólogos econômicos e economistas políticos críticos), amparado na relação entre o declínio da lucratividade da manufatura no final dos anos 60 e o crescimento das atividades financeiras de empresas não financeiras (CARNEIRO, 2020), considerando a financeirização como a sucessora do regime fordista de acumulação, onde o sistema financeiro impõe as normas gerais para o funcionamento da economia que seriam apropriadas no nível da firma pela nova governança centrada na valorização do acionista.

O *shareholder value* foi descrito inicialmente como uma teoria do desempenho corporativo, que prioriza o acionista em relação a outros agentes integrantes da empresa. A orientação ao *shareholder value* tem sido associada à teoria da agência, proposta por economistas financeiros como Eugene Fama e Michael Jensen no final dos anos 1970 (BOYER, 2005; DOBBIN e JUNG, 2010). A teoria da agência postula que os lucros residuais da empresa pertencem ao acionista, já que este não tem garantia contratual de recompensas sobre o investimento (ao contrário dos trabalhadores, por exemplo, que tem garantia contratual de salário). Os gerentes, de acordo com os teóricos da agência, não enfrentam incentivos para maximizar o retorno aos acionistas acabando por apresentar estratégias corporativas que visam maximizar sua própria riqueza. Esta situação, argumentam os teóricos da agência, precisa ser remediada disciplinando a separação entre propriedade e controle, de um lado, disciplinado a atuação dos gerentes corporativos por meio do ativismo dos acionistas, enquanto cria uma relação de interesses em comum entre gerentes e proprietários por meio, por exemplo, da adoção de remuneração de executivos com base no desempenho. Nessa concepção financeira da empresa, a eficiência corporativa é redefinida não mais como a capacidade de produção, mas a capacidade de maximizar dividendos e manter altos os preços das ações (FLIGSTEIN, 1990).

A teoria da agência foi posta em prática durante as décadas de 1970 e 1980, quando investidores institucionais alavancaram suas participações nos grandes conglomerados da era industrial e usaram seus direitos de acionista para reestruturá-los significativamente. Desde então, o *shareholder value* tem sido associado a um determinado conjunto de práticas de negócios, incluindo a introdução de medidas de desempenho financeiro. Dentre os indicadores mais difundidos está o EVA®, da Stern Stewart, que utiliza a noção de lucro residual, definido pelos lucros operacionais líquidos após impostos (do inglês NOPLAT, net operating profit less adjusted taxes) menos a taxa exigida de retorno sobre o capital empregado (do inglês ROCE, *return on capital employed*). Essas práticas têm sido acompanhadas por uma concentração gerencial nas “competências essenciais” da empresa: para satisfazer os investidores e analistas

de negócios da empresa, os gerentes irão se desfazer de ramos de baixo desempenho da empresa na tentativa de aumentar o lucro líquido da empresa (VAN DER ZWAN, 2014). Outras atividades de reestruturação incluem fusões e aquisições, aquisições hostis e aquisições alavancadas, bem como a terceirização de atividades produtivas (DAVIS et al., 1994). O que diferencia a empresa financeirizada de suas predecessoras da era industrial é que os ganhos financeiros dessas operações, na concepção de Lazonick e O'Sullivan (2000) não são reinvestidos nas instalações produtivas da empresa, mas sim distribuídos aos acionistas por meio de pagamentos de dividendos e recompra de ações. É por essas razões que Blackburn apelidou a empresa financeirizada de "a corporação descartável" (2006, p. 42).

Para autores como Julie Froud da *Critical Social Accountancy School* (CSA), discursos propalados de criação de valor são poderosos, pois sugerem um gerenciamento focado e eficaz em melhorar os interesses de acionistas cuja medida é expressa conforme a performance dos indicadores (FROUD et al., 2000).

Neste sentido, a literatura que trata das políticas de maximização do *shareholder value* e financeirização considera que há um impacto das crescentes demandas do mercado de ações por retornos financeiros sobre o comportamento e desempenho corporativo (FROUD et al., 2002). Na financeirização, o comportamento das firmas é alterado de forma a criar dinâmicas abertas e resultados variáveis diferenciados pela instabilidade, reversibilidade e imprevisibilidade. Os autores sugerem, no entanto, que as empresas possuem poucas alavancas reais de atuação em seu setor específico para gerar lucratividade para a empresa de forma individual. Portanto, as contradições são evidentes no sentido de que, embora as empresas possam realizar muitas iniciativas, na prática a administração tem pouco espaço para alterar as condições da indústria às quais a empresa está sujeita. Além disso, o *shareholder value* como uma ideologia emerge de forma incompleta, assim como as normas dos mercados financeiros não podem prescrever como cumprir as metas financeiras propostas pelos indicadores financeiros.

Tal situação fica mais claramente evidenciada quando aplicado principalmente a sistemas de produção mais sofisticados, onde a complexidade não pode ser capturada com critérios financeiros uniformes (KAEDTLER; SPERLING, 2002). A financeirização, portanto, enfrenta limites quando produtos altamente especializados estão envolvidos. Tal situação vai de encontro, portanto, com as promessas de defensores de métricas como o EVA®, que afirmam que um ponto forte desses indicadores é que eles permitem que o desempenho de empresas

diferentes seja classificado de maneira significativamente equivalente. Neste ponto surge um elemento chave na análise do papel do *shareholder value* na construção da financeirização: uma discrepância entre aquilo que é prometido e narrado em contraposição ao que é efetivamente atingido como retornos dos acionistas. Segundo Williams (2000), enquanto antes as empresas tinham que organizar o processo de produção e agradar aos clientes no mercado de produtos, agora elas também têm que atender às expectativas dos gestores de fundos profissionais e atender às expectativas do mercado de capitais. O resultado é uma nova forma de competição (financeira) de "todos contra todos": cada empresa cotada deve competir como um investimento nos mercados de capitais para atender ao mesmo padrão de desempenho financeiro.

### **3. MÉTODO DE PESQUISA**

Um estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto de vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos. Além disso, um estudo de caso pode se debruçar sobre uma única unidade de análise ou ser múltiplo, isto é, ter várias unidades de análise (ROESCH, 2007).

Assim com relação aos objetivos, a presente pesquisa é descritiva-exploratória (GERHARDT; SILVEIRA, 2009), constituindo-se de um estudo de caso com abordagem quali-quantitativa de pesquisa com a utilização da técnica de estudo de caso proposto por Robert Yin (2010). A técnica de estudo de caso foi adotada por causa das características da questão de pesquisa proposta que visa analisar os dados encontrados e compara-los com indicadores de financeirização encontrados na literatura que forneceu a base teórica para o desenvolvimento das categorias de análise.

Como forma de coleta de dados serão coletados os dados secundários de balanço divulgados pela empresa VALE em seus formulários de referência, num recorte temporal de 10 anos, entre 2010 e 2019, em seu site institucional. O Formulário de Referência (FRE) é um documento eletrônico, de encaminhamento periódico e eventual, previsto no artigo 22, inciso II, da Resolução CVM nº 80/22. Tal documento foi escolhido como fonte de dados visto que reúne todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas, além de dados sobre emprego, remuneração de dirigentes dentre outros. Assim, por ser um documento

completo, fornecerá dados suficientes para análise dos indicadores abaixo elencados. Para fins de análise de dados utilizou-se o método de análise documental e a análise de conteúdo dedutiva como proposto por Elo e Kyngas (2008).

### **3.1. Indicadores**

Conforme anteriormente abordado, a financeirização da economia exerce importante influência nas empresas e na sociedade. Esse fenômeno é abordado a partir de várias perspectivas, como um novo regime de acumulação, a maximização do valor acionário e a incorporação de práticas financeiras na vida cotidiana. O conceito envolve o crescimento do setor financeiro, o desenvolvimento de instrumentos financeiros, como securitização e derivativos, e a ampliação do valor negociado nos mercados financeiros.

O trabalho adota uma abordagem da Sociologia Econômica em oposição à Economia Neoclássica, enfatizando a influência de fatores sociais nas leis econômicas. A evolução da sociedade e da economia ao longo do tempo introduz práticas econômicas que não eram comuns no passado, devido à constante busca por melhores formas de viver em sociedade.

Neil Fligstein (2001) argumenta que a financeirização representa uma mudança na maneira como o controle é percebido nas empresas. A primeira concepção é baseada na ideia de que os acionistas buscam maximizar o retorno, concentrando-se no crescimento do valor das ações. Isso leva a uma transição da concepção tradicional de controle financeiro para a maximização do valor ao acionista. Nesse cenário, as empresas não são apenas alvo de fusões e aquisições, mas também são usadas para aumentar o preço das ações por meio de práticas como pagamento de dividendos, recompra de ações e busca de valorização nas bolsas de valores. Fligstein observa que esse movimento começou quando a estratégia de fusões e aquisições não proporcionou os retornos desejados e não valorizou imediatamente as empresas. Em resposta, houve uma mudança em direção à maximização do valor ao acionista, resultando em desinvestimentos em setores considerados não rentáveis e impulsionando o preço das ações no mercado financeiro.

Fato é que a financeirização é um fenômeno econômico complexo, abordando questões sobre a distribuição dos ganhos das empresas entre diferentes *stakeholders*. O objetivo aqui, portanto, é ampliar o entendimento desse tema na agenda de pesquisas da Sociologia Econômica.

Neste sentido, necessário se apontar diretrizes objetivas que possam delimitar o nível de financeirização encontrado na empresa em análise. Para isso utilizaremos alguns indicadores com base na literatura encontrada sobre o tema.

Carmo (2020), em seu trabalho, se propõe a analisar indicadores de financeirização nas dez empresas com maior valor de mercado em nível mundial. Para isso ele propõe oito indicadores que servirão de base para este trabalho: 1) Comparação entre as fontes de lucratividade; 2) Composição Acionária e Aquisições Acionárias. 3) Fusões e Aquisições; 4) Origem dos dirigentes; 5) Pagamento de Compensações aos Executivos; 6) Pagamento de Dividendos aos Acionistas 7) Salários dos Funcionários e 8) Emprego. Os indicadores são um compilado, elaborados com base em revisão bibliográfica de autores que tratam da questão da financeirização através de cada indicador, conforme apresentamos no quadro abaixo:

<b>Indicadores de Financeirização</b>	<b>Autores</b>
1) Comparação entre as fontes de lucratividade	Froud et. al. (2006)
2) Controle Acionário; Aquisições Acionárias; Vendas de Ações	Useem (1996); Davis e Steil (2001); Bebchuk e Fried (2004); Davis (2008); Fichtner et.al. (2017)
3) Fusões e aquisições	Yang, Nam e Kim (2018)
4) Origem dos dirigentes	Crystal (1992); Barkema e Gomez Mejia (1998); Bauer e Bertin-Mouroto (1999); Bizjak et.al. (2000); Conyon et.al. (2000); Fligstein (1991, 2001); Bebchuk et.al. (2002); Bebchuk e Fried (2004); Erturk et.al. (2005)
5) Pagamento de Compensações aos Executivos	
6) Pagamento de Dividendos aos Acionistas – Maximizing Shareholder Value; Stock buybacks	Fama (1968); Fama e French (2001); Lazonick e O’Sullivan (2000); Lazonick (2011, 2012, 2013); Lazonick et. al. (2013); Fligstein (2001); Fligstein e Shin (2004); Van der Zwan (2014); Erturk (2015).
7) Salários dos Funcionários	Shimizu (2015)
8) Emprego	Marx e Mello (2012); Shimizu (2014, 2015); Pardi (2016); Lepadatu e Janoski (2017); Wartzman (2017)

Quadro 1. Indicadores de Financeirização nas maiores empresas contemporâneas (CARMO, 2020 - adaptado)

Vale destacar, conforme Carmo (2020) afirma em seu trabalho, que nenhum indicador é mais importante do que o outro, não havendo uma hierarquia entre eles. Os autores que estão listados no quadro acima vêm já há algum tempo desenvolvendo categorias de análise sobre a financeirização, cada um dos quais enfatizando um aspecto desse processo. São indicadores/categorias de análise que estão sendo debatidos por autores de renome

internacional, alta produtividade acadêmica e influenciadores dos debates atuais. Assim, a junção de algumas dessas categorias nos dá a oportunidade de criar um quadro mais amplo de indicadores sobre os processos de financeirização da sociedade, da economia e das empresas, o que pode ajudar a construir a literatura sobre esse tema de modo enriquecedor.

