



Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE
Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA
Doutorado em Administração

ALEXSANDER DAUZELEY DA SILVA

**O CONFLITO DE INTERESSES PÚBLICOS E PRIVADOS EM
SOCIEDADES DE ECONOMIA MISTA NO BRASIL: A BUSCA DO
EQUILÍBRIO**

Brasília
2018

Universidade de Brasília – UnB
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FACE
Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA
Doutorado em Administração

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em
Administração como requisito parcial para obtenção do grau
de Doutor em Administração.

Área de Concentração: Estratégia, Marketing e Inovação.

Orientador: Janann Joslin Medeiros, Ph.D.

Brasília
2018

**O CONFLITO DE INTERESSES PÚBLICOS E PRIVADOS EM SOCIEDADES DE
ECONOMIA MISTA NO BRASIL: A BUSCA DO EQUILÍBRIO**

Tese defendida no dia 28 de junho de 2018 perante banca examinadora composta por:

Prof.a Janann Joslin Medeiros, Ph.D. – Presidente
Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA
Universidade de Brasília – UnB

Prof. Dr. Edgar Reyes Júnior – Membro Interno
Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA
Universidade de Brasília – UnB

Profa. Dra. Graziela Dias Alperstedt – Membro Externo
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade do Estado de Santa Catarina – UDESC

Prof.a Dra. Rosilene Marcon – Membro Externo
Programa de Pós-Graduação em Administração
Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus. Longe de ser este um agradecimento formal, estético ou de praxe, a uma divindade-energia, que representa apenas um pensamento positivo, agradeço aqui ao Deus pessoal, real, Criador do céu, do mar, da Terra e de tudo o que neles há. Agradeço porque foi, desde a infância, estudando *mandamento sobre mandamento, regra sobre regra, um pouco aqui, um pouco ali* que o pensamento científico se apegou ao meu coração, assim como no dos reformadores e dos pais da ciência. Agradeço, sobretudo, porque Ele é amor.

Agradeço à minha esposa, Dra. Anne Caroline, parceira de estudos, artigos, teses, congressos, noites em claro e longas horas de voo. Pela paciência e pela dedicação sem-par. Só nós dois sabemos de quanto você abriu mão para me apoiar neste sonho. Sem você, ele não seria possível. Agradeço à minha filha Isabella porque, quando vem correndo com os pezinhos meio trôpegos, bracinhos abertos e um sorriso semi-banguela escancarado, me inspira coragem e motivação para dar o melhor de mim.

Agradeço aos meus pais, Ideson e Elizabeth. Meus irmãos, Deiverson e Liander. Meus sogros, Ildo e Roseni. Meus cunhados Willian e Evelyn. E o restante da família que deve ser metade da população de Portugal e da Alemanha. Sem família de verdade, a vida não tem sabor. Obrigado pelo suporte e carinho, este trabalho reconhece o valor de cada um de vocês para mim.

Agradeço à Igreja Adventista da Asa Norte, Brasília, por ter sido minha família em todo este período. Em especial à Classe de Escola Sabatina de Inglês, onde sou professor já por alguns anos e ao meu pequeno grupo de amigos em Águas Claras. Cito aqui com carinho os meus amigos Everton, Tiago e Milton, dentre muitos outros, com quem tenho muita alegria em compartilhar descobertas e preocupações.

Agradeço aos meus amigos discentes do PPGA, Ricardo Ken, Lana, Kesley, Pablo, Alan, Silvia, Igor, Shirley, Janaína e Mariana (me perdoem se esqueci mais alguém da nossa turma). Mas em especial aos meus amigos Leo Borges e David Bouças. Grandes homens, a quem tenho a honra de chamar de amigos. Guardo com carinho todas as nossas (des)venturas ao longo dos últimos mais de quatro anos.

Agradeço aos meus colegas e gerentes do BB, e à Universidade Corporativa Banco do Brasil, por ter me proporcionado a oportunidade de contar com um substancial apoio para a realização

deste doutorado. Cito aqui os meus gerentes imediatos que gentilmente me incentivaram e toleraram nas ausências tão necessárias para as atividades deste projeto: Pacheco, Flávio Gru, Renato e Alessandra, na Diretoria de Controladoria, e Eder na Auditoria Interna.

I'd like to specially thank Professor Sam Miles for receiving me as a visiting research Ph.D. student in The Oxford Brookes University, giving me advice and incentives, which were immensely valuable for my research. I also thank my dear friends from the Ph.D. Lab, Steve Workman, Bente Mosgard, Masrura, Echo Feng, Costas, Fulvia Belvedere, Saptarni, Pearl Akomas and Deji, that I miss them all a lot. It was great to have a cake in Wednesdays by morning with you. I also thank my friend Bernard Adjei-frimpong, Ph.D student in Budapest.

Agradeço aos amigos do grupo de WhatsApp e blog OUTRALEITURA, com quem venho trocando coisas sérias e coisas tolas e aliviando a tensão destes momentos, e com os quais tenho aprendido muito.

Agradeço também a todos os meus professores do PPGA, com os quais eu tenho a percepção de que dei um salto gigante mediante o compartilhamento do conhecimento de cada um deles. Em particular, aos professores do Grupo Gerir, Prof. Emil Hoffman, que colaborou pontual, mas sensivelmente na crítica desta pesquisa, e ao Prof. Edgar Reyes Júnior, que deu considerável incentivo tanto a este trabalho quanto às apresentações de trabalhos em congressos e artigos submetidos a periódicos. Da mesma forma, aos membros da banca, Dras. Graziela e Rosilene, por seu interesse e valiosíssimo auxílio neste trabalho, desde quando era um projeto.

Agradeço a todos os entrevistados da minha pesquisa que, conforme prometido, ficam anônimos neste trabalho. Me senti muito honrado de ter contato com pessoas de tamanha influência nas organizações e creio que aprendi muito nestes breves momentos que dispendemos conversando. A sua colaboração foi inestimável. Que vocês tenham muito sucesso, juntamente com suas organizações.

Em especial eu não poderia deixar de agradecer *last but not least*, à minha orientadora Prof.a Janann, que tem sido não apenas orientadora, mas, principalmente, uma mentora no meu doutorado. Sem a sua participação, este doutorado teria sido muito menos relevante, certamente. Agradeço de coração o seu esforço invulgar em me conduzir por este caminho. Espero que o resultado deste trabalho tenha sido de seu agrado.

“A maior necessidade do mundo é a de homens - homens que se não comprem nem se vendam; homens que no íntimo da alma sejam verdadeiros e honestos; homens que não temam chamar o pecado pelo seu nome exato; homens, cuja consciência seja tão fiel ao dever como a bússola o é ao polo; homens que permaneçam firmes pelo que é reto, ainda que caiam os céus”

(Ellen G. White, Educação, p. 57)

RESUMO

O objetivo geral desta tese foi identificar como as Sociedades de Economia Mista (SEM) no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes de seus stakeholders proprietários público e privado e sob quais condições seria possível equilibrar estes interesses. As Sociedades de Economia Mista constituem um subgrupo de empresas da categoria de *State-Owned Enterprises* – *SOE*, que apresentam capital público e privado e controle do Governo. A presente pesquisa, de alcance temporal transversal com perspectiva longitudinal, tem caráter qualitativo, exploratório e descritivo. A estratégia de pesquisa foi o estudo de múltiplos casos, com análise realizada através de *crisp-set Qualitative Comparative Analysis* - *csQCA*. Foram usadas para a fundamentação teórica desta pesquisa conceitos das teorias de *stakeholders*, institucional, agência e *stewardship*. Cinco SEM foram selecionadas para estudo, considerando sua representatividade, tamanho e potencial ilustrativo, a saber: Banco do Brasil - BB, Companhia Brasileira de Trens Urbanos – CBTU, Eletrobras, Indústrias Nucleares do Brasil – INB e Petrobras. Foram feitos dois ciclos de coleta e análise de dados. Na primeira iteração, foram realizadas 29 entrevistas e selecionados 183 artigos de mídia especializada para análise. As entrevistas foram transcritas e todo o *corpus* até então obtido foi codificado usando-se o *software* Nvivo 11 e as categorias de análise *contexto*, *processo* e *conteúdo* do modelo analítico de Pettigrew (1987). Na base deste material, foram identificados dez casos para a comparação *csQCA*: o programa do FIES, a aquisição do Banco Postal e os negócios de crédito agrícola, pelo Banco do Brasil; o controle da tarifa de transporte ferroviário urbano na CBTU; a adesão às disposições da Medida Provisória 579 e a federalização das distribuidoras estaduais de energia elétrica na Eletrobras; a exportação de urânio enriquecido pela INB e o controle dos preços de combustíveis, a oferta pública de ações da BR Distribuidora e a adoção de preços flutuantes na venda de combustíveis, pela Petrobras. Foram identificadas, com base nos códigos gerados, seis variáveis de comparação, às quais foram atribuídos valores binários para cada um dos casos, representando a presença ou a ausência da variável em cada caso. Os dados gerados foram alimentados no *software* Tosmana para produção da análise na metodologia *csQCA*. Esta etapa da análise em *software* foi validada com o módulo RQDA do *software* R. Dos dez casos levantados, quatro foram considerados como tendo observado sucesso na satisfação mínima de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado. O resultado da comparação, na forma de uma fórmula composta das variáveis necessárias para a satisfação mínima dos interesses nos casos analisados, foi analisado frente às teorias. A fórmula foi considerada satisfatória por não ter apresentado contradições na etapa prévia de produção da tabela-verdade e por se adequar às teorias existentes. Na base desta fórmula, foram elaboradas dez proposições que podem ser testadas em futuros estudos. Concluiu-se que equilibrar os interesses públicos e privados nas SEM depende de um conjunto de fatores que não podem ser considerados isoladamente uns dos outros. Observa-se que com a agregação de novos conhecimentos o presente trabalho pode contribuir para o refinamento das teorias utilizadas na pesquisa, bem como para a gestão das SEM.

Palavras-chave: Sociedades de Economia Mista; Teoria Institucional; *stakeholders*; *stewardship*; agência; QCA; conflito de interesses públicos e privados; setor público

ABSTRACT

The general objective of this thesis was to identify how Mixed-Capital Joint Stock Companies (MCJSC) in Brazil deal with the potentially conflicting interests of their public and private owner stakeholders and under which conditions it may be possible to balance these interests. MCJSC constitute a subgroup of State-Owned Enterprises (SOE) that have both public and private capital and are controlled by the Government. This study, cross-sectional with a longitudinal perspective, is qualitative, exploratory and descriptive in nature. The research strategy used was the multiple-case study, with crisp-set Qualitative Comparative Analysis (csQCA). The theoretical framework developed utilized concepts from stakeholder, institutional, agency and stewardship theories. Five MCJSC companies were selected for study: Bank of Brazil (BB), Brazilian Urban Train Company (CBTU), Eletrobras, Nuclear Industries of Brazil (INB) and Petrobras. Two cycles of data collection and analysis were carried out. During the first iteration, 29 interviews were carried out, and 183 articles were selected from specialized print media. These interviews were transcribed and the entire *corpus* was coded using Nvivo 11 software and the categories *context*, *process* and *content* from Pettigrew's (1985) analytical model. Based on this material, 10 cases were identified for comparison using csQCA: the FIES program, acquisition of the Postal Bank and the agricultural credit program (Bank of Brazil); control of ticket prices for urban train transportation (CBTU); adherence to the provisions of Provisional Measure 579 and the federalization of state distributors of electric energy (Eletrobras); the export of enriched uranium (INB); and the control of fuel prices, the public offer of shares in BR Distribuidora and the adoption of floating prices for the sale of fuel (Petrobras). Data were again collected from the specialized print media, with the selection and coding of an additional 81 articles. From the codes generated in this process, six variables were identified for comparison. These were given binary values representing the presence or absence of each variable in each case. Data were then entered into Tosmana software for analysis using the csQCA method. This step of analysis using Tosmana software was validated utilizing the RQDA module of R software. Of the ten cases analyzed, four were considered as at least minimally successful in balancing the interests of the public and private owner stakeholders. The results of the comparison, in the form of a formula made up of the variables necessary for at least minimal satisfaction of the public-private interests in the cases compared, were interpreted taking into consideration the theories of the theoretical framework. The formula was judged satisfactory because it explained all the cases compared, with no contradictions in the truth-table constructed for the analysis and because of its fit with the theories used. On the basis of this formula, ten propositions were developed which can be tested in future studies. It was concluded that balancing public and private interests in SEM depends on a set of factors, which cannot be considered in isolation from each other. The new knowledge produced in this thesis may contribute to refining the theories used in the study, as well as to the management of MCJSC.

Keywords: Mixed-Capital Joint Stock Companies; Institutional theory; stakeholders; stewardship; agency; QCA; conflict of public-private interests; public sector

Lista de Figuras

- Figura 1: Modelo interativo de análise de dados. Fonte: Miles, Huberman e Saldaña (2013, p. 14). ...83
- Figura 2: modelo conceitual utilizado para a pesquisa. Fonte: Elaborado pelo autor com base em Pettigrew (1987) e as teorias de agência, stewardship, stakeholders e institucional96
- Figura 3: configurações para cálculo da comparação dos casos da pesquisa no software Tosmana. ..169
- Figura 4: Configuração da comparação QCA no software R, para redundância de validação. Fonte: dados da pesquisa.171

Lista de Quadros

Quadro 1: Tabela-verdade gerada pelo software Tosmana. Fonte: dados da pesquisa.....	166
Quadro 2: Comparação dos casos com uso do software Tosmana. Fonte: dados da pesquisa.	169
Quadro 3: Dados de saída do software R para o cálculo de csQCA sobre os dados da pesquisa. Fonte: dados da pesquisa.....	171

Lista de Tabelas

Tabela 1: relação dos papéis desempenhados pelo Governo na literatura de stakeholders, de acordo com os principais periódicos do tema. Fonte: elaboração própria.	34
Tabela 2: respostas estratégicas a processos institucionais. Fonte: Oliver (1991, p. 152), tradução livre.	37
Tabela 3: Lista dos 10 casos selecionados para comparação. Fonte: dados da pesquisa.	67
Tabela 4 Classificação dos entrevistados por função exercida. Fonte: dados da pesquisa.	70
Tabela 5: Classificação dos entrevistados por nível organizacional de lotação ou última lotação ou lotação mais relevante. Fonte: dados da pesquisa.	71
Tabela 6 Quantidades de funcionários entrevistados por empresa. Fonte: dados da pesquisa.	72
Tabela 7: Classificação dos entrevistados por sexo. Fonte: dados da pesquisa.	72
Tabela 8: Número de artigos de mídia especializada retornados e tratados no primeiro ciclo de coleta/análise da pesquisa, por empresa pesquisada. Fonte: dados da pesquisa.	77
Tabela 9: Termos pesquisados para compor análise de resultado dos casos, exibindo filtros e artigos retornados, selecionados e, finalmente, utilizados na pesquisa. Fonte: dados da pesquisa.	81
Tabela 10: Comparação entre os modelos convencional e alternativo, proposto por Ragin (2014), para pesquisa qualitativa-comparativa. Fonte: Ragin (2014). Tradução livre.	86
Tabela 11: dados tabulados para a análise de uma hipotética distribuição regional de revoltas de camponeses na Europa. Fonte: adaptado de Ragin (2014 p. 30). Tradução livre.	89
Tabela 12: Dimensões de análise, variáveis para elaboração de csQCA, fontes dos dados e teorias embasadoras. Fonte: elaboração do autor.	97
Tabela 13: definição de variáveis para csQCA utilizadas na pesquisa, com respectivos tipo, dimensão (Pettigrew, 1985), teoria embasadora e referenciante e indicadores objetivos para determinação. Fonte: elaboração do autor.	105
Tabela 14 comparativo das empresas estudadas seguindo alguns parâmetros de interesse. Dados preferencialmente do ano de 2016, quando possível, para comparação. Fonte: B3 (2018); INB (2018); Petrobras (2018); Eletrobras (2018); CBTU (2018); Banco do Brasil (2018); SEST (2018); Sanen e Donegá (2018); dados da pesquisa; elaboração própria.	115
Tabela 15: comparativo das empresas estudadas seguindo alguns parâmetros de interesse. Dados preferencialmente do ano de 2016, quando possível, para comparação. Fonte: B3 (2018); INB (2018); Petrobras (2018); Eletrobras (2018); CBTU (2018); Banco do Brasil (2018); SEST (2018); Sanen e Donegá (2018); dados da pesquisa; elaboração própria.	117
Tabela 16: Comparação dos interesses públicos e privados dos acionistas das SEM. Fonte: dados da pesquisa.	127
Tabela 17 atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso FIES.	130

Tabela 18: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso Banco Postal	134
Tabela 19: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso Crédito Agrícola	138
Tabela 20: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso do Controle Federal da tarifa de transporte ferroviário urbano.....	141
Tabela 21: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso da adesão às disposições da Medida Provisória 579.....	146
Tabela 22: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de federalização de distribuidoras de energia elétrica	149
Tabela 23: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de exportação de urânio enriquecido para Argentina	151
Tabela 24: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de controle dos preços dos combustíveis.....	156
Tabela 25: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de Oferta Pública de Ações – OPA da BR Distribuidora	160
Tabela 26: - atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de adoção de preços flutuantes na venda de combustíveis	165
Tabela 27: Tabela de valores das variáveis e casos analisados na pesquisa. Fonte: dados da pesquisa.	165

Lista de Siglas

ABMEC – Associação Brasileira das Mantenedoras de Ensino Superior

B3 - Brasil Bolsa Balcão (Antiga BM&FBOVESPA e Cetip)

BAMB – Brazilian American Merchant Bank

BB - Banco do Brasil

BB AG - Banco do Brasil AG, subsidiária do BB no exterior

BC - Banco Central do Brasil

BACEN - Banco Central do Brasil

BDR – Brazilian Depositary Receipts

BH - Belo Horizonte

BM&F Bovespa - Bolsa de Mercadorias e Futuros

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Social

BP - Banco Postal

BR Distribuidora - Empresa subsidiária Petrobrás para distribuição de combustível

CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica

CAQDAS - Computer Aided Qualitative Data Analysis Software

CBTU - Companhia Brasileira de Trens Urbanos

CDE – Conta de Desenvolvimento Estratégico

CEO - Chief Executive Officer

CETIP - Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos

COFINS - Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

CPTM - Companhia Paulista de Trens Metropolitanos

csQCA - crisp-set Qualitative Comparative Analysis

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

DRE - Demonstrativo de Resultado de Exercício

ECT - Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos

ELBB - Entidades Ligadas Banco do Brasil

EPE – Empresa de Pesquisa Energética

FGTS - Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

FHC - Fernando Henrique Cardoso

FIES - Fundo de Financiamento Estudantil

FI-FGTS - Fundo de Investimentos do FGTS

GLP - Gás Liquefeito de Petróleo

ICMS - Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços

IG-SEST - Índice de Governança da SEST

INB - Indústrias Nucleares do Brasil

IPO - Initial Public Offering

LAJIDA - Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

LCA - Letra de Crédito do Agronegócio

MCJSC - Mixed-Capital Joint Stock Companies

MP - Medida Provisória

MW - megawatts

NYSE - New York Stock Exchange

ON - Ordinárias Nominativas

OPA - Oferta Pública de Ações

PIB - Produto Interno Bruto

PIS - Programa de Integração Social

PL - Patrimônio Líquido

PMDB - Partido do Movimento Democrático Brasileiro

PN - Preferenciais Nominativas

PPP - Parcerias Público-Privadas

PSC - Partido Social Cristão

PSDB - Partido da Social Democracia Brasileira

PT - Partido dos Trabalhadores

QCA - Qualitative Comparative Analysis

RFFSA - Rede Ferroviária Federal S.A.