## **4. RESULTADOS**

### **4.1. Background da VALE S.A**

A VALE, conforme divulgado em seu site institucional, é a segunda maior mineradora do mundo, líder na produção de minério de ferro e presente em mais de 30 países. Embora seja uma empresa de presença global, sua estrutura produtiva é pouco diversificada e concentrada em atividades extrativas, de metalurgia, energia e logística. O objeto social da Companhia consiste em: (i) realizar o aproveitamento de jazidas minerais no território nacional e no exterior, através da pesquisa, exploração, extração, beneficiamento, industrialização, transporte, embarque e comércio de bens minerais; (ii) construir ferrovias, operar e explorar o tráfego ferroviário próprio ou de terceiros, (iii) construir e operar terminais marítimos próprios ou de terceiros, bem como explorar as atividades de navegação e de apoio portuário; (iv) prestar serviços de logística integrada de transporte de carga, compreendendo a captação, armazenagem, transbordo, distribuição e entrega no contexto de um sistema multimodal de transporte; (v) produzir, beneficiar, transportar, industrializar e comercializar toda e qualquer fonte e forma de energia, podendo, ainda, atuar na produção, geração, transmissão, distribuição e comercialização de seus produtos, derivados e subprodutos; e (vi) exercer, no País ou no exterior, outras atividades que possam interessar, direta ou indiretamente, à realização do objeto social, inclusive pesquisa, industrialização, compra e venda, importação e exportação, bem como a exploração, industrialização e comercialização de recursos florestais e a prestação de serviços de qualquer natureza; e (vii) constituir ou participar, sob qualquer modalidade, de outras sociedades, consórcios ou entidades cujos objetos sociais sejam, direta ou indiretamente, vinculados, acessórios ou instrumentais ao seu objeto social.

A VALE foi fundada pelo Governo Federal Brasileiro em 1º de junho de 1942, através do Decreto-Lei nº 4.352, e definitivamente em 11 de janeiro de 1943, pela Assembleia de Constituição Definitiva da Sociedade Anônima Companhia Vale do Rio Doce S.A., sob a forma de sociedade de economia mista, com o objetivo de explorar, comercializar, transportar e

exportar minérios de ferro das minas de Itabira, e explorar o tráfego da Estrada de Ferro Vitória-Minas (EFVM), que transportava minério de ferro e produtos agropecuários pelo Vale do Rio Doce, na região Sudeste do Brasil, até o porto de Vitória, localizado no Estado do Espírito Santo. Não obstante ter sido constituída como sociedade de economia mista a VALE foi privatizada em 1997. Atualmente, a VALE é uma empresa de capital aberto de natureza privada, com sua sede localizada no Rio de Janeiro. Suas ações são cotadas nas Bolsas de Valores de São Paulo (B3), Madrid (LATIBEX) e Nova York (NYSE), e integra o Dow Jones Sector Titans Composite Index. A companhia também esteve listada na Bolsa de Valores de Hong Kong de 2010 até julho de 2016 (VALE S.A).

A VALE opera em 14 estados brasileiros e em diversos países nos cinco continentes, contando com aproximadamente dois mil quilômetros de malha ferroviária e nove terminais portuários de sua propriedade. É líder no mercado de minério de ferro e pelotas desde 1974, mantendo essa posição até hoje. Além disso, é a maior produtora de manganês e ferroligas no Brasil e desempenha um papel fundamental em serviços de logística, onde é a maior no país.

Em 2008, seu valor de mercado foi estimado em 196 bilhões de dólares pela consultoria Economática, tornando-a uma das maiores empresas da América Latina, perdendo apenas para a Petrobras no Brasil. (VALE S.A).

No entanto, a VALE enfrentou graves problemas em relação a direitos humanos e impactos ambientais. Em janeiro de 2012, a empresa foi eleita a pior empresa do mundo em relação a direitos humanos e meio ambiente pelo Public Eye People's, um prêmio concedido por ONGs como Greenpeace e Declaração de Berna desde o ano 2000. Além disso, a VALE ganhou notoriedade negativa devido aos desastres ambientais em Mariana, Minas Gerais, em 2015, e em Brumadinho, também em Minas Gerais, em 2019. Em ambos os casos, barragens pertencentes à mineradora se romperam, resultando em centenas de vítimas e desaparecidos devido à inundação de rejeitos de mineração.

#### **4.2. Comparação entre as fontes de lucratividade**

Os produtos e serviços comercializados pela VALE, até 2016 (em 2017 as operações com fertilizantes foram descontinuadas), se dividiam basicamente em cinco grandes segmentos operacionais: (i) *Bulk Materials* - Compreende a extração de minério de ferro e produção de pelotas, bem como os sistemas norte, sul e sudeste de transporte, incluindo ferrovias, portos, terminais e embarcações, vinculados às operações de mineração. O minério de manganês, a produção de ferroligas e o carvão (em 2014 e 2015 foi estratificado com apresentação de

resultado apartado) também estão incluídos neste segmento; (ii) Metais base – Compreende a produção de minerais não ferrosos, incluindo as operações de níquel (coprodutos e subprodutos), cobre e investimentos em coligadas de alumínio; (iii) Fertilizantes – Compreendem três importantes grupos de nutrientes: potássio, fosfatados e nitrogênio. Trata-se de um segmento de negócio, reportado a partir de 2010, que se formou através de aquisições e crescimento orgânico. Contudo, em dezembro de 2016, A VALE acordou a venda de uma parte substancial do seu negócio de fertilizantes para a The Mosaic Company (“Mosaic”), sujeito a certas condições precedentes. Como resultado, esse segmento de negócios passou a ser reportado como “operações descontinuadas”. Até o fechamento da transação, ocorrido no fim de 2017, a VALE continuou a realizar operações de potássio e fosfatados no Brasil e a deter 51% de participação com direito a voto em uma *joint venture* que operava uma mina de rocha fosfática no Peru; (iv) Serviços de Logística – compreendem os sistemas de transporte de cargas para terceiros, divididos em serviços de transporte ferroviário, portuários e marítimo; (v) Outros – compreendem os investimentos em *joint ventures* e coligadas em outros negócios.

O quadro abaixo contém um resumo do lucro líquido apresentado pela VALE estratificado por seguimento operacional.

Lucro Líquido por Produto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total
*em milhares de R\$											
Bulk Materials	30.894.978	36.570.065	20.084.008	7.060.036	60.395.000	-8.533.000,00					146.471.087
Carvão					1.740.000	-16.097.000,00					-14.357.000
Metais Base	-392.258	3.463.686	-9.200.185	-781.142	18.137.000	-17.553.000,00					-6.325.899
Fertilizantes	-97.935	90.420	2.345.589	-6.088.378	5.656.000	-707.000,00					1.198.696
Serviços de Logística	453.328	-239.903	-320.549								-107.124
Operações Descontinuadas				-3.602							-3.602
Outros	-436.621	-2.430.044	-3.175.169	-71.823	2.347.000	-1.323.000,00					-5.089.657
Lucro Líquido total	30.421.492	37.456.235	9.733.694	115.091	88.275.000	-44.213.000	13.311.000	17.627.000	25.657.000	-6.672.000	171.711.512

A partir do exercício social de 2016, a Companhia descontinuou a apresentação do lucro líquido (prejuízo) por segmento.

Tabela 1. Comparativo das fontes de lucratividade da VALE por seguimento operacional. Elaborada pelo autor

As vendas de bulk materials – minério de ferro, pelotas, minério de manganês, ferroligas, carvão metalúrgico e térmico – somados aos metais base representam cerca de 90%

da receita operacional líquida total da VALE. O quadro abaixo representa um compilado das receitas operacionais totais bem como das principais despesas apresentadas.

*em bilhões R\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Receita Operacional	80,677	102,019	91,269	101,49	82,619	78,057	94,633	108,532	134,483	148,64
Custo de produtos e serviços	34,166	42,451	49,832	52.511	53,773	62,78	61,143	67,257	81,201	83,836
Despesas administrativas e de vendas	3,015	3,985	4,249	2,804	2,452	2,009	1,755	1,697	1,917	1,924
Pesquisa e desenvolvimento	1,539	2,822	2,886	1,745	1,568	1,326	1,098	1,086	1,376	1,765
Outras despesas	4,007	4,836	3,981	2,157	2,477	0,588	0,937	1,338	0,984	2,052

Tabela 2. Total de receitas operacionais e principais despesas. Elaborada pelo autor.

### 4.3. Composição Acionária e Aquisições Acionárias

Desde a privatização em maio de 1997, sua estrutura proprietária foi pulverizada entre investidores institucionais, sobretudo estrangeiros. Entre 2010 a 2017 o controle direto da VALE era exercido pela Valepar S.A. uma sociedade *holding* que detinha participação em 32,4% do capital social e 53,6% das ações ordinárias (com direito a voto) da VALE. A Valepar era controlada por: (i) Litel Participações S.A., sociedade *holding* (48,79%); (ii) Bradespar S.A., sociedade *holding* (17,00%); (iii) Mitsui & Co. Ltd, sociedade de comércio exterior (trading company) (15,00%); (iv) BNDES Participações S.A., sociedade *holding* (9,79%); e (v) Eletron S.A., sociedade *holding* (0,02%). Os percentuais apresentados se referem a situação em 2010.

A Litel Participações S.A. é uma sociedade *holding* controlada pelo BB Carteira Ativa (78,41%), fundo de investimento administrado por BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., cujas cotas são 100% detidas pela Previ – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ). A Previ é uma entidade fechada de previdência privada e seus participantes são funcionários do Banco do Brasil e empregados do quadro próprio da Previ. Além da Previ compõem a Litel os fundos de pensão Petros, Funcef e Fundação Cesp.

A Bradespar S.A. é uma sociedade *holding* controlada por: (i) Cidade de Deus Companhia Comercial de Participações S.A., sociedade *holding*; (ii) NCF Participações S.A., sociedade *holding*; (iii) Nova Cidade de Deus Participações S.A., sociedade *holding* e (iv)

Fundação Bradesco, entidade sem fins lucrativos com o objetivo de proporcionar educação e profissionalização a crianças, jovens e adultos.

A Mitsui & Co. Ltd é uma sociedade de comércio exterior (*trading company*) do Japão, que possui seu capital social altamente pulverizado, e tem como maiores acionistas os seguintes bancos japoneses: (i) The Master Trust Bank of Japan, Ltd. (*trust account*), com 9,04% do capital social; e (ii) Japan Trustee Services Bank, Ltd. (*trust account*), com 6,8% do capital social.

O BNDES Participações é uma sociedade *holding* 100% detida pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES. O BNDES é uma empresa pública dotada de personalidade jurídica de direito privado, cujas ações são 100% detidas pela União Federal.

A Eletron S.A. é uma sociedade *holding* controlada por Opportunity Anafi Participações S.A. (99,97%), sociedade *holding* controlada por Belapart S.A. (38,47%), Valetron S.A. (38,47%) e *Opportunity Holding* FIP (23,07%). O *Opportunity Holding* FIP é um fundo de investimento em participações.

Em 2017 a empresa passou por uma reestruturação societária da Companhia, bem como a mudanças na governança corporativa, com o objetivo de transformar a Companhia em uma sociedade sem controle definido e viabilizar a sua listagem no segmento especial do Novo Mercado da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, ante o fim do acordo de acionistas que vigorou por 20 anos, desde a privatização da VALE em 1997, e que expirou em maio de 2017, abrindo espaço para um novo desenho societário da mineradora. Contudo, em agosto de 2017, a Litel Participações S.A. (“Litel”), a Bradespar S.A. (“Bradespar”), a Mitsui & Co. Ltd. (“Mitsui”) e a BNDES Participações S.A. (“BNDESPAR” e, em conjunto com os demais, “Acionistas Signatários do Acordo”) celebraram um acordo de acionistas mediante o qual se obrigam a votar conjuntamente em certas questões-chave (“Acordo de Acionistas”). Tal Acordo de Acionistas entrou em vigor em 14 de agosto de 2017 e vigorou até 09 de novembro de 2020. Em 31 de dezembro de 2017, Litel, Bradespar, Mitsui e BNDESPAR detinham, em conjunto, 40,29% do capital total da Companhia. Enquanto detiveram tal participação acionária sem nenhum outro acionista com uma participação acionária superior, os Acionistas Signatários do Acordo puderam vir a eleger a maioria dos membros do Conselho de Administração e a controlar o resultado de algumas ações que requeriam a aprovação dos acionistas.