ROA – Return on Assets

ROB - Receita Operacional Bruta

ROL - Receita Operacional Líquida

RQDA - R Qualitative Data Analysis

RSPL - Retorno Sobre o Patrimônio Líquido

AS - Sociedade Anônima

SEM - Sociedade de Economia Mista

SEST - Secretaria de Coordenação e Governança das Empresas Estatais

SOE - State Owned Enterprises

SOX – Lei Sarbanne-Oxley

SPB - Sistema de Pagamentos Brasileiro

TCU - Tribunal de Contas da União

TN - Tesouro Nacional

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	19
1.1. Definição do problema.....	21
1.2. Pergunta de pesquisa.....	23
1.3. Objetivos geral e específicos	23
1.4. Delimitação da pesquisa.....	24
1.5. Justificativa da pesquisa.....	25
1.6. Estrutura da tese.....	26
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	27
2.1. Teorias para Abordagem do Conflito de Natureza Público-Privada.....	27
2.1.1. Teoria da Agência.....	27
2.1.2. Teoria de Stewardship.....	29
2.1.3. Teoria dos Stakeholders	31
2.1.4. Teoria Institucional.....	34
2.2. Diálogo entre as teorias	37
2.2.1. O <i>stakeholder</i> público	40
2.2.2. Implicações da abordagem.....	41
3. METODOLOGIA	44
3.1. Caracterização da Pesquisa	44
3.2. Estratégia de pesquisa	46
3.3. Seleção das empresas	46
3.4. Caracterização das SEM selecionadas	47
3.4.1. Banco do Brasil.....	47
3.4.2. Eletrobras	52
3.4.3. Petrobras.....	56
3.4.4. Indústrias Nucleares do Brasil - INB.....	59
3.4.5. Companhia Brasileira de Trens Urbanos - CBTU.....	62
3.4.6. Definição dos casos para estudo	65
3.4.7. Instrumentos da pesquisa e coleta dos dados.....	67
3.5. Entrevistas	69
3.6. Documentos.....	74
3.7. Mídia especializada.....	75
3.8. Primeiro ciclo de coleta	75
3.9. Tratamento da assimetria de fontes de informação entre as empresas na primeira rodada de coleta.....	77
3.9.1. Segunda rodada	79

3.10.	Análise dos dados.....	82
3.10.1.	Categorização dos dados - Codificação	83
3.9.2	Modelo de análise contexto, processo e conteúdo de Pettigrew (1987).....	85
3.9.3.	Qualitative-Comparative Analysis – QCA	85
3.9.4.	Operacionalização da pesquisa com auxílio de software	91
3.9.5.	Fluxo das atividades de pesquisa realizadas	92
3.10.2.	Modelo conceitual e definição das variáveis para análise csQCA	95
3.10.3.	Dimensão de conteúdo	97
3.10.4.	Dimensão de contexto.....	98
3.10.5.	Dimensão de processo	101
3.10.6.	Saída.....	101
3.10.7.	Resumo das variáveis utilizadas na análise csQCA e seus indicadores	102
4.	RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	106
4.1.	Comparação das empresas.....	106
4.1.1.	Interesses públicos.....	118
4.1.2.	Interesses privados.....	123
4.2.	Caracterização dos casos estudados	128
4.2.1.	Financiamento estudantil – FIES.....	128
4.2.2.	Banco Postal	131
4.2.3.	Crédito agrícola.....	135
4.2.4.	Controle da tarifa de transporte ferroviário urbano na CBTU	138
4.2.5.	Adesão da Eletrobrás às disposições da Medida Provisória 579	141
4.2.6.	Federalização de distribuidoras de energia elétrica pela Eletrobrás na década de 1990	146
4.2.7.	Exportação de urânio enriquecido para a Argentina.....	149
4.2.8.	Controle dos preços dos combustíveis pela Petrobras	152
4.2.9.	Oferta Pública de Ações – OPA da BR Distribuidora pela Petrobras.....	156
4.2.10.	Adoção de preços flutuantes na venda de combustíveis pela Petrobrás.....	160
4.3.	Comparação dos casos utilizando o método csQCA.....	165
4.4.	Interpretação dos resultados.....	172
4.5.	Discussão	175
5.	CONCLUSÃO	187
5.1.	Resposta à pergunta e consecução dos objetivos de pesquisa	187
5.2.	Proposições	193
5.3.	Limitações da pesquisa.....	196
5.4.	Sugestões para futuras pesquisas e para a administração das SEM	198

5.5. Contribuições da pesquisa	200
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	204
APÊNDICES.....	219
APÊNDICE 1 - ROTEIRO BÁSICO SUGESTIVO PARA ENTREVISTA.....	220
APÊNDICE 2 - ROTEIRO PARA PESQUISA DOCUMENTAL	222
APÊNDICE 3 CÓDIGOS PARA CATEGORIZAÇÃO NO NVIVO 11	223
APÊNDICE 4 – CATEGORIAS USADAS PARA SEGUNDA ITERAÇÃO DE ANÁLISE DOS DADOS.....	228
APÊNDICE 5 - NUENS DE PALAVRAS UTILIZADAS PARA VALIDAÇÃO DOS DADOS COLETADOS DAS FONTES ENTREVISTAS E REPORTAGENS DE MÍDIA ESPECIALIZADA	229

1. INTRODUÇÃO

As organizações têm sido objeto de estudos pela academia desde a sua consolidação na era pós-industrial e o desenvolvimento da administração científica, sendo que as teorizações para este fenômeno social e humano têm seguido orientações bastante diversificadas (Eisenhardt, 1989; Freeman, 1984; DiMaggio & Powell, 1983; Weber, 1978 Hannan & Freeman, 1977; Meyer & Rowan, 1977; Jensen & Meckling, 1976;). Os modelos da administração científica, nas últimas décadas e nas sociedades capitalistas ocidentais, foram transportados da esfera privada para a pública com o objetivo de obter-se melhor desempenho, a exemplo do que ocorreu com a administração de empresas no âmbito privado (Andion, 2012; Motta, 2007; Pereira 2001; 2008).

A busca da eficiência nas organizações públicas gerou modelos de gestão que receberam considerável atenção da academia, sendo que estes modelos possuem críticos e defensores ao ponto que é difícil vislumbrar uma convergência plena de opiniões e posicionamento em curto prazo. A questão da lucratividade das organizações públicas, ou da eficiência econômica sob o aspecto rentista, ainda gera debates, sendo que há uma tendência de se considerar a racionalidade meramente econômica como inapropriada às organizações públicas. De outra forma, a alegada ineficiência das burocracias estatais, juntamente com a falta de provisionamento constitucional para a exploração de certas atividades ora empreendidas por organizações públicas, se apresentam como uma contraposição à administração pública que põe o plano econômico das estatais em segundo plano. Longe de ser uma dicotomia, na aresta entre estes dois vértices ainda haveria a proposta de modelos organizacionais públicos, mas não estatais, e a participação ativa da sociedade civil em empreendimentos objetivando a coprodução do bem-público em diversas formas e arranjos organizacionais (Andion, 2012; Pereira, 2008; 2001; Denhardt & Denhardt, 2007; Pinto, 1952).

Existem situações em que o interesse exclusivamente econômico da iniciativa privada não atenderia em primeiro momento às necessidades manifestas do interesse público. De igual forma, tampouco na operação de empresas controladas e mantidas totalmente pela esfera pública haveria a apreciação adequada do interesse público, pelo suposto desvio do Estado do papel constitucional quando este emprega recursos em objetos de exploração econômica e mercadológica. Possivelmente como uma forma de abordar a este tipo de dilema, e para preencher uma lacuna de forma organizacional que existe entre os papéis claramente definidos

do Estado na execução das políticas públicas e da iniciativa privada em suprir bens e serviços para consumo privado, o Estado brasileiro tenha criado o modelo jurídico das Sociedades de Economia Mista – SEM (Pinto, 1952). No entanto, já em 1952 Pinto viu nas SEM um modelo organizacional em declínio, posição esta que foi também defendida por Scofano (1997), quase meio século depois. Pinto (1952) elucubrou que a natureza conflitante dos interesses públicos e privados neste modelo organizacional acabaria por fazer com que uma ou outra fonte de influência, com o passar do tempo, se sobrepujasse, fazendo com que uma imergisse no poder da outra e por fim desaparecesse. Entretanto, as SEM encontram-se presentes e prosperando mesmo no século XXI, conforme descrevem Fontes e Picolin (2008) e Pereira (2008; 2001). Notadamente, algumas das SEM foram listadas entre as maiores companhias do mundo (Kowalski, Büge, Sztajerowska & Egeland, 2013). Que este tipo de organização não somente seguiu caminho diferente da extinção prefigurado por autores no passado, mas conseguiu se manter e crescer no cenário econômico nacional e internacional sugere que os respectivos interesses dos proprietários público e privado tenham sido, ao menos em parte, satisfeitos.

As SEM, no Brasil, são uma das formas de descentralização do poder público federal. São regidas pelo direito privado, com o objetivo de prestar um serviço público ou execução de atividade econômica. Seu diferencial é serem constituídas por capital misto – público e privado – e existirem na modalidade exclusiva de sociedades anônimas. Possuem autonomia administrativa e financeira, além de patrimônio próprio, considerado público, e controle apenas legal por parte da administração pública (Webjur, 2015). Cita-se o decreto que embasa a constituição deste tipo de Empresa:

Sociedade de Economia Mista - a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta" (Decreto-Lei n. 900, 1969).

Em síntese, as SEM se submetem ao regime jurídico das empresas privadas mas possuem capital tanto público quanto privado (Decreto-Lei n. 900, 1969; Pinto, 1952; Scofano, 1997; Webjur, 2015).

No entanto, a legislação define dois tipos de SEM: as que prestam serviços públicos e as que exploram objetivos econômicos, diferenciando-se na responsabilidade da Administração Direta e procedimentos executados em situações de falência (Webjur, 2015). No primeiro caso as empresas estariam mais fortemente vinculadas ao poder público, e no segundo caso ao privado.

Para os objetivos desta tese, optou-se por focalizar em as SEM que professem objetivos privados onde, presumidamente, haveria maior tensão entre os interesses públicos e privados.

Esta tese parte da premissa de que existem diferenças de objetivos entre as naturezas pública e privada das organizações. Rainey, Backoff & Levine (1976) apontam que, embora haja algum senso comum em conceituar o que separa uma esfera da outra em termos organizacionais, na prática não seria tão simples assim distingui-las. Observam neste sentido que a literatura tende a convergir em algumas variáveis, como o grau de exposição ao mercado, restrições legais, influências políticas, escrutínio público e expectativas públicas, dentre outros (Rainey, Backoff & Levine, 1976).

Todavia, haveria ainda uma área enevoada onde as organizações públicas e privadas começariam a confundir suas naturezas e atribuições. Organizações totalmente privadas podem, por vezes, exercer influência sobre a população, depender fortemente de contratos com o governo ou manifestar sobreposição de atribuições com a esfera pública. (Rainey, Backoff & Levine, 1976). Freeman (1984) demonstraria, mais tarde, que haveria demandas da sociedade sobre as organizações privadas também por objetivos considerados públicos. Nesta área enevoada poderiam surgir os conflitos e acordos entre objetivos públicos e privados.

1.1. Definição do problema

Dada a natureza pública e privada das SEM, aventa-se que estas organizações possuem tensões que venham a representar conflitos entre os objetivos públicos e privados dos seus acionistas – nomeadamente Governo e iniciativa privada – além, ou mais acentuadamente, do que aqueles já observados nas organizações puramente privadas (Shapiro, 2005). Destaca-se que o Governo é o principal acionista e também o controlador de tais organizações, assumindo um papel no mínimo duplo – se não ambíguo – sendo de um lado legislador/regulador e, de outro, acionista majoritário e controlador destas empresas (Decreto-Lei n. 900, 1969; Freeman, 1984; Pinto, 1952; Webjur, 2015).