Atualmente esta é a composição acionária divulgada (VALE, 2022):

## Composição Acionária

31 de julho de 2022



Departamento de Relações com Investidores

	31 de julho de 2022	VALE ON (ADR) =	US\$ 13,46
Acionistas	Número de ações	Valor - US\$ milhões	
<b>Acionistas com mais de 5% do capital total</b>	<b>1.319.727.671</b>	<b>17.764</b>	<b>27,62%</b>
Previ	411.270.356	5.536	8,61%
Capital World Investors <sup>1</sup>	319.508.101	4.301	6,69%
Blackrock, Inc. <sup>2</sup>	302.602.159	4.073	6,33%
Mitsui&co	286.347.055	3.854	5,99%
<b>Outros</b>	<b>3.227.568.727</b>	<b>43.443</b>	<b>67,54%</b>
<b>Golden shares</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>
<b>Total (sem ações em tesouraria)</b>	<b>4.547.296.410</b>	<b>61.207</b>	<b>95,15%</b>
Ações em tesouraria	231.592.853	3.117	4,85%
<b>Capital total</b>	<b>4.778.889.263</b>	<b>64.324</b>	<b>100,00%</b>

<sup>1</sup> Posição de 24/05/2022

<sup>2</sup> Posição de 31/12/2021

Figura 2 – Composição acionária da VALE

A estrutura proprietária, ao que tudo indica, tem condicionado a adoção de uma estratégia corporativa financeirizada e de maximização do valor de seus acionistas (*shareholders*), em detrimento da sociedade e dos demais *stakeholders* (empregados, fornecedores, governo).

### 4.4. Fusões e Aquisições

Ao longo dos anos diversas fusões e aquisições ocorreram na empresa. Listamos a seguir algumas das mais relevantes aquisições bem como alguns desinvestimentos

#### 4.4.1. Aquisições

- **Fusão com a Inco (2006):** Embora tenha ocorrido antes do período objeto deste estudo, é importante notar que a VALE adquiriu a Inco Limited, empresa canadense de mineração de níquel e, até então a maior mineradora de níquel do mundo, em uma das maiores transações de fusão na indústria de mineração. Em outubro de 2006, a VALE anunciou a fusão com a Inco, cuja fusão foi concretizada ao longo de 2007. Após essa integração, o conglomerado resultante se tornou a 31ª maior empresa do mundo,

alcançando um valor de mercado de 298 bilhões de reais, superando até mesmo a IBM em valor de mercado.

- **Aquisição no segmento de fertilizantes (2010):** Por meio da sua subsidiária Mineração Naque S.A. adquiriu as ações de propriedade da Mosaic (The Mosaic Company), da Fertifos (Fertifos Administração e Participações) e da Fosfertil (Fertilizantes Fosfatados), além de 100% do capital da Bunge Participações e Investimentos (BPI). Nessa mesma operação a VALE também adquiriu uma planta de processamento localizada em Cubatão, no estado de São Paulo, com capacidade para produzir 300 000 toneladas métricas por ano de superfosfato simples.
- **Aquisição da Xstrata (2012):** A VALE adquiriu ativos de níquel da Xstrata na região de Sudbury, Canadá, como parte de um acordo global que incluiu a venda de outros ativos.
- **Aquisição da Ferrous Resources (2019):** A VALE adquiriu a Ferrous Resources, uma empresa de mineração de ferro com ativos no Brasil, incluindo minas e infraestrutura de logística. Isso fortaleceu a posição da VALE no mercado de minério de ferro.

#### *4.4.2. Desinvestimentos*

- **Desinvestimento na Vale Thermal Coal (2013):** A VALE vendeu seus ativos de carvão térmico na Colômbia.
- **Desinvestimento na Valemax (2014):** A VALE vendeu quatro navios Valemax para a China Ocean Shipping Company (COSCO) como parte de sua estratégia de otimização logística.
- **Desinvestimento na Vale Moçambique (2014):** A VALE vendeu sua participação em projetos de carvão em Moçambique, em parte devido a desafios operacionais e logísticos.
- **Desinvestimento em Carvão na Austrália (2016):** A VALE vendeu suas minas de carvão térmico na Austrália para a Glencore.
- **Desinvestimento na Vale Fertilizantes (2017):** A VALE vendeu sua participação na Vale Fertilizantes para a Mosaic Company, focando em suas operações de mineração.

- **Desinvestimento na Vale New Caledonia (2020):** A VALE vendeu uma participação majoritária em sua operação de níquel em Nova Caledônia para a New Century Resources, devido a desafios operacionais e econômicos.

#### **4.5. Origem dos dirigentes**

Até maio de 2011 a VALE foi presidida por Roger Agnelli (presidiu a empresa de 2001 a 2011). Agnelli era formado em Economia pela Fundação Armando Álvares Penteado (FAAP) e desenvolveu sua carreira profissional no Grupo Bradesco, onde trabalhou de 1981 a 2001. Em 1998, Roger assumiu a posição de diretor-executivo do Banco Bradesco, onde permaneceu até 2000, ano em que se tornou Presidente e CEO da Bradespar. Antes de ser escolhido como diretor-presidente da VALE, Roger Agnelli foi presidente do Conselho de Administração da empresa. Ele também foi membro do conselho de administração de importantes empresas do país e no exterior, entre elas Petrobras, Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), Latasa, Suzano Petroquímica, Brasmotor, Rio Grande Energia, VBC Energia S.A., Duke Energy, Spectra Energy, entre outras (“Roger Agnelli”, 2023). Em março de 2011, foi iniciada uma campanha do governo brasileiro para demitir o então presidente da VALE ante especulações sobre o contexto político de disputa dos royalties de exploração mineral e indícios de desvio de verbas na prefeitura de Parauapebas. Com apoio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e da Previ que juntos detinham 60,5% da VALE, Agnelli foi substituído, deixando a presidência em maio de 2011. Seu sucessor foi Murilo Pinto de Oliveira Ferreira (“Vale S.A.”, 2022).

Murilo Pinto de Oliveira Ferreira é graduado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP), com pós-graduação em Administração e Finanças pela FGV do Rio de Janeiro e especialização em M&A pela IMD Business School, em Lausanne, na Suíça. Nos seus 6 anos de comando da companhia a tornou mais enxuta, aumentando sua capacidade operacional e mantendo um nível de endividamento saudável para a empresa (“Vale S.A.”, 2022).

Em 2017, quem tomou posse da presidência foi Fabio Schvartsman e ocupou o posto até fevereiro 2019, quando um documento assinado por integrantes do Ministério Público Federal (MPF), do Ministério Público de Minas Gerais (MPMG) e da Polícia Federal (PF) pedia ao conselho de administração da VALE o “imediato afastamento” do diretor-presidente, além

de outros quatro diretores da empresa, ante aos incidentes em Brumadinho/MG (GORTÁZAR, 2019). Graduado e pós-graduado em engenharia de produção pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (POLI-USP), foi diretor financeiro da Ultrapar e chefiou a Duratex e a Klabin antes de assumir a presidência da VALE. Em seu lugar assumiu Eduardo Bartolomeo, que segundo site institucional da empresa é Executivo sênior com sólida experiência em operações integradas de commodities a granel, cadeia de suprimentos e *turnaround* de negócios. Ainda segundo a empresa, Bartolomeo se destaca por sua capacidade de liderar operações complexas e estabelecer uma cultura de excelência operacional. Seu estilo de gestão tem como foco a saúde, segurança, eficiência e produtividade, visando a obtenção de resultados por meio da disciplina na gestão da rotina (BARTOLOMEO; PRESIDENTE, [s.d.]).

Além dos presidentes, a tabela abaixo mostra um resumo das formações dos diretores executivos ao longo dos anos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Engenheiro	4	4	4	4	4	2	2	3	4	4
Economista	2	2	1	-	-	-	-	-	-	-
Administrador de Empresas	1	1	2	2	2	2	1	1	-	-
Geólogo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Contador	-	-	-	1	1	1	1	-	-	-
Advogado	-	-	-	-	-	1	2	1	2	1
Matemático	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1

Tabela 3: Formação dos Diretores Executivos da VALE. Elaborado pelo autor.

#### 4.6. Pagamento de Compensações aos Executivos

A VALE é uma das maiores mineradoras diversificadas do mundo e uma das maiores empresas privadas na América Latina. Trata-se, portanto, de uma empresa global, de grande complexidade e porte e que requer, para sua administração, um profundo conhecimento dos seus negócios e do seu mercado, além de uma dedicação ilimitada. Como empresa global, a VALE sabe que reter e engajar os profissionais ocupantes de posições estratégicas, especialmente os Diretores Executivos, é um desafio crítico para o sucesso da Companhia, no presente e no médio e longo prazos. Para tanto, o mercado é sempre a referência, dentro de uma perspectiva de competição global, e, dessa forma, a VALE considera, para fins de determinação da remuneração dos seus administradores, as políticas de remuneração praticadas pelas principais empresas de mineração (*top mining companies*), assim como por outras grandes

companhias globais de outros segmentos. Desta forma, a política de remuneração da VALE tem como objetivo atrair, motivar e reter seus talentos, bem como considera as práticas de mercado nas localidades onde atua, seu alinhamento à estratégia da companhia no curto e longo prazo, seu retorno para os acionistas e a sustentabilidade de seus negócios.

De acordo com o disposto no artigo 10, Parágrafo 4º do Estatuto Social da Companhia, a remuneração global e anual dos administradores da Companhia é fixada pela Assembleia Geral Ordinária, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

A remuneração do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal é composta basicamente de remuneração fixa constituída de Pró-labore. Para os membros do Conselho de Administração a remuneração considera, exclusivamente, o pagamento de uma parcela fixa mensal (honorários). A remuneração fixa contratada tem como objetivo remunerar os serviços de cada conselheiro, dentro do escopo de responsabilidade atribuído ao Conselho de Administração da Companhia. Já para os membros do Conselho Fiscal a remuneração considera apenas o pagamento de uma parcela fixa mensal (honorários), não computados os benefícios, verbas de representação e participação nos lucros. Os membros do Conselho Fiscal também têm direito a reembolso das despesas de locomoção e estadia necessárias ao desempenho das suas funções. Os membros suplentes somente são remunerados nos casos em que exercem a titularidade em virtude de vacância, impedimento ou ausência do respectivo membro titular. A remuneração fixa contratada tem como objetivo remunerar os serviços de cada conselheiro, dentro do escopo de responsabilidade atribuído ao Conselho Fiscal da Companhia. A determinação da remuneração do Conselho Fiscal é realizada em função de percentual da remuneração média atribuída aos Diretores Executivos.

Já os Diretores Executivos Estatutários tem Remuneração Fixa composta de Pró-labore e um pacote de benefícios também compatível com as práticas de mercado e que inclui Assistência Médico-Hospitalar e Odontológica, Previdência Complementar e Seguro de Vida, além de Remuneração Variável composta de parcela variável anual (bônus) baseada nos resultados da Companhia e definida por meio de indicadores e metas objetivas, derivadas do planejamento estratégico e do orçamento anual aprovado pelo Conselho de Administração, e Remuneração Baseada em Ações. As mesmas regras também se aplicam a Diretores Executivos Não-Estatutários. Estes diretores podem ser responsáveis por funções corporativas globais ou unidades de negócios, ou por funções corporativas regionais ou locais, ou ainda por áreas ou

sistemas operacionais nos diversos negócios da Companhia. No caso desses diretores a ressalva que se faz é que não fazem jus a bônus, mas tem direito à Participação nos lucros e Resultados (PLR), diferentemente da Diretoria Estatutária.

A remuneração variável dos diretores que representa quase 75% da remuneração total e está em grande medida associada à evolução do preço das ações. A Figura 3 permite observar a expressiva valorização das ações da VALE no período. Somente entre 2016-2018, as ações da VALE quase quadruplicaram de valor, enquanto o índice Bovespa duplicou. Os ganhos com as ações da VALE no período 2016-2018 mais que compensaram as perdas do período 2011-2015. O gráfico abaixo apresenta uma evolução do valor das ações no período analisado.



Figura 3: Gráfico de Candles indicando a variação dos preços de VALE3. Elaborado pelo autor no *software Profit Pro*.