Quanto aos possíveis desequilíbrios no conflito de interesses entre seus proprietários públicos e privados, se por um lado as SEM se mostrassem mais afeitas e eficientes no cumprimento de políticas públicas em detrimento dos objetivos privados, poderia haver uma diminuição do suporte dos atores privados, presumidamente do mercado, às mesmas. Nesta situação, as SEM

deixariam de cumprir o seu papel fundamental e poderiam ser transformadas em organizações de acordo com outros modelos, como apresentados por alguns autores que abordaram o *new public management*, por exemplo, se tornando integralmente públicas. Por outro lado, se os interesses públicos fossem completamente alijados deste modelo, as SEM poderiam se tornar empresas de capital e controle totalmente privados, perdendo sua característica fundamental de organização pública de direito privado e capital público-privado (Pereira, 2001; 2008).

Se tomada a descrição da natureza das SEM, conforme apresentada no Decreto-Lei n. 900 (1969), por ter estabelecido com força de lei a sua atuação com objetivo de exploração *econômica*, poder-se-ia imaginar que os objetivos privados seriam o único fim das SEM, não havendo conflitos. Todavia, arrazoa-se que o Estado não alocaria recursos em empresas que operassem com objetivos simplesmente econômicos, se estes significarem interesse privado. Em outras palavras, argumenta-se que, ou existiria interesse público na busca do objetivo econômico nas SEM (Bonfim, 2011), e/ou os objetivos do Estado nas SEM perpassariam, de forma não tão explícita, os econômicos.

Pinto (1952) afirma que existe, essencialmente, um conflito de interesses entre os controladores público e privados das SEM, como pode-se verificar no seguinte tomo:

Ora, em uma empresa de economia mista, os fins visados pelo Estado e pelos particulares são diametralmente opostos; eles se excluem reciprocamente. O capitalista particular não tem em vista senão seu interesse pessoal; ele quer lucros elevados que lhe assegurarão bons dividendos e procura fixar o preço de venda mais alto que a concorrência permita, se ela existir. O Estado, ao contrário, intervém com a intenção de salvaguardar o interesse geral, seja o dos consumidores ou o dos utentes; ele se esforça, então, para manter o preço de venda em níveis baixos. Nasce, assim, entre os dois grupos de associados, um conflito irreduzível, no qual um deles será inevitavelmente vítima (Pinto, 1952).

Pinto (1952), conforme citado, atesta que, em algum momento, um dos objetivos das SEM finalmente predaria o outro. Contudo, haja vista a persistência deste modelo, cabe questionar se o balanceamento dos interesses dos proprietários destas empresas não seria possível e sob quais condições.

A discussão levantada há tantos anos por Pinto (1952) sobre este potencial conflito de interesses nas SEM continua viva. De acordo com Torres (2012, dezembro 3), “A CVM ‘reconheceu a importância de evoluir na discussão acerca do conflito de interesses nas sociedades de economia mista’”, atestando que um dos principais reguladores do mercado de capitais percebe a

existência de tensões entre os proprietários público e privado das SEM. A mesma ideia foi reafirmada por Cristoni (2014, novembro 27):

Essencial para garantir a observância das boas práticas de gestão, a governança corporativa no setor público impõe às empresas estatais de capital aberto o desafio de conciliar a busca pela lucratividade, para atender aos interesses de seus acionistas, e o cumprimento de ações integradas às políticas de governo. A possibilidade de manutenção desse equilíbrio divide opiniões de especialistas (Cristoni, 2014, novembro 27).

O fato é que as SEM persistem no ambiente institucional brasileiro (Amaral, 2012; Bonfim, 2011), apesar de sua natureza dicotômica lançar desafios à administração (Pinto, 1952; Scofano, 1997) e mesmo ao Direito (Amaral, 2012; Bonfim, 2011), considera-se relevante investigar os conflitos de natureza público-privada que ocorrem nas SEM, e como essas empresas lidam com esses conflitos, à luz de teorias atuais.

1.2. Pergunta de pesquisa

Baseada nas considerações traçadas acima, a pergunta que se busca responder nesta tese é:

Como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes dos *stakeholders* proprietários público e privado das mesmas e sob quais condições se conseguiria balanceamento destes interesses?

1.3. Objetivos geral e específicos

Para responder esta pergunta, foram elaborados um objetivo geral e vários objetivos específicos, apresentados a seguir.

Objetivo geral

O objetivo geral desta pesquisa é:

Identificar como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes de seus stakeholders proprietários público e privado e sob quais condições seria possível balancear estes interesses.

Objetivos específicos

Para alcançar o objetivo geral traçado, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Identificar quais seriam os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM;
- b) Identificar casos que possam ser ilustrativos e que permitam comparação entre si;
- c) Descrever sob quais condições se conseguiria balancear os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado;
- d) Criar um modelo explicativo e testável das condições que levam ao balanceamento dos interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM.;

1.4. Delimitação da pesquisa

Neste trabalho buscou-se identificar como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes de seus *stakeholders* proprietários público e privado e sob quais condições seria possível balancear estes interesses. Delimitam-se os *stakeholders* em estudo aos *stakeholders* proprietários pelo fato de que o nexo total dos *stakeholders* pode ser consideravelmente amplo, conforme observaram Buchholz e Rosenthal (2004), Fassin (2008), Freeman, Harrison, Wicks, Parmar e Colle (2010) e Freeman (1984). Todavia, os *stakeholders* que são considerados como foco do trabalho são, efetivamente, os que detêm alguma posição como *stockholders*, ou seja, possuem a propriedade do capital das empresas. Pode-se argumentar que os *stakeholders* privados são múltiplos, possivelmente apresentando interesses divergentes entre si, mas, neste trabalho, estes atores são unificados em torno de objetivos comuns, privados, e classificados no singular como *stakeholder* proprietário privado, apenas para fins de facilitar a comparação com o *stakeholder* proprietário público em termos de interesses.

Buscou-se, ainda, descrever sob quais condições se conseguiria balancear os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado. Entendeu-se que este balanceamento envolveria a satisfação, pelo menos minimamente, dos respectivos interesses públicos e privados. Assim, considerou-se que o balanceamento não necessariamente requer a satisfação perfeita ou plena desses interesses e, sim, atender os interesses de maneira suficiente de não despertar ações ou manifestações contrárias dos *stakeholders* proprietários público ou privado.

Para atender os objetivos da pesquisa, foram analisados - na luz das teorias de agência, de *stewardship*, de *stakeholders* e institucional - 10 casos envolvendo conflitos de interesse público e privado distribuídos em cinco SEM brasileiras. A escolha das SEM e dos respectivos casos é detalhada no Capítulo 3. Apesar de as SEM persistirem no cenário institucional brasileiro há algumas décadas (Decreto-Lei n. 900, 1969; Pinto, 1952; Scofano, 1997; Webjur, 2015), não se pretendeu aqui produzir uma análise histórica de como as SEM têm gerido as tensões abordadas. Objetivou-se sim a produção de um modelo teórico descritivo e generalizável que considere elementos de qualquer data ou fonte delimitados na pesquisa, e que permitam a compreensão e elaboração deste artefato, como descrito com mais detalhes no Capítulo 3.

1.5. Justificativa da pesquisa

As SEM, como já mencionado, fazem parte de um grupo maior de organizações chamado de *State-Owned Enterprises* – SOE, ou empresas pertencentes a Estados ou Governos. As SOE possuiriam características especiais que as tornariam objetos de interesse de pesquisa por parte da Academia, dada a idiossincrasia de sua estrutura de propriedade e gestão. As SOE também apresentariam significância de estudo sob o ponto de vista econômico, conforme destacaram Kowalski *et al.* (2013). De acordo com estes autores, as SOE constituem uma não-desprezível parcela da lista das duas mil maiores organizações da revista Forbes. Neste grupo, 204 organizações são SOE, ou mais de 10% do total. Estas organizações atuam em setores econômicos bastante diversos e abrangentes, como telecomunicações, transporte, energia e negócios bancários, dentre vários outros, e são mantidas por 37 países. A receita combinada destas empresas é da ordem de USD 3,6 trilhões, ou quase seis por cento do PIB mundial. À época do estudo, esta cifra representava um montante superior ao PIB de países como Inglaterra, Alemanha e França. Destaca-se ainda que os países que detêm a maior participação de SOE's em suas economias são responsáveis por 20% do comércio internacional mundial (Kowalski *et al.*, 2013). Enfatiza-se que estes números representam uma amostra das maiores SOE, mas que existem muitas outras organizações deste tipo não listadas no ranking.

Desta forma, argumenta-se que as SOE representariam um campo relevante de estudo para a academia. Considera-se que o estudo do conflito de interesse público-privado possa extrapolar a forma específica das Sociedades de Economia Mista no Brasil e lançar novas percepções e

considerações para todas as *State-Owned Enterprises*. A despeito desta extrapolação, entende-se que o próprio enriquecimento da compreensão das tensões na natureza das SEM seja de valia para o estudo organizacional e estratégico no Brasil. A representação das SOE na economia e ambiente institucional nacional é de tal monta que, *per se*, viria a ser justificado.

Com respeito, especificamente, às SEM, observa-se que embora a literatura revisada aponte para os conflitos de interesse público e privado nestas empresas, não foi identificado na revisão de literatura nenhum trabalho que trata de como as SEM administram estes conflitos de interesse. A presente pesquisa procura contribuir a preencher esta lacuna. Dada a relevância das SEM no contexto brasileiro.

1.6. Estrutura da tese

Esta tese consiste de cinco partes: (1) este primeiro capítulo de introdução; (2) a fundamentação teórica que orientou a investigação realizada. Neste capítulo se discutem as teorias de agência, *stewardship*, *stakeholders* e institucional; (3) a metodologia. Neste capítulo se trata, entre outros, da caracterização da pesquisa, sua finalidade exploratória, a estratégia de multicase utilizada, o uso de métodos qualitativos para a coleta e análise de dados, que inclui o uso da metodologia *csQCA* para a comparação dos casos. Sendo um estudo complexo, com duas rodadas de coleta e análise dos dados, há detalhamento do fluxo das atividades realizadas ao longo da pesquisa para facilitar a compreensão do que foi feito e por quê foi feito; (4) a apresentação e discussão dos resultados das duas rodadas de análise; e (5) as conclusões e recomendações.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A questão do conflito de interesses entre as esferas pública e privada, e como as SEM podem lidar com estes, demanda uma abordagem teórica para que possa ser adequadamente situada e então analisada. Neste capítulo, são apresentadas as teorias da administração pública e organizacionais, além daquelas da estratégia que orientaram a abordagem e construção de conhecimento sobre a problematização apresentada.