Por sua vez, a precificação das ações pelos agentes do mercado financeiro está associada aos resultados financeiros da empresa e à adoção da estratégia de maximização de valor para os acionistas. A empresa apresentou uma elevada rentabilidade na última década, sobretudo pela recuperação do preço do minério de ferro em decorrência do bom desempenho do setor siderúrgico chinês. No período de 2010 a 2019, a VALE acumulou um lucro aproximado de R\$ 172 bilhões, apesar do grande prejuízo de 2015 de R\$ 44 bilhões. Só no acumulado dos três primeiros trimestres de 2018, o lucro líquido atingiu R\$ 19 bilhões.

Segundo os Formulários de Referência da VALE, as razões que justificam a composição da remuneração são o incentivo à maximização do retorno para o acionista, à melhoria da gestão, a melhores desempenhos, e à retenção dos executivos da Companhia, visando ganhos

pelo comprometimento com os resultados de longo prazo e com o desempenho de curto prazo da Companhia. Em relação aos diretores, a VALE adota um modelo de composição da remuneração que concentra uma parcela significativa da remuneração total nos componentes variáveis (tanto de curto como de longo prazo), sendo parte da política de compartilhamento de riscos e resultados com os principais executivos da Companhia.

De 2010 a 2017, por força de decisão judicial, a VALE não divulgava a remuneração individual máxima, mínima e média do conselho de administração, da diretoria estatutária e do conselho fiscal, exigência contida no subitem 13.11 do anexo 24 da Instrução CVM 480, divulgando apenas valores globais. A partir de 2017 essa informação passou a constar nos Formulários de Referência com data retroativa a 2015. O quadro abaixo contém um compilado das remunerações máxima e mínima e do valor médio de remuneração dos diretores executivos.

	2015	2016	2017	2018	2019
Número de Membros Remunerados	8	7,55	6,77	6	6,91
Valor da maior remuneração	R\$ 22.966.378,00	R\$ 10.745.723,58	R\$ 58.539.091,15	R\$ 22.625.108,16	R\$ 15.102.649,02
Valor da menor remuneração	R\$ 7.290.389,18	R\$ 3.805.919,53	R\$ 7.279.805,88	R\$ 5.255.131,28	R\$ 3.281.499,41
Valor médio da remuneração	R\$ 11.663.078,35	R\$ 7.679.998,68	R\$ 23.837.328,66	R\$ 27.683.502,09	R\$ 12.359.524,81

Tabela 4: - Remuneração Individual Máxima, Mínima e Média da Diretoria Estatutária. Elaborada pelo autor.

#### 4.7. Pagamento de Dividendos aos Acionistas

A distribuição do lucro líquido das empresas aos acionistas e seus executivos tem combinado o pagamento de dividendos aos acionistas com a chamada *stock buybacks*, ou recompra de ações. De acordo com o artigo 38 do Estatuto Social da VALE, pelo menos 25% dos lucros líquidos anuais, ajustados na forma da lei, serão destinados ao pagamento de dividendos. Uma resolução que entrou em vigor em 2018, a DCA 018/20183, alterou a política de remuneração aos acionistas estabelecendo que o valor mínimo da remuneração será de 30% do EBITDA Ajustado menos Investimento Corrente. A aplicação desta Política foi suspensa pelo Conselho de Administração da VALE em 27/01/2019, tendo sido restabelecida em 29/07/2020 pelo mesmo colegiado. Tem-se na tabela abaixo um resumo histórico da distribuição de dividendos da companhia.

*valores em milhares de R\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Lucro líquido ajustado*	33.247.421,67	34.927.194,66	8.647.979,79	99.069,96	744.895,12	0,00	11.761.350,21	16.053.009,00	22.877.070,82	0,00
Dividendo distribuído total*	9.778.653,43	9.062.863,76	8.647.979,79	9.319.275,00	9.738.750,00	0,00	5.523.725,44	4.721.473,24	7.694.078,60	0,00
Dividendo distribuído em relação ao lucro líquido ajustado	29,41%	25,95%	100,00%	9406,76%	1307,40%	0,00%	46,97%	29,41%	33,63%	0,00%
Taxa de retorno em relação ao patrimônio líquido do emissor (ROE)	31,00%	26,00%	6,00%	0,10%	0,64%	0,00%	10,46%	11,90%	15,05%	0,00%

Tabela 5: Distribuição de dividendos da VALE. Elaborado pelo autor.

Soma-se a isso o fato de que entre 2010 e 2019 o Conselho de Administração aprovou a aquisição pela VALE, através de planos de recompra de ações do emissor para permanência em tesouraria e posterior cancelamento ou alienação, o valor de US\$ 6 bilhões. Segundo informações do próprio Formulário de Referência da empresa, o objetivo do programa era a utilização do excesso de recursos mantidos em caixa para a otimização da alocação do capital e maximização de valor para os acionistas.

#### 4.8. Salários dos Funcionários

A VALE não divulga em seus Formulários de Referência informações detalhadas sobre a política de remuneração de seus funcionários. Segundo os formulários, a VALE segue a prática de realizar pesquisas comparativas de remuneração, oferecendo a todos os seus empregados próprios, um salário igual ou superior ao mínimo legal praticado em cada localidade. Adicionalmente, informa que por meio da sua remuneração variável, a VALE promove o engajamento dos seus empregados e incentiva o desempenho cada vez maior por meio de recompensas diferenciadas, fortalecendo a cultura de busca constante por resultados. O pacote de remuneração permite também, o alinhamento dos objetivos e resultados individuais aos da VALE. A partir de 2017, implantou uma métrica que varia de 0 a 200% de um valor de referência baseado no mercado, dependendo de certas metas fixadas e da geração de caixa em cada período. Nas unidades próprias da VALE, a avaliação de desempenho para remuneração variável de curto prazo (anual) é baseada em metas anuais alinhadas à estratégia da Companhia e ao orçamento definidos pelo Conselho de Administração. Tal avaliação é realizada por meio de um processo interativo entre os empregados e seus gestores, além de contar com sistema informatizado, no qual os resultados são registrados. Neste programa, os empregados são recompensados pelo cumprimento e/ou superação de suas metas, e também de acordo com os resultados obtidos pelos indicadores de orçamento e performance da empresa ou do negócio que atuam. Cada resultado alcançado nas metas representa uma quantidade de pontos e a soma

dos pontos é um dos fatores que, junto com o resultado da VALE, definirá a remuneração variável de curto prazo do empregado.

Ante a falta de informações mais detalhadas sobre as remunerações em termos nominais, buscou-se verificar junto aos sindicatos de categoria informações sobre reajustes salariais celebrados via Acordos Coletivos de Trabalho para se ter uma dimensão da evolução salarial dos empregados não-ocupantes de cargos da diretoria (conselho de administração, diretoria estatutária e conselho fiscal).

Ainda segundo os formulários, a VALE negocia salários e benefícios com vários sindicatos, celebrando acordos coletivos de abrangência nacional e acordos específicos locais com sindicatos que representam 100% dos empregados da Companhia no país. Segundo os dados apresentados pela empresa, em decorrência dos acordos, entre 2010 e 2019 houve aumento de 7% em 2010, 8,6% em 2011, 8,0% em 2012, 6,0% em 2013, 5,4% em 2014, 8,5% concedido a partir de novembro de 2016, 2,5% a partir de novembro de 2017, 6% a partir de novembro de 2018 e 3,5% a partir de novembro de 2019, não tendo havido aumento em 2015, perfazendo um reajuste total de 71,1% no período.

Ano	Índice de Reajuste	Reajuste Acumulado
2010	7,0%	7,0%
2011	8,6%	16,2%
2012	8,0%	25,5%
2013	6,0%	33,0%
2014	5,4%	40,2%
2015	0,0%	40,2%
2016	8,5%	52,1%
2017	2,5%	55,9%
2018	6,0%	65,3%
2019	3,5%	71,1%

Tabela 6: Evolução de reajustes salariais concedidos. Elaborado pelo autor.

Os percentuais apresentados pelo formulário condizem com os apresentados nos Acordos Coletivos entre a VALE e o Sindicato dos Trabalhadores na Indústria da Extração e Beneficiamento do Ferro e Metais Básicos do Ouro e Metais Preciosos e de Minerais não Metálicos de Marabá, Parauapebas, Canaã dos Carajás, Curionópolis e Eldorado dos Carajás no Estado do Pará/PA – SINDICATO METABASE CARAJÁS, dentre outros.

Apesar de não fornecer dados nominais sobre pagamento de salários, o site Glassdoor.com tem informações sobre salários, remunerações, gorjetas, bônus e pagamento acordo com relatórios e estimativas informados pelos funcionários. O site conta com cerca de 9,8 mil contribuições em relação a VALE. O site, contudo, apresenta apenas os valores mais atuais, não possuindo base de dados com históricos de salário. Assim, com base nas informações encontradas no site e com as informações apresentadas dos reajustes concedidos com base nos Acordos Coletivos de Trabalho pudemos elaborar uma estimativa da evolução salarial de alguns cargos.

Cargo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Mecânico	16766,01	18207,88	19664,51	20844,39	21969,98	21969,98	23837,43	24433,37	25899,37	26805,85
Eletricista	16786,16	18229,77	19688,15	20869,44	21996,39	21996,39	23866,08	24462,73	25930,50	26838,07
Operador De Produção	17061,06	18528,31	20010,58	21211,21	22356,62	22356,62	24256,93	24863,36	26355,16	27277,59
Operador De Máquinas	17616,55	19131,58	20662,10	21901,83	23084,53	23084,53	25046,71	25672,88	27213,25	28165,72
Assistente Administrativo	17927,63	19469,40	21026,96	22288,57	23492,16	23492,16	25488,99	26126,22	27693,79	28663,07
Maquinista	21958,17	23846,57	25754,30	27299,55	28773,73	28773,73	31219,50	31999,98	33919,98	35107,18
Analista Pleno	47841,98	51956,39	56112,90	59479,67	62691,57	62691,57	68020,36	69720,87	73904,12	76490,76
Engenheiro Pleno	69482,35	75457,83	81494,46	86384,13	91048,87	91048,87	98788,02	101257,72	107333,19	111089,85
Supervisor	71594,25	77751,36	83971,46	89009,75	93816,28	93816,28	101790,66	104335,43	110595,55	114466,40
Gerente	133688,31	145185,51	156800,35	166208,37	175183,62	175183,62	190074,23	194826,09	206515,65	213743,70

\*Valores em Reais

Tabela 7: Média salarial por cargos. Elaborada pelo autor com dados do site glassdoor.com.br.

#### 4.9. Emprego

O quadro abaixo apresenta o número de empregados da Companhia e de suas controladas ao longo do período estudado. A fim de melhor trazer à baila a realidade brasileira, para além de mostrar o número total de empregados também estratificamos pela localidade, o Brasil.

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Número de empregados próprios	Total	70.785	79.646	85.305	83.286	76.531	74.098	73.062	73.596	70.270	71.149
	Brasil	56.012	62.667	67.580	66.165	59.765	57.850	56.576	57.513	55.230	55.439
Número de empregados terceirizados	Total	103.300	108.084	110.343	129.096	129.920	92.242	66.659	56.979	54.644	78.143
	Brasil	74.857	83.723	85.246	93.335	98.308	72.403	52.968	44.084	40.371	57.388
<b>Total de empregados</b>	<b>Total</b>	<b>174.085</b>	<b>187.730</b>	<b>195.648</b>	<b>212.382</b>	<b>206.451</b>	<b>166.340</b>	<b>139.721</b>	<b>130.575</b>	<b>124.914</b>	<b>149.292</b>
	<b>Brasil</b>	<b>130.869</b>	<b>146.390</b>	<b>152.826</b>	<b>159.500</b>	<b>158.073</b>	<b>130.253</b>	<b>109.544</b>	<b>101.597</b>	<b>95.601</b>	<b>112.827</b>

Tabela 8: Número de empregados da VALE. Elaborado pelo autor.

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados obtidos pela pesquisa demonstram que o processo de financeirização é bastante dinâmico e heterogêneo visto que os indicadores utilizados não se comportam de forma linear na empresa, reforçando em maior ou menor grau os níveis de financeirização. Indicadores como composição acionária, pagamento de compensações aos executivos, pagamento de dividendos e emprego se mostraram mais fortemente influenciados por um modelo financeirizado, inclusive com objetivo expresso de criar valor ao acionista. Origem dos dirigentes sofreu uma forte mutação ao longo do período com uma maior influência do setor financeiro no início do período de estudo para uma maior influência de dirigentes com perfil operacional ao longo dos anos. E apesar de algumas ressalvas o indicador de salários dos funcionários aparentemente sofre menor influência de um modelo financeirizado, haja vista haver uma política de reajustes constantes. Além disso quando comparamos as fontes de lucratividade, observamos que os lucros advêm muito fortemente de atividades ligadas ao *core business* da empresa. Passaremos agora a análise dos indicadores.

### 5.1. Comparação entre as fontes de lucratividade

Froud et.al. (2006) consideraram que uma das características do processo de financeirização é o desenvolvimento dos setores financeiros das empresas, obtendo maiores lucratividades proporcionais do que os setores produtivos, além da valorização das empresas por meio das bolsas de valores e outros instrumentos financeiros. Há, portanto uma tendência ao aumento da participação dos serviços e da área financeira no conjunto do negócio das empresas, além de um aumento da lucratividade do setor financeiro em comparação com seu setor produtivo.

No caso da VALE o que se observa é que a maior parte da lucratividade da empresa advêm da exploração do seu *core business* em especial da venda relativa ao *Bulk Materials* - compreende a extração de minério de ferro e produção de pelotas, manganês, a produção de ferroligas e o carvão – além dos metais base – compreende a produção de minerais não ferrosos, incluindo as operações de níquel (coprodutos e subprodutos), cobre e investimentos em coligadas de alumínio, o que não diminui a importância de geração de caixa através de outras atividades que não necessariamente ligadas a atividade fim, em especial a venda de ativos.

## **5.2. Composição Acionária e Aquisições Acionárias**

No que tange à composição acionária Useem (1996) foi um dos primeiros a detectar o processo de transição do gerencialismo para a predominância dos acionistas. A revolução dos gerentes deu espaço a revolução dos acionistas como aqueles atores que iriam protagonizar a gestão das empresas, obtendo enorme influência na condução das estratégias das empresas modernas. Davis (2008) depois tratou da concentração da propriedade de grandes empresas nas mãos de poucos fundos de investimentos e bancos. Mais recentemente, Fichtner et.al. (2017) circunscreveram sua pesquisa no poderio de apenas três gigantescos fundos de investimentos, Vanguard Group, BlackRock Inc. e State Street Corp, que, juntos, estão presentes em 88% das empresas listadas na S&P 500 e são os maiores acionistas em 40% de todas as empresas norte-americanas (FICHTNER, et.al. p.322, 2017). O fato de que cada vez mais investidores institucionais participam das ações das empresas é um indicador de financeirização, na medida em que há uma maior dependência das empresas dos investidores institucionais.

No caso da VALE, desde a privatização em 1997, verifica-se uma grande concentração de investidores institucionais e grandes fundos de investimento, seja quando o controle direto da VALE era exercido pela Valepar S.A., seja após sua dissolução. Inclusive destacamos o BlackRock Inc, citado no trabalho de Fichtner et.al. (2017), com importante participação acionária na VALE, além de outros importantes fundos de investimento nacionais como a PREVI e bancos como o Bradesco.

## **5.3. Fusões e Aquisições**

É importante destacar que as fusões e aquisições de empresas são um fenômeno que remontam os primórdios do capitalismo industrial desde o início do século XX e não propriamente tem a ver com a financeirização em si. É necessário admitir que há razões, muito além da financeirização, que explicam tais decisões como aumento do poder de mercado e aproveitamento de economias de escala para fins de redução de custos. As aquisições de empresas fortalecem a financeirização na medida em que concentra a propriedade em menos mãos, concentra o poder de decisão e concentra o montante de dividendos que serão pagos e ações que serão recompradas em menores círculos de decisão, em geral decisões tomadas pelos representantes dos maiores acionistas.

No caso da VALE as principais fusões e aquisições se deram no âmbito da mineração. Ainda que o setor de fertilizantes (projeto que não durou muito) não esteja diretamente ligado à atividade fim da empresa, boa parte dos insumos são oriundos de produtos minerais. Já os desinvestimentos se deram em sua maioria em atividades não ligadas ao *core business* da empresa.

Como definiu Haeruddin (2017), a ideia das fusões e aquisições em geral é “penetrar e expandir-se para o mercado em uma área particular, fortalecer os produtos atuais unindo carteiras de produtos complementares e verticalmente integrar em novo potencial de crescimento ou baixo custo tecnologias e segmentos de mercado” (HAERUDDIN, 2017, p.85). Isto é, a integração vertical, fenômeno recorrente nas empresas contemporâneas, ganha outro foco qual seja o de integrar produtos relacionados ao *core business*, aspecto da financeirização, que alterou uma prática antiga das estratégias corporativas, a integração vertical, em um novo tipo de integração vertical, que se concentre em criar valor naquilo que a empresa domina, a fim de melhor criar valor ao acionista. Nesse sentido, verifica-se que as estratégias adotadas pela VALE validam a tendência de comportamento financeirizado apontada por Haeruddin.

#### **5.4. Origem dos dirigentes**

Fligstein (1991) afirma que a análise da trajetória profissional e educacional dos executivos das empresas constitui-se em uma pista para o entendimento de suas decisões atuais, já que seu percurso diz muito sobre quem eles são e o ambiente em que foram formados. Embora isto seja verdade, quando Fligstein escreveu sobre isso em 1991 as acepções acerca de um modelo financeirizado eram muito incipientes. Hoje, com mudanças reais na configuração da financeirização, mais intensa e agravada, já não é mais possível sentenciar se a origem dos dirigentes tenha diretamente a ver com as decisões tomadas, pois tanto os membros que vieram do mundo industrial quanto aqueles que participaram de instituições de tipo financeiro, tomam decisões praticamente iguais, já que o conjunto das decisões são francamente favoráveis aos acionistas e grandes executivos.

No caso da VALE em específico vemos uma predominância muito forte no início do período estudado de uma composição mais alinhada ao mundo financeiro, muito embora o perfil dos dirigentes tenha mudado ao longo do tempo para perfis em tese mais operacionais.

No nosso entendimento, as decisões de mudança de direção podem ter levado em consideração os desastres ambientais ocorridos em 2015 e 2019, a fim de abrandar a imagem da empresa junto aos investidores na tentativa de passar mais credulidade operacional ao mercado. E muito embora tenhamos dirigentes vindo de diferentes setores, as decisões são afinadas com a mentalidade financeirizada, haja vista não ter havido mudanças significativas de comportamento financeirizado ante as mudanças na diretoria no período analisado.

### 5.5. Pagamento de Compensações aos Executivos

Apesar de a VALE informar que as razões que justificam a composição da remuneração dos diretores são um incentivo à melhoria da gestão, a melhores desempenhos e à retenção dos executivos da Companhia, visando ganhos pelo comprometimento com os resultados de longo prazo e com o desempenho de curto prazo da Companhia, autores, como Bebchuk e Fried (2004); Erturk et.al. (2005); Lazonick (2016); Hopkins e Lazonick (2016) dizem que o pagamento de compensações milionárias aos principais executivos pouco tem a ver com performance, mas sim com o poder interno que os dirigentes adquirem. Em geral, esses autores afirmam, não há relação direta entre pagamento e performance.

Além disso, o que vemos é uma discrepância significativa entre a remuneração dos executivos comparada com os salários de quem ocupa cargos no setor operacional. Para além do valor médio pago a cada executivo conforme apresentado acima, o custo total com cada executivo engloba outras despesas que ampliam ainda mais seu valor agregado, conforme vemos na tabela abaixo.

Ano	Remuneração Total
2010	R\$ 94.025.550,00
2011	R\$ 196.168.414,00
2012	R\$ 104.778.129,60
2013	R\$ 60.154.736,77
2014	R\$ 72.721.800,27
2015	R\$ 93.304.626,83
2016	R\$ 57.983.990,00
2017	R\$ 161.378.715,06
2018	R\$ 166.101.012,52
2019	R\$ 85.404.316,42

Tabela 9. Remuneração total paga a executivos da VALE. Elaborada pelo autor

## 5.6. Pagamento de Dividendos aos Acionistas

O pagamento de dividendos aos acionistas acaba ganhando certo destaque como característica mais marcante do capitalismo atual: fazer com que a produção seja apenas um meio para a geração de riqueza e sua distribuição aos acionistas. Corroborando com o que vemos na literatura atual (Lazonick, 2011, 2012, 2013) e nos números e dados apresentados pela VALE, cada vez mais há o pagamento de vultosas somas anuais de dividendos aos acionistas, seja em dinheiro ou em *stock buybacks*, meio pelo qual a empresa recompra ações dela mesma, provocando uma subida nos preços das ações como resultado de um grande movimento de compra. Somente entre 2010 e 2019 o Conselho de Administração aprovou a aquisição pela VALE, através de planos de recompra de ações do emissor para permanência em tesouraria e posterior cancelamento ou alienação, o valor de US\$ 6 bilhões. Segundo informações do próprio Formulário de Referência da empresa, o objetivo do programa era a utilização do excesso de recursos mantidos em caixa para a otimização da alocação do capital e maximização de valor para os acionistas.

A tendência, conforme apontado na literatura, de um aumento exponencial dos pagamentos de dividendos aos acionistas, *stockrepurchases* e *stockbuybacks* acaba sendo verificada na VALE. Conforme mencionado anteriormente a distribuição de dividendos em 2013 foi cerca de 95 vezes maior que o lucro líquido ajustado da empresa. Além disso, vimos uma política de distribuição de dividendos mínimos vinculada ao lucro líquido da empresa na ordem de 25%, uma espécie de salvaguarda aos investidores acerca de sua distribuição. Ou seja, a empresa atua de modo muito coerente com o processo de financeirização, tendo como missão principal a maximização do valor ao acionista, por meio do pagamento de dividendos e das recompras de ações. Mesmo com uma baixa lucratividade proporcionalmente às receitas, como vimos anteriormente, a empresa se preocupa firmemente em atender as demandas de seus acionistas.

Portanto, a junção de interesses de diretores e acionistas (e credores) reforça a adoção da estratégia de maximização de valor para os acionistas e de suas remunerações, em detrimento dos interesses dos demais atores (funcionários, fornecedores e governo) e da sociedade em geral.

## 5.7. Salários dos Funcionários

. Uma das características do processo de financeirização é que os polos financeiros do negócio (acionistas e executivos) sejam beneficiados enquanto o polo produtivo (trabalhadores, empregos, fábricas, outros ativos físicos) seja prejudicado. Shimizu (2014, 2015) estudou a questão dos salários nas montadoras japonesas e concluiu que um progressivo desmonte das relações de trabalho e remuneração estava em marcha. O Ohnoísmo, que ficou conhecido pela capacidade de premiar os esforçados e grupos de trabalhadores nas plantas da Toyota, vinha dando lugar ao estabelecimento de critérios mais individualistas, que precarizavam e desvalorizavam o trabalho.

No caso da VALE em específico o que vimos foi uma prática de remuneração em consonância com o mercado, alinhada a uma política de reajustes constantes através de negociações sindicais. Apesar dos reajustes salariais concedidos, segundo dados do Banco Central, o IPCA (IBGE) - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - que tem por objetivo medir a inflação de um conjunto de produtos e serviços comercializados no varejo, referentes ao consumo pessoal das famílias, teve um aumento de 76,3% no mesmo período, o que representa um déficit no poder de compra dos empregados na ordem de 5,2% considerando todo o período.