2.1. Teorias para Abordagem do Conflito de Natureza Público-Privada

Para possibilitar o desenvolvimento teórico do tema do conflito de interesses de natureza público-privada nas SEM, são apresentadas algumas teorias organizacionais e de estratégia que oferecem possibilidade de complementação entre si.

2.1.1. Teoria da Agência

A teoria da agência, uma das teorias que compõem a teoria da firma, tem sido uma das abordagens mais difundidas e exploradas pela academia no campo das teorias organizacionais e de gestão (Eisenhardt, 1989, Frontodona & Sison, 2006; Jensen & Meckling, 1976; Shapiro, 2005; Waterman & Meier, 1998). A discussão inicial se daria sobre a proposição de que os agentes organizacionais se posicionam em uma relação contratual em que o contratante, ou *principal*, estabelece um relacionamento com um contratado, ou *agente*, para a execução de certo trabalho por uma contrapartida acordada. Nesta relação o principal concede ao agente certo poder de tomada de decisão (Jensen & Meckling, 1976), e assume-se que há assimetria de informação entre principal e agente, onde o último seria detentor de informações às quais o primeiro não teria o mesmo acesso e nível de controle (Shapiro, 2005; Waterman & Meier, 1998). Considera-se, ainda, que o agente buscará maximizar o benefício próprio em detrimento dos objetivos do principal, e que este buscará minimizar o oportunismo do agente através de mecanismos de controle, de forma a maximizar o seu retorno (Eisenhardt, 1989, Frontodona & Sison, 2006; Jensen & Meckling, 1976; Shapiro, 2005; Waterman & Meier, 1998).

Como o monitoramento do agente por parte do principal incorre em custos, um dos principais pontos de concentração da teoria da agência tem sido a exploração dos aspectos econômicos da

relação principal-agente. Isto se daria em termos de maximizar o resultado do principal com um mínimo de controle sobre o agente, portanto, com o menor custo de monitoramento possível, ou custo de agência (Eisenhardt, 1989, Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Frontodona & Sison, 2006; Jensen & Meckling, 1976; Shapiro, 2005; Waterman & Meier, 1998). Uma das abordagens mais utilizadas para execução deste objetivo seria o alinhamento de interesses de principal e agente através de sistema de recompensas atreladas a desempenho (Shapiro, 2005). Não seria surpresa, então, que segmentos de pesquisa na linha econômica tenham manifestado interesse notável sobre a abordagem da teoria da agência (Waterman & Meier, 1998).

A teoria da agência apresenta algumas características que incorrem em problemas de difícil solução. Por exemplo, no setor público os principais não teriam as mesmas facilidades de induzir alinhamento de interesses entre principal e agente por falta de incentivos de ordem econômica, recorrendo mais comumente às sanções (Shapiro, 2005). Outro aspecto peculiar, abordado por Shapiro (2005), é o nepotismo dos principais ao contratar agentes de alguma forma correlacionados a eles. Isto poderia diminuir os custos de agência, mas diminuiria, também, a capacidade de produzir incentivos e coerção sobre os últimos. Há também a questão de que o monitoramento realizado pelos principais envolve monitores que são também sujeitos à uma relação de principal-agente em outras situações. Ou seja, em termos, quem monitora os monitores? Também, e ironicamente, os principais contratam agentes para tomar decisões, porque eles mesmos não sabem tomá-las, mas precisam, em nome de seu controle sobre a organização, dizer aos agentes como tomar as decisões (Shapiro, 2005). Shapiro (2005) defende que o principal desafio da teoria da agência no âmbito público, e de especial interesse para este ensaio, é a multiplicidade de principais com interesses conflitantes. Ou seja, ao buscar-se atender aos interesses de um principal, outro necessariamente será prejudicado. Waterman e Meier (1998) reconheceram a multiplicidade de principais, mas afirmaram que, em dadas circunstâncias, poderia haver alinhamento de objetivos, o que aliviaria a premissa de conflito da teoria, embora sem eliminá-la.

As críticas da teoria da agência têm se feito presentes (Campbell, 2007; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Frontodona & Sison, 2006; Shapiro, 2005; Waterman & Meier, 1998), e parecem se concentrar nas limitações da mesma em explicar fenômenos de ordem complexa ou heterodoxa, como já citado. Talvez a principal crítica advenha de um nível conceitual e paradigmático. A natureza do homem e a visão racionalista e utilitarista (Christians, 2006), na consideração de um homem unidimensional (Denhardt & Denhardt, 2007; Scott, 2014), focado

apenas no aspecto econômico e no oportunismo, tem estreitado campo para a utilização da teoria de agência, embora não se possa, ao que se percebe, negar sua aplicabilidade em certas instâncias (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Shapiro, 2005).

Waterman e Meier (1998) questionaram a assunção rasa da teoria da agência nas dimensões de assimetria de informação e de conflito de interesses em que os agentes deteriam mais informações do que os principais e que *haveria conflito de interesses inerente* à relação. Os autores argumentam que existem situações em que os objetivos de agentes e principais, ao menos nas burocracias estatais, podem coincidir, levando novas considerações à teoria da agência. Pode-se questionar, no caso das SEM, se os objetivos públicos e privados seriam, em todos os casos, opostos, ou se o conflito entre público e privado deveria ser tratado como uma constante, e não uma variável, como argumentam Waterman & Meier (1998).

Estabelecer uma problematização para o estudo das Sociedades de Economia Mista *apenas* em termos de pressupostos individualistas e econômicos pode representar uma visão reducionista do objeto de estudo como um todo.

2.1.2. Teoria de Stewardship

O termo *stewardship*, aplicado no contexto da relação de agência, representa o conceito de *usufruto*, que significa gerar lucro a partir de propriedade pertencente a um terceiro, sob os princípios da confiança e do arrendamento. Os valores desta teoria seriam a moderação, proporcionalidade, responsabilidade aos outros atores, além da prudência (Gibson, 2012).

A teoria de *stewardship* surgiu com a intenção de explicar as relações de governança em fundamentação diversa da teoria de agência propalada por Jensen & Meckling (1976). Desta forma, os agentes – da relação principal-agente na teoria da agência – nem sempre agiriam com objetivos individuais, atuando, por vezes, pelos mesmos objetivos dos principais (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Para Davis, Schoorman & Donaldson (1997), a teoria de *stewardship* não seria necessariamente oposta, mas complementar à teoria da agência. Todavia, uma substancial diferença da teoria de *stewardship* em relação à teoria da agência é a rejeição da simplificação do modelo humano que é utilizado nesta – o *homo economicus* (Denhardt & Denhardt, 2007, Scott, 2014) – com fins que seriam bastante apropriados para criação de

modelos abrangentes e simplificantes, mas que restringiriam, ou mesmo desconsiderariam, as dimensões mais subjetivas do homem (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Algumas das principais divergências que a teoria de *stewardship* apresenta em relação à teoria da agência são apresentadas por Davis, Schoorman & Donaldson (1997) nas premissas conforme seguem:

- A percepção de utilidade do agente – mordomo ou *steward* – se identifica com o sucesso da organização, portanto, busca a maximização do resultado desta;
- A visão da teoria de *stewardship* é mais coletivista do que individualista;
- O comportamento do agente seria centrado na organização, porque o desempenho desta depende sua percepção de utilidade mais do que de sua individualidade;
- O interesse do *steward* seria mais alinhado com o do principal pelo fato de derivar sua utilidade da organização, mesmo foco do interesse do principal; e
- A motivação do *steward* estaria, portanto, mais relacionada aos objetivos organizacionais do que dos objetivos individuais.

Assim, Davis, Schoorman & Donaldson (1997) afirmam que a principal diferença entre as teorias da agência e de *stewardship* diz respeito à origem da motivação do indivíduo: na primeira a motivação seria extrínseca; na última, intrínseca.

Outra característica diferencial dos agentes – ou *stewards* – na teoria de *stewardship* é a sensibilidade da relação destes ao controle. Esta visão é aproximada ao que McGregor (1966) chamou de teoria Y, em contraposição à teoria X. Tanto a visão do controle na teoria de *stewardship* quanto na teoria Y atestam que os *stewards* tenderão a atuar com tanto mais aderência aos objetivos organizacionais quanto maior for a confiança lhes depositada pelo principal (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; McGregor, 1966). O *steward*, como apresentado na teoria de *stewardship*, demandaria menos controle: se trataria de um indivíduo confiável que age, preferencialmente, nos interesses da organização. Portanto, o principal pode dotá-lo de maior autonomia, empoderamento e discricção (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Desta forma, se poderia esperar que as relações entre principal e agente da teoria da agência fossem migradas para o modelo de confiança visto na teoria de *stewardship*, mas isto não aconteceria, em ampla escala, devido aos riscos envolvidos (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Neste sentido, Davis, Schoorman e Donaldson, (1997) afirmam que a teoria de *stewardship* também não é capaz de explicar completamente o comportamento humano nas organizações, sendo que as pesquisas posteriores buscaram desenvolver uma visão complementar entre as teorias da agência e de *stewardship*.

2.1.3. Teoria dos Stakeholders

A teoria dos *stakeholders* afirma que a organização possui responsabilidades mais amplas do que a simples geração de lucro para seus acionistas. *Stakeholders* seriam todos aqueles entes que afetam ou são afetados pela organização, e os interesses destes na mesma precisam ser considerados e abordados de forma estratégica (Freeman, 1984).

A teoria dos *stakeholders* (Freeman, 1984), tem recebido atenção da academia desde sua consolidação, em 1984 (Donaldson & Preston, 1995; Frooman, 1999; Jones & Wicks, 1999). O termo, talhado para estabelecer um contraste entre os acionistas – *stockholders* – e os grupos que afetam ou são afetados pelos resultados da organização (Freeman & Reed, 1983; Goodpaster, 1991; Freeman, 1984; 2011), tem sido utilizado de forma bastante e mesmo demasiadamente abrangente (Jones & Wicks, 1999; Agle, Mitchell & Sonnenfeld, 1999; Donaldson & Preston, 1995). Basicamente, a definição do termo *stakeholder* não mudou em sua essência com o passar dos anos, mas veio a enlaçar-se com outras teorias e visões como a Responsabilidade Social Corporativa ou *Corporate Social Responsibility* – CSR.