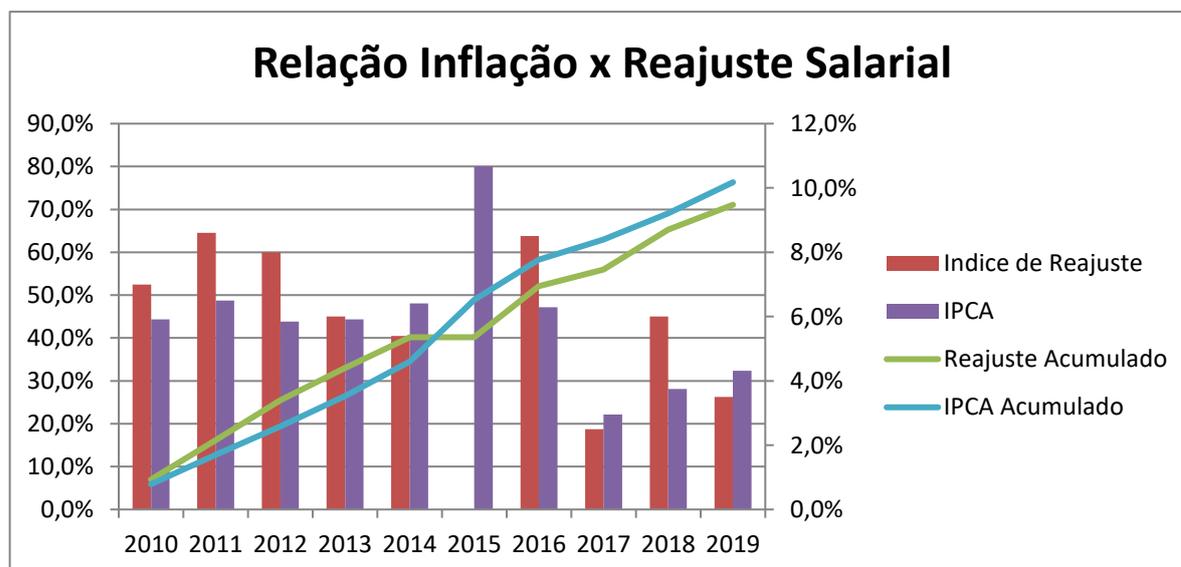


Gráfico 1: Comparativo entre reajustes salariais e índice de inflação (IPCA). Elaborado pelo autor.

Apesar de se observar que os reajustes concedidos tem uma tendência em acompanhar a inflação, superando-a, a falta da concessão de reajuste no ano de 2015 (ano do rompimento da barragem de Mariana/MG) inverteu a lógica, fazendo com que a inflação superasse os reajustes concedidos.

Em contrapartida, quando analisamos a taxa de retorno em relação ao patrimônio líquido da empresa (ROE), temos um ROE acumulado de 150,7% acumulado no período, um ganho real para o investidor de 74,4%.

Ano	Índice de Reajuste	Reajuste Acumulado	IPCA	IPCA Acumulado	ROE	ROE Acumulado
2010	7,0%	7,0%	5,9%	5,9%	31,0%	31,0%
2011	8,6%	16,2%	6,5%	12,8%	26,0%	65,1%
2012	8,0%	25,5%	5,8%	19,4%	6,0%	75,0%
2013	6,0%	33,0%	5,9%	26,4%	0,1%	75,1%
2014	5,4%	40,2%	6,4%	34,5%	0,6%	76,3%
2015	0,0%	40,2%	10,7%	48,9%	0,0%	76,3%
2016	8,5%	52,1%	6,3%	58,3%	10,5%	94,7%
2017	2,5%	55,9%	3,0%	62,9%	11,9%	117,9%
2018	6,0%	65,3%	3,8%	69,0%	15,1%	150,7%
2019	3,5%	71,1%	4,3%	76,3%	0,0%	150,7%

Tabela 10: Evolução de reajustes salariais concedidos, IPCA e ROE. Elaborado pelo autor.

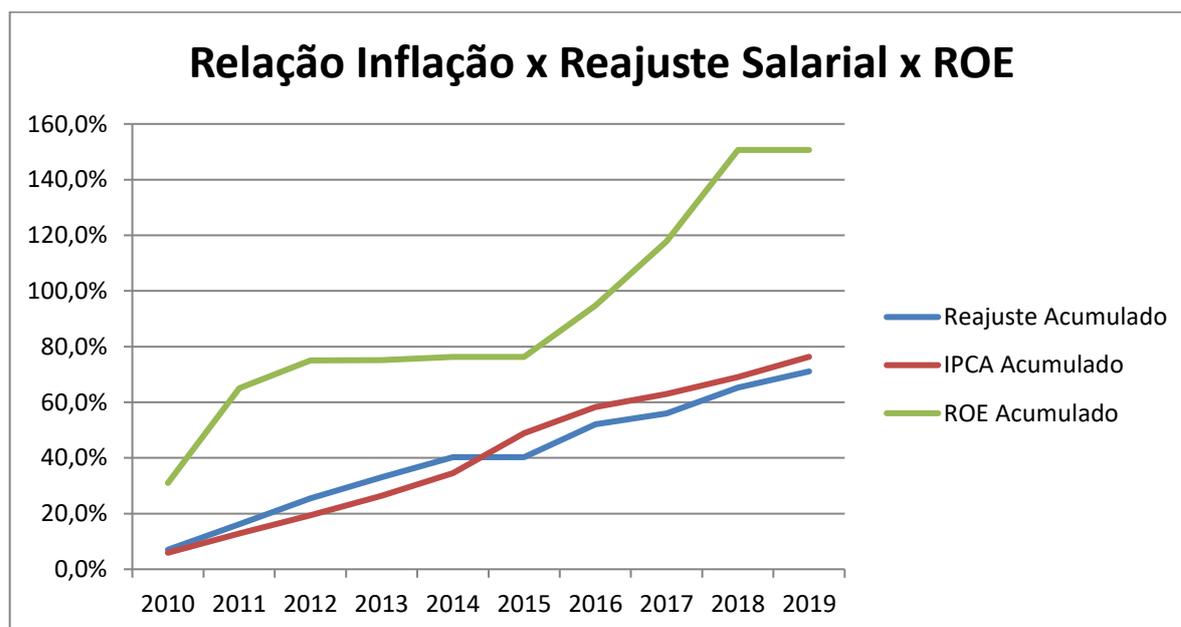


Gráfico 2: Comparativo entre reajustes salariais, índice de inflação (IPCA) e ROE. Elaborado pelo autor.

Some-se a isso o fato da discrepância verificada entre os salários dos executivos e dos empregados operacionais. A razão estabelecida entre os ganhos dos diretores executivos e o salário dos trabalhadores é um poderoso indicador de desigualdade entre as faixas de renda e, portanto, um indicador de financeirização, já que prioriza o polo financeiro das operações e não a maioria dos recursos humanos.

Conforme podemos verificar na tabela abaixo, a maior remuneração paga a um executivo pode chegar a ser quase 2,4 mil vezes maior que o salário de um empregado ocupante de um cargo operacional. Mesmo nos cargos de nível gerencial, de alta complexidade e que exigem alta especialização e experiência, a razão pode chegar a ser cerca de 300 vezes maior.

	2015	2016	2017	2018	2019
Mecânico	1045,35	450,79	2395,87	873,58	563,41
Eletricista	1044,10	450,25	2392,99	872,53	562,73
Operador De Produção	1027,27	443,00	2354,43	858,47	553,67
Operador De Máquinas	994,88	429,03	2280,19	831,40	536,21
Assistente Administrativo	977,62	421,58	2240,63	816,97	526,90
Maquinista	798,17	344,20	1829,35	667,01	430,19
Analista Pleno	366,34	157,98	839,62	306,14	197,44
Engenheiro Pleno	252,24	108,78	578,12	210,79	135,95
Supervisor	244,80	105,57	561,07	204,58	131,94
Gerente	131,10	56,53	300,47	109,56	70,66

Tabela 11: Razão entre a maior remuneração paga a um executivo e a média salarial de alguns cargos. Elaborada pelo autor.

## 5.8. Emprego

Diversos autores tem debatido que o emprego tem sido flexibilizado, precarizado, terceirizado (Marx e Mello, 2012; Shimizu, 2014, 2015; Pardi, 2016; Lepadatu e Janoski, 2017), alegando que empregos mais estáveis, com direitos sociais, prêmios, com pagamento justo não mais existirão em um médio prazo. No campo da financeirização a tendência é a diminuição de vagas, mas com forte tendência à terceirização e à precarização do trabalho.

Tal tendência foi verificada nos resultados encontrados da VALE. O que se percebe é uma tendência linear de diminuição de postos de trabalho tanto de empregados próprios quanto

de terceirizados. Além disso, se verifica uma ampla oscilação principalmente no número de terceirizados que se identifica em momentos de crise, uma tendência em empresas com elevado índice de financeirização. Empregos terceirizados são mais voláteis e tendem a ter uma condição mais precarizada em termos de remuneração e condições de trabalho. O gráfico abaixo ilustra a tendência linear negativa bem como a maior oscilação dos cargos terceirizados.

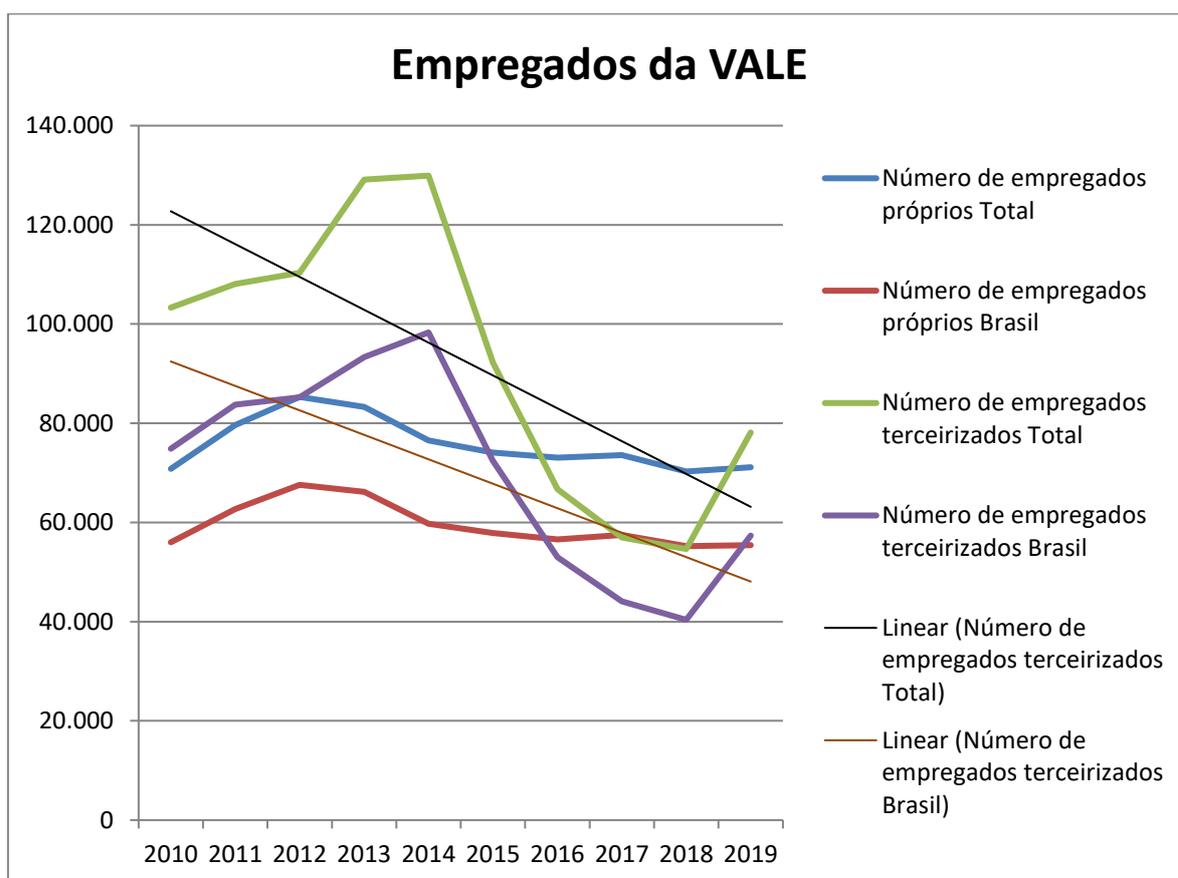


Gráfico 3: Comparativo de empregados da VALE. Elaborado pelo autor.

Segundo os próprios formulários de referência da VALE, as oscilações se justificam justamente por conta de mobilização ou desmobilização de projetos. Ou seja, não há um plano por parte da empresa de expansão de sua força laboral, mas tão somente a alocação de recursos humanos de forma pontual ante a maior ou menor necessidade de desenvolvimento de projetos.

## 5.9 Custos Operacionais e as tragédias ambientais

Quando analisamos os custos operacionais bem como as receitas advindas das operações da empresa é necessário atualizá-las para um valor presente a fim de compara-las de forma a descontar efeitos da inflação. Para isso utilizamos o Índice de Preços ao Produtor - Indústrias Extrativas e de Transformação, aplicando os índices encontrados a cada um dos anos e trazendo todos os valores apresentados anteriormente ao valor presente de 2019. O quadro abaixo apresenta os valores corrigidos.