Goodpaster (1991) deriva da definição de *stakeholders* duas classificações dos mesmos: estratégicos e morais, tangendo, respectivamente, a literatura da estratégia e da ética (Frooman, 1999). Embora o conceito englobe todos os atores sociais que afetem ou sejam afetados pela organização, apresenta maior interesse nos não acionistas, pois os estudos realizados até então mantinham preferencialmente o foco no atendimento aos interesses dos *stockholders* (Freeman & Reed, 1983). Para Freeman (1984) e Frooman (1999), a teoria dos *stakeholders* busca responder às questões:

- Quem são os *stakeholders* da organização?

- O que eles desejam? e
- Como eles buscarão alcançar o que desejam?

O conceito de *stakeholders* percebeu considerável contato com a de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (Campbell, 2007; Freeman *et al.* 2010). Isto teria ocorrido pelo fato intrínseco de ambos focarem em atores sociais que são afetados pela ação organizacional (Freeman, 1984; Jones & Wicks, 1999). Isto levaria a um questionamento sobre a motivação pela ação responsável. Freeman *et al.* (2010) e Jones e Wicks (1999) exploram a dicotomia da gestão de *stakeholders* em função desta motivação. As propostas parecem divergir entre gerir os *stakeholders* por interesse econômico, apenas, ou por motivação *moral e ética*, sendo a última visão conhecida como a teoria *normativa* dos *stakeholders*, e a primeira, como visão *instrumental* (Donaldson & Preston, 1995; Jones, 1995; Kaler, 2003).

Parece haver consenso, nas pesquisas e teorizações de estratégia mais recentes, sobre a necessidade de gestão do relacionamento com os *stakeholders* (Freeman *et al.* 2010). Sendo assim, não haveria disputa sobre a pertinência de investirem-se recursos em gestão de *stakeholders*. A discussão diria respeito a encontrar uma resposta para a pergunta: o que leva as organizações a alocarem recursos para o relacionamento com os *stakeholders*? Seriam estes motivos homogêneos, ou poderia haver razões diferentes para esta alocação de recursos?

Jones e Wicks (1999) exploram a ideia de que a racionalidade econômica não seria o único motor de ação das organizações e o utilitarismo não seria a única explicação para a RSC, abordando a ideia de que a teoria de *stakeholders* tenha fundamentação também moral e ética, operando no campo dos valores.

Com relação às críticas da teoria, autores como Humber (2002) defendem que a teoria *normativa* dos *stakeholders* deveria ser abandonada completamente, visão que recebeu atenção de Freeman *et al.* (2010). Outras críticas se somam a esta, como excesso de abrangência, falta de objetividade, dificuldade de identificação e classificação de *stakeholders*, e na dificuldade de implementar ações para com os próprios (Donaldson & Preston, 1995; Humber, 2002; Jones & Wicks, 1999; Buchholz & Rosenthal, 2004).

A teoria de *stakeholders* vem recebendo colaboração de diversos autores que adicionam novas perspectivas e maior poder descritivo aos pressupostos iniciais sugeridos por Freeman e Reed (1983) e Freeman (1984) (Mitchell, Agle & Wood, 1997; Fassin, 2008).

Mitchell, Agle e Wood (1997) cunharam o termo *saliência* para os *stakeholders*, que diz respeito a capacidade dos *stakeholders* de influenciarem a organização em questão, provendo um meio para que os *stakeholders* sejam objetivamente classificados e que estratégias específicas possam ser elaboradas para a negociação com cada um deles. Os atributos propostos por Mitchell, Agle e Wood (1997) são: poder, legitimidade e urgência. Em termos de poder, os autores definem como sendo a capacidade de impor a sua vontade em um relacionamento. Portanto, os *stakeholders* de uma organização deveriam ser analisados considerando esta perspectiva onde o poder pode ser um parâmetro para diferenciação dos mesmos. A legitimidade derivaria da percepção social a respeito dos *stakes* de um determinado *stakeholder* no sentido de apoiar e acreditar suas demandas, reconhecendo-as como válidas, justas e, portanto, *legítimas*. Já em termos de *urgência*, a proposta de Mitchell, Agle e Wood (1997) assevera que seria a percepção de que a demanda do *stakeholder* em análise demande atenção imediata dos envolvidos, adicionando uma perspectiva dinâmica ao modelo proposto pelos próprios. Assim, a análise dos *stakeholders* ganharia um aspecto temporal, pois a urgência implicaria um nível de precedência no atendimento às demandas dos mesmos.

Outro ponto de interesse na teoria de *stakeholders* concernente a este trabalho é a simplificação do papel do Governo como *stakeholder* no contexto organizacional. O Governo tem sido retratado, essencialmente, como um *stakeholder* regulador, uma espécie de árbitro que decidiria sobre as regras do ambiente no qual os *stakeholders* atuam junto às organizações (Freeman, 1984). No entanto, questiona-se sobre o papel do Governo na teoria quando ocupa posições de controlador de *State-Owned Enterprises*, como no caso das SEM.

Em uma pesquisa de elaboração própria, foi possível identificar, na literatura de *stakeholders*, os papéis que o Governo ocupa, em uma amostra selecionada dos principais periódicos científicos ranqueados no *Journal Citation Reports* da *Thomson Reuters*. Os resultados desta pesquisa estão disponíveis na Tabela 1:

Regulador	Empreendedor	Fomentador	Representante Público e Social
Nonstakeholder Regulation of market failures Balancing of interests Regulatory framework Regulatory Oversight Law enforcement	Focal actor Business Partner Shareholder Ownership Entrepreneurial initiatives External control	Creation of incentives Knowledge Building	Advocate Real Stakeholder Vehicle of expression of special interest

	Definition of Legal Framework Standard Setting Watchdog Regulation	Possible competitor Direct Investor Owner Business Firms Seller Business Firms	Facilitator of financing to service providers Catalyst of Private Investment Knowledge Deployment and mobilization	Focal actor in public-policy process
Harrington (1996)	X			
Uhlebruck & De Castro (2000)		X		
Choudrie et al (2003)	X	X	X	
Buchholz & Rozenhal (2004)	X	X		X
Ferrary (2009)	X			X
Fassin (2010)		X		X
Kivleniece & Quelin (2012)	X	X		
Li et al. (2015)	X	X		
Dahan, Doh & Raelin (2015)	X	X	X	X

Tabela 1: relação dos papéis desempenhados pelo Governo na literatura de *stakeholders*, de acordo com os principais periódicos do tema. Fonte: elaboração própria.

De acordo com a Tabela 1, é possível perceber que o Governo pode ser classificado em quatro diferentes papéis, conforme reconhecimento das suas funções pelos autores descritos na primeira coluna. O papel regulador do Governo já teria sido abordado inicialmente na teoria de stakeholders (Freeman, 1984), e o papel de representante público e social seria esperado do poder público (Buchholz & Rosenthal, 2004). Todavia, de especial interesse para esta pesquisa é o papel empreendedor do Governo, aliado ao papel de fomentador. Estes papéis foram consideravelmente explorados por autores como Mazzucato (2015), todavia fora da teoria de stakeholders, tangendo assuntos de economia e administração pública. Este papel do Governo teria afinidade com a posição de acionista controlador que o ator público ocupa nas Sociedade de Economia Mista.

2.1.4. Teoria Institucional

Morgan (1998) e Scott (1998, 2013) visualizam as organizações como sistemas abertos, buscando equilibrar necessidades internas e adaptar-se a circunstâncias ambientais, afetado e sendo afetadas por este. DiMaggio e Powell (1983) observam que era possível, no passado, argumentar - como fez Weber (1978) - que as organizações assumiram determinadas formas

como resposta racional a pressões ambientais visando a eficiência. No entanto, a despeito de as organizações continuarem a se racionalizar e se burocratizar, a partir da segunda metade do século XX haveria outras forças ambientais sobre as organizações advindas não somente da competição, e que não necessariamente visariam somente tornar as organizações mais eficientes. Meyer e Rowan (1977) já haviam sugerido algo parecido, ao defenderem que as organizações passaram a refletir os mitos do seu ambiente institucional ao invés de, necessariamente, buscar atender unicamente às demandas intrínsecas do trabalho.

Embora a vertente econômica da teoria institucional, representada pela teoria dos custos de transação (Williamson, 1979; 1991), continue a dar preponderância à racionalidade econômica e do oportunismo intrínsecos dos agentes econômicos, no institucionalismo sociológico, passa-se a enfatizar outros fatores que influenciam a forma assumida pelas organizações. Weber (1978) já discorrera sobre a ação social envolver elementos além da simples relação econômica, estando aquela sujeita a “intrusão de outras considerações ou propósitos não-econômicos” (Weber, 1978 p. 21). Selznick (1972), por exemplo, afirma que agentes econômicos podem abrir mão de ganhos em troca de estabilidade, o que significaria deixar de lado a visão econômica em busca de ganhos subjetivos que não se traduzam, obrigatoriamente, em retorno financeiro ou material.

De acordo com Selznick (1972), a organização existiria para mobilizar as energias humanas, de forma técnica, para uma finalidade já estabelecida. Já uma instituição seria um produto de necessidades e pressões sociais, surgindo de forma natural em decorrência destas (Selznick, 1972). A institucionalização envolve a infusão de valores além daqueles intrínsecos à execução técnica de uma tarefa. Seria, também, uma variável, e não uma constante, no sentido de apresentar variados graus de presença. Todavia, as instituições ou a institucionalização têm sido tema de debates ao longo dos últimos 150 anos, sendo, não raramente, apresentados em diferentes nuances (Scott, 2014).

O objetivo da sociedade com as organizações seria a busca de segurança e realizações (Selznick, 1972; DiMaggio & Powell, 1983). Isto levaria a rivalidades e comportamentos arraigados, e sobre estes preceitos cresceriam os valores e padrões. Quando estes padrões se cristalizam, surgiria uma estrutura social, que seria valorizada conforme avança o seu desenvolvimento (Selznick, 1972). Selznick (1972) acrescenta que institucionalizar seria infundir valor além das exigências técnicas da tarefa, e que organizações institucionalizadas não seriam facilmente descartadas ou alteradas. As organizações se tornariam mais institucionalizadas quando

representassem valores da comunidade. Esta, por sua vez, prestaria legitimidade àquelas (Selznick, 1972, DiMaggio & Powell, 1983; Bansal & Clelland, 2004). Além disso, as organizações não tanto criariam valores como os absorveriam. Em contraste, uma instituição seria menos precíval que uma organização, não sendo totalmente planejada e recebendo, bem como influenciando, os valores sociais (Selznick, 1972).

DiMaggio & Powell (1983) afirmaram que as organizações absorvem valores institucionais de três formas: normativa, coercitiva e mimética. Cada uma destas formas descreveria um processo e uma razão pela qual as organizações passam a apresentar características semelhantes, ou *isomorfismo*. Nas pressões normativas, há um papel importante das profissões, onde determinados padrões surgem no adestramento e na *normatização* das atividades dos profissionais. Na forma mimética, as organizações procuram imitar os comportamentos de outros atores do ambiente, na presença da incerteza. Com as pressões coercitivas, outras organizações criam tensões explícitas e implícitas, e a sociedade apresenta certas expectativas culturais para que determinada forma ou comportamento seja assumida. Em última instância, estas três fontes de pressões levariam ao isomorfismo, que é a semelhança entre as organizações de um mesmo ambiente (DiMaggio & Powell, 1983).

A teoria institucional, na figura também das instituições, vem sendo estudada e difundida desde o século XIX por diversos autores, e em diversas áreas do conhecimento, como economia, administração e sociologia. Neste período, algumas críticas têm surgido para com a teoria. Entre elas está a de que, em determinado aspecto, a teoria institucional valorizaria demasiadamente o subjetivo e minimizaria o papel da decisão racional e da discricionariedade da administração (Scott, 2014).

Na teoria institucional, o trabalho de Oliver (1991) é de interesse para esta pesquisa, por prover estratégias com as quais as empresas lidariam com pressões institucionais do ambiente organizacional. Para a autora, as organizações trabalham para obter legitimidade e estabilidade no seu contexto, e as mesmas mobilizar-se-iam para elaborar estratégias em resposta aos processos institucionais advindos do ambiente. A tipologia criada por Oliver (1991) para definir as respostas estratégicas das organizações a estes processos institucionais pode ser vista na Tabela 2:

Estratégias	Táticas	Exemplos
Aquiescência	Hábito Imitação	Seguir normas invisíveis e <i>taken-for-granted</i> ; mimetizar modelos institucionais; obedecer às regras e aceitar normas

	Consentimento	
Balanceamento	Balanceamento Pacificação Barganha	Balancear as expectativas de múltiplos constituintes; Apaziguamento e acomodação de elementos constitucionais; Negociação com <i>stakeholders</i> institucionais
Elisão	Ocultação Represamento Fuga	Disfarçar não-conformidade; afrouxamento de ligações institucionais; mudar objetivos, atividades ou domínios
Resistência	Dispensa Desafio Ataque	Ignorar normas explícitas e valores; contestar regras e requisitos; assaltar as fontes de pressão institucional
Manipulação	Cooptação Influência Controle	Importar constituintes influentes; modelar valores e critérios; dominar constituintes institucionais e processos

Tabela 2: respostas estratégicas a processos institucionais. Fonte: Oliver (1991, p. 152), tradução livre.

A estratégia de balanceamento, descrita por Oliver (1991) e visível na Tabela 2 seria de especial adequação para a pesquisa desenvolvida, pelo potencial de balanceamento dos interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM. Todavia, as demais estratégias também se mostram aplicáveis ao tema, podendo ser utilizadas a depender do contexto em que as mesmas venham a ser observadas.

2.2. Diálogo entre as teorias

Um dos desafios de se tratar as estratégias de abordagem de conflitos de natureza público-privada é a delimitação do arcabouço teórico sobre o qual a discussão será engendrada. As teorias organizacionais e de estratégia têm seus pontos de destaque, bem como limitações e críticas. O que se propõe, na discussão a seguir, é que se possa tecer um diálogo entre teorias diferentes, mas que sejam complementares no sentido de prover postulados que suportem as limitações umas das outras.

Abordar as SEM sob a ótica das teorias da agência e *stakeholders* revela certas peculiaridades. Na teoria de *stakeholders*, verificou-se que há a assunção de que estes tenham objetivos que são, por vezes, conflitantes (Orts & Studler, 2010), embora não se tenham verificado estudos sobre conflitos de natureza público-privada na literatura abordada. Adiciona-se que a teoria de *stakeholders*, apesar de ter angariado certa celebridade, tem sido criticada como uma teoria excessivamente abrangente e permissiva (Jones & Wicks, 1999), o que estabelecerá uma limitação para sua utilização exclusiva.

Por outro lado, a teoria da agência apresenta um conflito inerente entre principal e agente, podendo ser utilizada, em princípio, como abordagem possível para o estudo dos conflitos de natureza público-privada. No entanto, o modelo básico da teoria da agência é diádico (Waterman & Meier, 1998), ou seja, compõe uma díade de *um* principal e *um* agente. Todavia, Waterman e Meier (1998) demonstraram haver principais múltiplos nas burocracias estatais. Ainda mais, a teoria da agência apresenta alguns pressupostos que, além de receberem críticas, parecem estar sendo, de acordo com a revisão da literatura, ou abandonados ou flexibilizados para permitir novas interpretações (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; DiMaggio & Powell, 1983; Freeman *et al.*, 2010; Jones & Wicks, 1999; Waterman & Meier, 1998). Neste sentido, pode citar-se o utilitarismo e a visão de homem unidimensional (Denhardt & Denhardt, 2007; Scott, 2014), conforme abordagem de Jensen & Meclinkg (1976).

A crítica tem afirmado que, entre outras asseverações, a teoria da agência perpassa a simples díade de um agente e um principal (Waterman & Meier, 1998; Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Como uma forma de lidar com as limitações da teoria de agência, a teoria de *stewardship* amplia a questão da motivação do agente, multiplicando os principais e flexibilizando o conflito inerente entre o principal e o agente, principalmente pelo relaxamento da exigência do oportunismo dos atores (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997; Gibson, 2012). Pode-se questionar, portanto, qual a razão de não se abandonar a teoria de agência e concentrar-se apenas na teoria de *stewardship*. Explica-se que a própria teoria de *stewardship* reconhece que a *confiança* na relação principal-agente-principal, uma de suas principais bases, induz riscos, e estes riscos demandariam estratégias de mitigação (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Ou seja, estas condições de incerteza inerente ao risco demandariam novamente os pressupostos da teoria de agência. Nas SEM, seria esperado que, haja vista os postulados da teoria de *stewardship*, sob certas circunstâncias, houvesse relação de confiança ou *stewardship* entre agente e principal.

Pode-se perceber que a teoria de *stewardship* acrescenta explicações adicionais para o comportamento dos agentes, ou mordomos, em relação aos principais. Notadamente, a abordagem da teoria de *stewardship* não eliminaria os problemas já levantados, como a multiplicidade de principais, os conflitos de interesses entre os mesmos e as questões sobre a propriedade da organização (Waterman & Meier, 1998). Todavia, esta teoria acrescentaria novas motivações possíveis para os atores do ambiente organizacional e, conseqüentemente, a

possibilidade de novas relações de causa e efeito, bem como diferentes consecuições para as atividades organizacionais. A teoria de *stewardship* não seria capaz de substituir a teoria de agência completamente (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Além disso, é necessário que, para o estudo ora proposto, a teoria preconize ou discorra sobre situações de conflito de interesses, especialmente entre principais, além de múltiplos principais. Para o caso das SEM, a exemplo da suposição de existência de relações do tipo principal-mordomo/*steward*, propõe-se que haja relação de agência, ou principal-agente, com conseqüente percepção de suas derivações, como custo de agência.

Com relação aos múltiplos principais, Waterman & Meier (1998) discorreram a este respeito: a multiplicidade de principais; o conflito de interesses entre estes; estratégias da organização para o relacionamento diferenciado com os seus principais; a possibilidade de aderência de objetivos entre principal e agente e um crescente empoderamento da sociedade e conseqüente aumento da expectativa desta sobre a organização (Waterman & Meier, 1998). Embora sem o uso do termo, estas premissas descreveriam, notadamente, o escopo básico apresentado pela teoria de *stakeholders*, ou seja, maior influência do ambiente, porém, com discricionariedade da gestão, diversas partes interessadas com certo poder, e extrapolação da racionalidade econômica pura (Freeman *et al.*, 2010; Jones & Wicks, 1999; Freeman, 1984).

A teoria de *stakeholders* implicitamente apresentou a visão da relação da organização com o seu ambiente institucional (Freeman *et al.* 2010; Freeman, 1984). Destaca-se que Jones e Wicks (1999) reconheceram uma ligação da teoria dos *stakeholders* com a teoria institucional, ainda que usando outros argumentos para tanto. Campbell (2007), afirma que o ambiente institucional determina como a organização irá lidar com seus *stakeholders*. Desta forma, a teoria institucional pode vir a ser significativa para o tema em discussão, também ao prover teorização sobre os meios pelos quais os *stakeholders* poderiam se relacionar com a organização a fim de obter os seus objetivos. Tais meios poderiam ser utilizados, de igual maneira, para exercer influência no embate de questões público-privadas nas organizações. Meyer e Rowan (1977) discorrem sobre processos pelos quais as organizações lidam com pressões institucionais através de mecanismos de mitos e cerimônias, apresentando sistemas de confiança e boa fé em substituição a coordenação, inspeção e avaliação.

2.2.1. O *stakeholder* público

Na teoria de *stakeholders*, o governo não tem sido tratado como *stakeholder* diferente do seu papel legal, como sendo um controlador ou *stockholder* (Agle, Mitchel & Sonnenfeld, 1999; Bansal & Clelland, 2004; Basu & Palazzo, 2008; Berman, Wicks, Kotha & Jones, 1999; Campbell, 2007). De maneira geral, a pesquisa acadêmica tem exibido o governo da mesma forma que inicialmente apresentado por Freeman (1984): como *stakeholder* legal, ou seja, o ator social com poder de legislar sobre o setor de atividade da organização. No entanto, no caso das SEM o governo, além de ser *stakeholder* legal, também possui outros *stakes* – interesses – em relação a estas organizações, incluindo ações: é afetado pelo desempenho das SEM, recebe ou não os resultados financeiros da operação destas, afeta as organizações ao deter capital na forma de ações, e controle sobre essas empresas (Pinto, 1952; Scofano, 1997; Warlich, 1984). Pelo fato de o Governo ser afetado pelo desempenho das SEM, inclusive economicamente, propõe-se que seu interesse nas mesmas vai além da produção do bem público, quando a busca do resultado financeiro e econômico é considerado, por vezes, como concorrendo com esta produção. Por outro lado, conforme abordaram Brey, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2014) e Lazzarini *et al.* (2014), os investidores privados também veriam nas SEM características peculiares, como uma possível mitigação de riscos e estabilidade intrínseca, que torná-las-iam também atraentes para os fins privados.