*em bilhões R\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
VP de Receita Operacional	54,783	66,3492	72,743	72,623	71,247	76,496	73,227	77,3767	85,4153	83,836
VP de Custo de produtos e serviços	129,36	159,452	133,23	140	109,47	95,11	113,34	124,862	141,463	148,64

Tabela 12. Valores corrigidos pelo IPP a fim de apresentar o valor presente com base no ano de 2019. Elaborado pelo autor

Conforme se percebe visualizando o gráfico abaixo, há uma tendência linear de redução de custos e aumento de receitas.

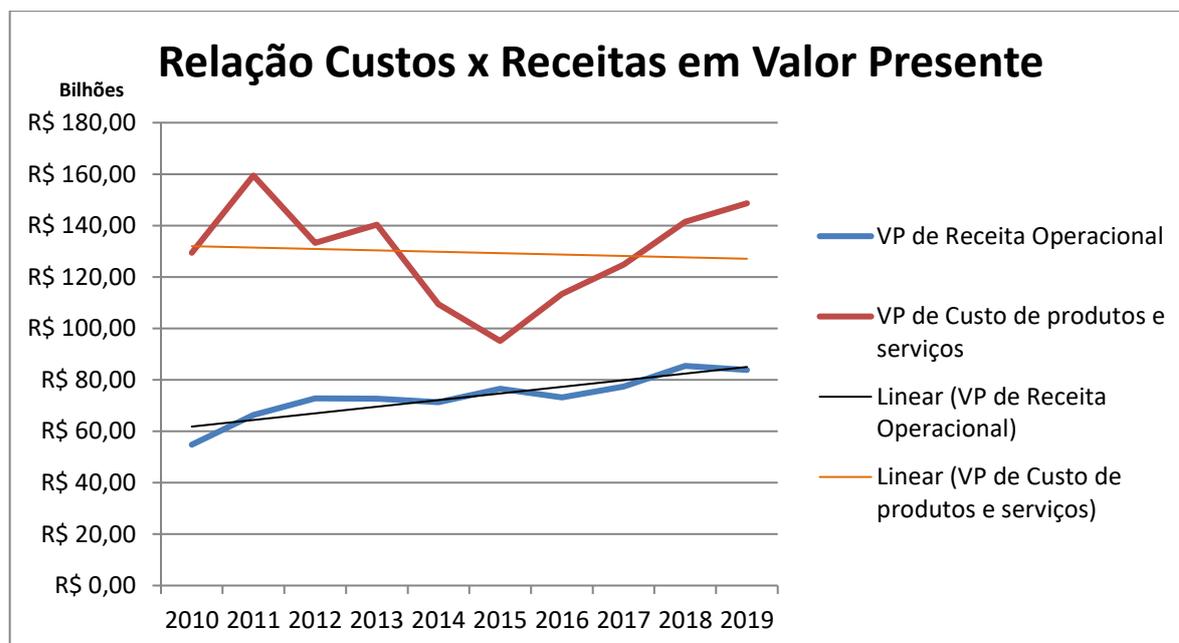


Gráfico 4: Valor Presente de Custos e Receitas Operacionais. Elaborado pelo autor.

Quando adicionamos ao gráfico os níveis de produção, em especial de minério de ferro (principal produto produzido) vemos que o aumento das receitas operacionais está intimamente ligado ao aumento na produção, possuindo maior correlação entre receitas e produção do que necessariamente com o corte de despesas.

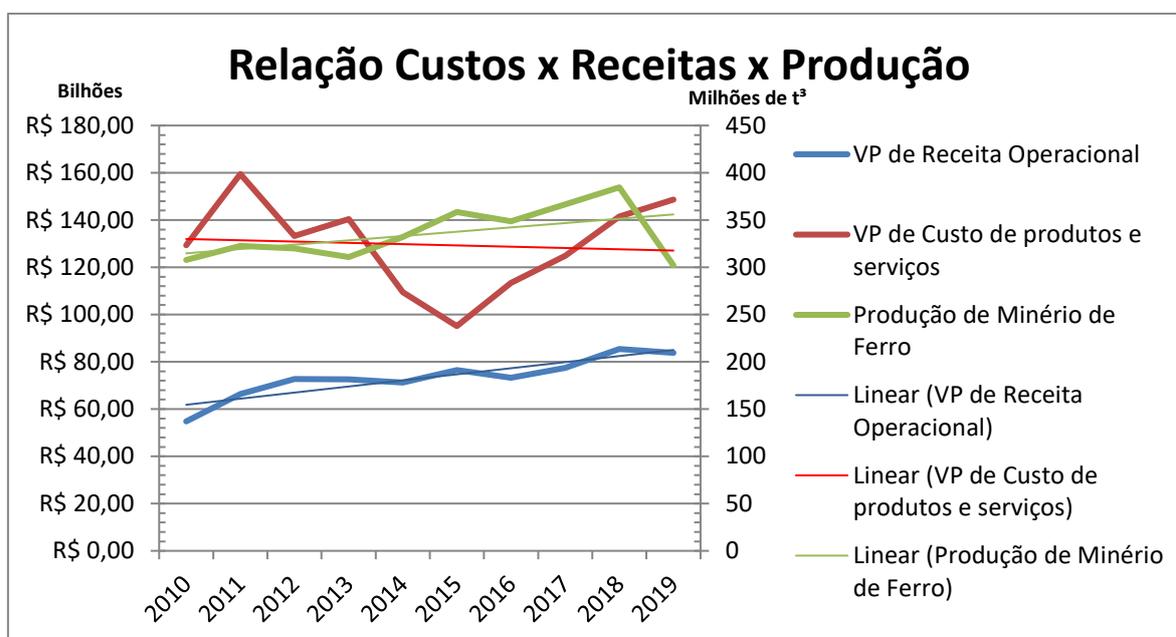


Gráfico 5: Relação de Custos e Receitas Operacionais com produção de Minério de Ferro. Elaborado pelo autor.

Tais dados validam as informações inclusive trazidas nos formulários de referência da empresa no sentido de haver um esforço da companhia na redução de despesas operacionais e aumento de receitas, em especial através do aumento da produção. Muito embora pudéssemos dizer que há um esforço da empresa, portanto, em aumentar seu nível de eficiência (maior produção com menor custo) tal medida pode trazer consequências negativas a *stakeholders* e para a sociedade em geral.

Conforme amplamente divulgado pela mídia em geral, as terríveis tragédias humana e ambiental dos rompimentos das barragens de Mariana, em novembro de 2015 e Brumadinho em janeiro de 2019 trouxeram consequências catastróficas tanto para as famílias envolvidas quando ao meio ambiente em geral.

Uma barragem de rejeito é uma estrutura de terra construída para armazenar resíduos do beneficiamento úmido, característico das atividades mineradoras da VALE. Segundo o professor Márcio de Souza Werneck, há três métodos mais comuns de construção de uma barragem de rejeito: o de montante, o de jusante e o da linha de centro.

“De maneira geral, o eixo da barragem (ou dique) é construído no fundo de um vale para barrar a lama de rejeitos utilizando solo compactado, blocos de rocha ou do próprio rejeito. À medida que o reservatório vai enchendo, novas camadas de barragem são construídas, um processo que chamamos de alteamento. Vale ressaltar que uma barragem pode ser alteada com mais de um método – iniciando-se com alteamentos pelo método da linha de centro e sendo alteada para montante nos últimos alteamentos, por exemplo –, o que confere maior flexibilidade ainda às obras.” (CIÊNCIA, 2020)

O método de montante consiste na construção de diques sobre as praias formadas pela decantação do próprio rejeito, deslocando o eixo da obra em direção a montante. Esse método é caracterizado pelo menor custo de construção, maior velocidade de alteamento e pouca utilização de equipamentos de terraplanagem. Por outro lado, possui como desvantagens a baixa segurança, a susceptibilidade à liquefação, a limitada altura de alteamentos, as dificuldades na implantação de drenagem interna e a interferência do lançamento de rejeitos com a construção.

“Este tipo de barragem possui maior risco de ruptura por *piping* (processo de erosão interna que provoca a remoção de partículas do interior do solo, formando “tubos” vazios que provocam colapsos e escorregamentos laterais do terreno). Em resumo, possui menor custo e velocidade de construção, mas maior probabilidade de colapso quando comparado com os outros dois métodos.” (CIÊNCIA, 2020)

Este foi o método utilizado na construção das duas barragens que se romperam em Minas Gerais, Mariana e Brumadinho. Ainda segundo o professor Wernek (CIÊNCIA, 2020) quando se analisa as imagens que mostram o rompimento da barragem de Brumadinho é possível ver que todo o dique escorrega para frente, o que é típico de ruptura por *piping*.

Assim, apesar de não podermos afirmar que as tragédias, muitas vezes eufemisticamente chamadas de acidentes, poderiam ter sido evitadas, os dados aqui levantados nos fornecem indícios de que seus impactos poderiam ter sido minimizados, poupando dezenas de vidas, se maiores investimentos na construção, manutenção e segurança das barragens de rejeitos tivessem sido realizados.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O intuito do presente trabalho foi realizar uma pesquisa exploratória a fim de entender como se dá o processo de financeirização na VALE, uma das maiores empresas nacionais em valor de mercado e de presença global, sendo a segunda maior mineradora do mundo, líder na produção de minério de ferro e presente em mais de 30 países. Para além da importância da companhia para a economia nacional, a escolha da empresa ganha contornos especiais em meio aos desastres ambientais ocorridos em sua história recente, ante uma política expressamente evidenciada de maximização de valor ao acionista. Para isso comparou-se diversos indicadores de financeirização: fontes de lucratividade, composição acionária, compra e venda de ações, fusões e aquisições, origem dos dirigentes das empresas, pagamento de dividendos e recompras de ações, compensações aos executivos, salários dos funcionários e empregos, indicadores encontrados na literatura sobre a financeirização, que forneceram a base teórica para o desenvolvimento de categorias de análise e indicadores.

Os resultados encontrados apontam que a VALE de fato é uma empresa altamente financeirizada, principalmente quando levamos em conta as dinâmicas de maximização de valores ao acionista adotadas. Apesar de termos indicadores apontando em maior ou menor grau nessa direção, vimos que as diversas tendências apontadas pelos autores que serviram de base teórica para o desenvolvimento dos indicadores puderam ser verificadas como, aumento da participação de instituições de tipo financeiro no controle acionário e nas aquisições acionárias, aumento das fusões entre empresas, sobretudo em termos de integração vertical, integrando produtos relacionados ao *core business* da empresa, dirigentes que vem de diversos setores, mas que tomam decisões afinadas com a mentalidade financeirizada, vultuosos pagamento de compensações aos executivos, aumento dos pagamentos de dividendos aos acionistas, *stockrepurchases* e *stockbuybacks* e tendência de queda de vagas de emprego com forte tendência à terceirização, o que gera precarização do trabalho. Tudo isso alinhado a uma política de contenção de custos que, se por um lado pode ter sido justificado visando o aumento da eficiência da empresa, por outro reforça o esforço da companhia em atender cada vez mais o interesse de seus acionistas em detrimento de ações que poderiam, inclusive, ter evitado as tragédias ambientais ocorridas na história recente da companhia.

Para longe de esgotar o tema, inclusive acerca da própria empresa analisada, o objetivo do trabalho foi contribuir com a agenda de pesquisas, em especial no campo da sociologia econômica e das finanças, procurando fomentar subsídios para se entender o processo de

financeirização não só em uma empresa do porte da VALE, mas também em outras empresas, seja do ramo extrativista ou qualquer outro, a fim de que as reflexões e conclusões possam contribuir com políticas públicas que não só evitem que desastres como o ocorrido voltem a acontecer, mas também para que tornem o ambiente corporativo economicamente mais sustentável.

## REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M.; VALLA, N. Macroéconomie financière. 2017. **Collection: Grands Repères Manuels**.

AGLIETTA, Michel. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.

AGLIETTA, Michel; REBÉRIOUX, Antoine. **Corporate governance adrift: a critique of shareholder value**. Edward Elgar Publishing, 2005.

BARKEMA, Harry G.; GOMEZ-MEJIA, Luis R. Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management journal*, v. 41, n. 2, p. 135-145, 1998.

BARTOLOMEO, E.; PRESIDENTE, E. [s.l: s.n.]. Disponível em: <[https://vale.com/documents/d/guest/eduardo\\_bartolomeo\\_diretor\\_presidente\\_vale-1](https://vale.com/documents/d/guest/eduardo_bartolomeo_diretor_presidente_vale-1)>. Acesso em: 24 nov. 2023.

BAUER, M., BERTIN-MOUROT, B. “National models for making and legitimating elites: A comparative analysis of the 200 top executives in France, Germany and Great Britain”. In: *European Societies*” 1 (1), pp. 9–31, 1999.

BEBCHUK, L.A., FRIED, J.M – “Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation”, Part II: Power and Pay, draft of the book *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, February 2004.

BEBCHUK, L.A., FRIED, J.M., WALKER, D.I.” Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation”. In: *University of Chicago Law Review* 69 (3), pp. 751–847, 2002.

BIZJAK, J., LEMMON, M.L., NAVEEN, L. “Has the use of peer groups contributed to higher levels of executive compensation?” 2000.

BLACKBURN, Robin. Finance and the fourth dimension. **New Left Review**, n. 39, p. 39-72, 2006.

BOYER, Robert. From shareholder value to CEO power: The paradox of the 1990s. **Competition & Change**, v. 9, n. 1, p. 7-47, 2005.

BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. *População, Espaço e Sustentabilidade*:

Contribuições para o Desenvolvimento do Brasil, Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas, IBGE, 2015.

CAMPBELL, R. et al. Evaluating meta-ethnography: a synthesis of qualitative research on lay experiences of diabetes and diabetes care. *Social science & medicine*, v. 56, n. 4, p. 671-684, 2003.

CARMO, Marcelo José do. Indicadores de financeirização nas empresas com maior valor de mercado. 2020. Disponível em <https://repositorio.ufscar.br/>

CARNEIRO, Ricardo. Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira (Parte II: uma reflexão sobre a financeirização a partir da literatura contemporânea. **Economia e Sociedade**, v. 29, n. 3, p. 693-717, 2020.

CIÊNCIA, B. U. D. O que é e para que serve uma barragem de rejeitos? (V.2, N.2, P.1, 2019). Disponível em: <<https://ufabcdivulgaciencia.proec.ufabc.edu.br/2019/02/01/o-que-e-e-para-que-serve-uma-barragem-de-rejeitos-v-2-n-1-p-5-2018/>>. Acesso em: 26 nov. 2023.

CONYON, M.J., MURPHY, K.J. “The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom”. In: *Economic Journal* 110, pp. 640–671, 2000.

CRYSTAL, G.S. “In search of excess. The overcompensation of American executives”, New York, Norton, 1992.

DAVIS, E.P., STEIL, B. *Institutional Investors* -Cambridge MA: MIT Press, 2001.

DAVIS, G.F.- “A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States.” In: *European Management Review*, 5, pp. 11-21, 2008.

DAVIS, Gerald F.; DIEKMANN, Kristina A.; TINSLEY, Catherine H. The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form. **American sociological review**, p. 547-570, 1994.

DE SOUSA, Marcos R.; RIBEIRO, Antonio Luiz P. Revisão sistemática e meta-análise de estudos de Diagnóstico e Prognóstico: um tutorial. **Arq Bras Cardiol**, v. 92, n. 3, p. 241-251, 2009.

DOBBIN, Frank; JUNG, Jiwook. The misapplication of Mr. Michael Jensen: How agency theory brought down the economy and why it might again. In: **Markets on trial: The economic sociology of the US financial crisis: Part B**. Emerald Group Publishing Limited, 2010.

DOWBOR, Ladislau; **A era do capital improdutivo: Por que oito famílias tem mais riqueza do que a metade da população do mundo?** São Paulo: Autonomia Literária, 2017. 320 p.

ELO, S., & KYNGAS, H. (2008). The Qualitative Content Analysis Process. *Journal of Advanced Nursing*, 62, 107-115. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1365-2648.2007.04569.x>

ERTURK, I. – “Financialization, bank business models and the limits of post-crisis bank regulation”. In: *Journal of Banking Regulation* 1–13, Macmillan Publishers Ltd. 1745-6452, 2015.

ERTURK, I., J. FROUD, S. JOHAL and K. WILLIAMS. – “Pay for corporate performance or pay as social division: re-thinking the problem of top management pay in giant corporations”, *Competition and Change*, 9 (1): 49–74, 2005.

FAMA, E.; BABIAK, H. "Dividend policy of individual firms: An empirical analysis." In: *Journal of the American Statistical Association*, December 1968.

FAMA, E.; FRENCH, K.R.- "Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?" In: *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43, April 2001.

FICHTNER, J.; HEEMSKERK, E.M.; GARCIA-BERNARDO, J. – “Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk.” In: *Business and Politics*, 19(2): 298-326, 2017.

FLIGSTEIN, N; SHIN, T. – “Shareholder value and the transformation of american economy, 1984-2001”. In: Project “The new inequalities at work”, pp.1-55, Department of Sociology, University of California, Berkeley, 2004.

FLIGSTEIN, Neil. – “The structural transformation of American industry: an institutional account of the causes of diversification in the largest firms, 1919–1979”. In: *The new institutionalism in organizational analysis*. Paul J. DiMaggio and Walter W. Powell (eds.), 311–336. Chicago:University of Chicago Press, 1991.

FLIGSTEIN, Neil. – *The architecture of markets. An economic sociology of twenty-first century capitalist societies*. Princeton University Press, 2001.

FLIGSTEIN, Neil. **The transformation of corporate control**. Harvard University Press, 1990.

FROUD, J.; JOHAL, S. et. al., *Financialization & Strategy: narrative and numbers*. Routledge, England, 2006.

GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de pesquisa**. Plageder, 2009.

GLASSDOOR. Disponível em: [https://www.glassdoor.com.br/Sal%C3%A1rio/Vale-Sal%C3%A1rios-E683893\\_P5.htm](https://www.glassdoor.com.br/Sal%C3%A1rio/Vale-Sal%C3%A1rios-E683893_P5.htm). Acesso em 22 nov. 2023.

GORTÁZAR, N. G. Pressão das autoridades força saída temporária de presidente da Vale. Disponível em:

<[https://brasil.elpais.com/brasil/2019/03/03/politica/1551622036\\_947099.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2019/03/03/politica/1551622036_947099.html)>. Acesso em: 24 nov. 2023.

HAERUDDIN, M.I.M.- “Mergers and Acquisitions: Quo Vadis?” In: *Management* 7(2): 84-88. Disponível em: DOI: 10.5923/j.mm.20170702.02, 2017

HILFERDING, R. (1910). **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

HOPKINS, Matt; LAZONICK, William. The mismeasure of mammon: Uses and abuses of executive pay data. Institute for New Economic Thinking Working Paper Series, n. 49, 2016.

KLIMAN, Andrew; WILLIAMS, Shannon D. Why ‘financialisation’ hasn’t depressed US productive investment. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 1, p. 67-92, 2015.

LAZONICK, W – “From Innovation to Financialization: How Shareholder Value Ideology is Destroying the US Economy”. In: Gerald Epstein and Martin H. Wolfson, eds., *The Political Economy of Financial Crises*, Oxford University Press, forthcoming, Revised, June 2011.

LAZONICK, W – “How ‘maximizing value’ for shareholders robs workers and taxpayers”. In: *Huffpost Business*, 7/7/2011.

LAZONICK, W – “How american corporations transformed from producers to predators”. In: *Huffpost Business*, 4/3/2012.

LAZONICK, W – “Robots don’t destroy jobs; rapacious corporate executives do”. In: *Huffpost Business*, 1/2/2013.

LAZONICK, W., MAZZUCATO, M., & TULUM, Ö. “Apple’s changing business model: what should the world’s richest company do with all those profits?” *Accounting Forum* 37, 249–267, 2013.

LAZONICK, William. The value-extracting CEO: How executive stock-based pay undermines investment in productive capabilities. Institute for New Economic Thinking Working Paper Series, n. 54, 2016.

LAZONICK, William. The financialization of the US corporation: What has been lost, and how it can be regained. **Seattle UL Rev.**, v. 36, p. 857, 2012.

LAZONICK, William; O’SULLIVAN, Mary. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 13-35, 2000.

LEPADATU, D; JANOSKI, T. “Just-in-Time workforce: temporary workers as a structural aspect of Lean Production in the Auto Industry.” In: 25º International Gerpisa Colloquium, Paris, França, 2017.

LOPES, Ana Lúcia Mendes; FRACOLLI, Lislaine Aparecida. Revisão sistemática de literatura e metassíntese qualitativa: considerações sobre sua aplicação na pesquisa em enfermagem. **Texto & Contexto-Enfermagem**, v. 17, n. 4, p. 771-778, 2008.

MARX, R.; MELLO, A. M. “Automotive Industry Transformations and Work Relations in Brazil. What is the next step?” In: 20º International Gerpisa Colloquium, Paris, França, 2012.

MINSKY, Hyman P. Uncertainty and the institutional structure of capitalist economies: Remarks upon receiving the Veblen-Commons award. **Journal of Economic Issues**, v. 30, n. 2, p. 357-368, 1996.

MIRANDA, B. P. J. de; CROCCO, M.; SANTOS, F. B. T. dos. Impactos da Financeirização sobre o Padrão de Financiamento e a Governança das Empresas Não-Financeiras Brasileiras de Capital Aberto: período de 1995-2008. *Revista de Economia*, v. 41, n. 2 (ano 39), p. 07-30, mai./ago. 2015

PALLUDETO, Alex Wilhans Antonio; FELIPINI, André Rodrigues. Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2017): uma abordagem bibliométrica. **Economia e Sociedade**, v. 28, n. 2, p. 313-337, 2019.

PARDI, T. “The future of work in the automotive sector: scenarios for mature countries”. In: 24º International Gerpisa colloquium, Puebla, México, 2016.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value: the new standard for business performance**. Free press, 1986.

Roger Agnelli. Disponível em: <[https://pt.wikipedia.org/wiki/Roger\\_Agnelli](https://pt.wikipedia.org/wiki/Roger_Agnelli)>. Acesso em: 24 nov. 2023.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. Notas sobre a construção de casos para ensino. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 11, p. 213-234, 2007.

SAMPAIO, Rosana Ferreira; MANCINI, Marisa Cotta. Estudos de revisão sistemática: um guia para síntese criteriosa da evidência científica. **Brazilian Journal of Physical Therapy**, v. 11, n. 1, p. 83-89, 2007.

SHIMIZU, K. - “The Change in the Wage System and its Impact on the Production Management at Toyota: The End of Ohnoism? In: 23º International Gerpisa Colloquium, Paris, França, 2015.

SHIMIZU, K. “The Strategic Behavior of Japanese Carmakers and its Impact on Employment.” In: 22º International Gerpisa Colloquium, Kyoto, Japão, 2014.

STOCKHAMMER, E. Fiancialisation and the Slowdown of Accumulation. *Journal of Economics*, Cambridge, v. 28, n.5, p.719-741, 2004. Disponível em:

[https://www.researchgate.net/publication/23729890\\_Financialization\\_and\\_the\\_Slowdown\\_of\\_Accumulation](https://www.researchgate.net/publication/23729890_Financialization_and_the_Slowdown_of_Accumulation). Acesso em: 15 de out. de 2020.

TRANFIELD, David; DENYER, David; SMART, Palminder. Towards a methodology for developing evidence-informed management knowledge by means of systematic review. **British journal of management**, v. 14, n. 3, p. 207-222, 2003.

USEEM, M. – Investor Capitalism. How money managers are changing the face of Corporate America. BasicBooks, New York, 1996.

Vale S.A. Disponível em: <[https://pt.wikipedia.org/wiki/Vale\\_S.A.](https://pt.wikipedia.org/wiki/Vale_S.A.)>.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. **Socio-economic review**, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

WARTZMAN, R. The end of loyalty: the rise and fall of good jobs in America, First edition, New York, Public Affairs, 2017.

YANG, S.H., NAM, C., & KIM, S. The effects of M&A's within the mobile ecosystem on the rival's shareholder value: the case of Google and Apple. *Telecommunications Policy* 42, 15–23, 2018.

YIN, Robert K. **Estudo de Caso-: Planejamento e métodos**. Bookman editora, 2015.