Campbell (2007) afirma que os governos estariam diminuindo sua atuação como normatizadores e reguladores, e deixando à iniciativa privada esta tarefa. O produto deste cenário seria de que movimentos sociais, sindicatos, ONG's e outros *stakeholders* assumam o papel de pressionar as organizações por ações de responsabilidade socioambiental (Campbell, 2007). No entanto, Buchholz e Rosenthal (2004) asseveram que não é possível que os *stakeholders* assumam o completo papel do governo na ação responsável das organizações privadas, indicando que as políticas públicas seriam a única forma de equilibrar os interesses econômicos e a responsabilidade socioambiental nas mesmas.

Sobre a pertinência da proposta do presente estudo, destaca-se que no cenário internacional, La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer (2002) declararam ser em grande quantidade as instituições financeiras cujos controladores são os governos nacionais. Kowalski, Büge, Sztajerowska, & Egeland (2013) afirmam que as *State-Owned Enterprises* – *SOE* detêm importante parcela das receitas brutas mundiais, e expressivo montante no comércio internacional, chegando a montar

receitas superiores ao PIB de países como Inglaterra e França. Brey *et al.* (2014) afirmam que, no Brasil, apesar de ter havido um movimento de privatizações nos anos 1990, o Governo aumentou sua participação nas empresas privadas, através das instituições nas quais aquele possui ingerência direta ou indireta. O Governo participa em empresas das mais diversas atividades econômicas, dentre elas energia, finanças, química, veículos, têxtil e outras (Brey *et al.* 2014). Brey *et al.* (2014) concluíram que a participação do Governo nas empresas nacionais tem se mostrado um diferencial que tanto pode trazer benefícios quanto perda de desempenho para as organizações. Acesso a financiamentos seria um exemplo de bônus. Altos desembolsos para financiamento de campanhas de candidatos eleitorais exemplificariam um ônus desta relação (Brey *et al.* 2014).

Assim, percebe-se que existe uma lacuna considerável de abrangência pela academia em uma temática que é relevante para os estudos organizacionais. A investigação do *stakeholder* Governo em um papel em que frequentemente a academia não o arrola pode trazer avanço nas teorias correlatas, e produzir conhecimento com implicações teóricas e instrumentais. Também, os principais das SEM, de acordo com literatura seriam, além dos acionistas privados, o Governo e o público, onde os interesses dos dois últimos nem sempre coincidiriam (Brey *et al.* 2014, Lazzarini *et al.* 2014; Waterman & Meier, 1998).

2.2.2. Implicações da abordagem

Argumenta-se, aqui, que o comportamento da organização como um todo pode ser influenciado por motivos mais complexos e mais subjetivos do que os modelos puramente de base econômica das teorias organizacionais. Isto poderia influenciar, por exemplo, as decisões tomadas pelas SEM em termos de relacionamento com seus *stakeholders* e, por consequência, seu posicionamento em relação aos conflitos de interesses entre os principais. No entanto, há de se considerar que as variáveis de ordem econômica continuam oferecendo poder de explicação para certas situações, não podendo ser descartadas.

As premissas da teoria institucional podem ser importantes para o estudo das SEM ao identificar que as organizações a se institucionalizar reproduzem características por mimetismo e absorvem valores de seu ambiente (DiMaggio & Powell, 1983). Assim, nem todos os processos, formas e relações necessitam ser explicados em termos econômicos e utilitaristas, uma vez que fatores subjetivos podem estar associados à manifestação destes fenômenos. Ainda, a teoria

institucional provê explicação para a forma com que as organizações lidam com as pressões institucionais de seu ambiente (Meyer & Rowan, 1977). O *como* a ser provido pela teoria institucional pode ser útil no entendimento das estratégias das SEM na negociação com estas pressões. Meyer e Rowan (1977) descrevem mecanismos que poderiam ser encontrados nas SEM, dependendo de seu nível de institucionalização, mecanismos estes que permitiriam às SEM negociar com seu ambiente institucional na forma de satisfazê-lo e, ao mesmo tempo, incorporar seus mitos, ritos e cerimônias. Estes fenômenos poderiam ser ou fazer parte das estratégias de conciliação dos conflitos de interesse público e privado nas organizações.

O trânsito da teoria institucional com a teoria de *stakeholders*, por sua vez, pode ser justificado pelo fato de Oliver (1991) e Greening e Gray (1994) terem abordado a ligação de ambas as teorias, além da teoria de dependência de recursos, demonstrando que é possível, sob certas circunstâncias, analisar fenômenos sob uma ótica conciliatória entre duas ou mais teorias. Já Mitchell, Agle e Wood (1997) analisaram a teoria dos *stakeholders* em termos de *poder* e *controle* através das teorias da firma, incluindo a teoria de agência. Assim, sugere-se que a análise de nível organizacional relacionado ao nível individual seja possível em termos complementares e através de pontos de intersecção.

Fica claro nesta discussão que as sociedades de economia mista – SEM representam um tipo de organização que desafia as fronteiras tradicionais entre as perspectivas pública e privada. Sua gênese e natureza ganham interesse renovado com o surgimento das novas visões da administração pública, como o *new public management* (Andion, 2012; Pereira, 2008; 2001) e o *new public service* (Denhardt & Denhardt, 2007), em decorrência de uma ampliação das demandas da população dos países sobre o provimento de serviços por parte dos seus respectivos Estados. Infere-se que, apesar de a legislação definir que as SEM possam ter objetivos apenas econômicos, o Governo teria objetivos públicos nestas organizações, do contrário, as mesmas teriam se tornado inteiramente privadas na época da Reforma do Estado realizada na década dos 1990 (Pereira, 2008; 2001).

De acordo com o levantamento da literatura realizada, as SEM têm recebido pouca atenção da academia, observando-se reduzida quantidade de artigos publicados nos principais periódicos de administração pública e privada do Brasil que aborda este tipo de organização.

Destaca-se que as teorias de agência e *stewardship* operam no nível de análise do indivíduo, enquanto as teorias institucional e de *stakeholders* o fazem no nível organizacional.

É possível inferir da literatura revisada que as SEM teriam múltiplos principais, que entrariam em situação de conflito de natureza público-privada, e que o principal público nem sempre seria perfeitamente representado pelo Governo. De igual forma, a interação entre o principal – ou os principais – e o agente poderia seguir padrões mais complexos do que os puramente econômicos, como aqueles da teoria de *stewardship*, sendo possível observar ambos os comportamentos nas SEM. As pressões das relações de agência e *stewardship* poderiam ser explicadas por mecanismos institucionais. Assim, poderia haver certo grau de isomorfismo nas SEM de um mesmo ambiente institucional. O Governo, analisado como *stakeholder*, assumiria características diferenciadas quando na posição de controlador da organização, se comparado com o seu papel puramente *legal*. Por fim, sugere-se que os interesses do Governo nas SEM poderiam ser de ordem econômica, sob certas circunstâncias, e a iniciativa privada encontraria nestas organizações características que lhes permitiriam obter vantagem competitiva.

No próximo capítulo, apresentam-se os procedimentos metodológicos utilizados para investigar essas questões.

3. METODOLOGIA

Neste capítulo se detalham os métodos e procedimentos utilizados para desenvolver a pesquisa a fim de alcançar o objetivo geral de *identificar como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes de seus stakeholders proprietários público e privado e sob quais condições seria possível balancear estes interesses*.

O capítulo está estruturado da seguinte maneira. Na primeira seção se trata da caracterização da pesquisa em termos de finalidade, alcance temporal e caráter e fontes de evidência. Na segunda seção se descreve a estratégia de múltiplos casos utilizada na pesquisa, assim como a seleção das SEM a serem investigadas e dos casos específicos de conflito de interesses públicos e privados a serem comparados. Na terceira seção são delineados os instrumentos da pesquisa e os métodos utilizados nas duas rodadas de coleta e análise dos dados. Na quarta seção se apresentam os métodos utilizados na análise dos dados, a incluir uma discussão da codificação dos dados e categorias de análise, da metodologia *qualitative comparative analysis (QCA)*, e da operacionalização da pesquisa com auxílio de software. Na quinta seção se detalha o fluxo das atividades da pesquisa, que se deu em dois ciclos de coleta e análise dos dados; e na sexta e última seção são apresentados o modelo conceitual, a definição das variáveis para a análise *csQCA* e os indicadores utilizados para a atribuição dos valores a estas variáveis.

3.1. Caracterização da Pesquisa

Haja vista a natureza dos objetivos da tese, a pesquisa foi conduzida de acordo com paradigma qualitativo. Foi de natureza exploratório-descritiva, por meio de casos múltiplos e análise qualitativa comparativa. Em termos de alcance temporal, foi transversal com perspectiva longitudinal (Pettigrew, 1990), utilizando dados primários e secundários obtidos principalmente de documentos e entrevistas (O’Leary, 2014; Miles, Huberman & Saldaña, 2013; Bowen, 2009; Yin, 2014).

De acordo com a classificação relatada por O’Leary, (2014), a tradição qualitativa de pesquisa faz assunções paradigmáticas de subjetivismo, interpretativismo e construtivismo, sendo que a metodologia envolve, entre outras, pesquisa indutiva, subjetiva e intuitiva. Os métodos da pesquisa sob o paradigma qualitativo podem envolver entrevistas, observação e análise

documental. Os dados seriam, geralmente, qualitativos, embora não mandatoriamente. A análise dos dados seria feita por exploração temática (O’Leary, 2014).

Para Miles, Huberman e Saldaña (2013), a pesquisa qualitativa, se bem executada, tem a vantagem de exibir dados conforme são encontrados naturalmente, dando uma percepção mais aguçada e aproximada do que seria a vida *real*. O contexto é considerado na pesquisa qualitativa, e há espaço para o latente e subjetivo, além de haver lugar para o holístico e a complexidade. Além disso, estudos qualitativos usualmente são conduzidos dentro de um período de tempo, evitando *fotografias* instantâneas de um fenômeno e, assim, permitindo reflexões mais aprofundadas do fenômeno em estudo. Este paradigma de pesquisa ainda seria indicado para a descoberta, a exploração de novas áreas e no desenvolvimento de hipóteses, além do teste destas (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

Nesta pesquisa se lidou com questões do tipo *como*, o pesquisador não teve poder de manipular o comportamento dos atores estudados, o contexto influencia o objeto da pesquisa e as fronteiras entre o fenômeno e o seu contexto não são totalmente claras (Yin, 2014). De acordo com estas características e, ainda, a avaliação de Yin (2014) sobre estas, esta pesquisa foi conduzida sob a forma de estudo de múltiplos casos de caráter exploratório-descritivo. Foi exploratório porque não se detinha *ex-ante* uma resposta teórica ou empírica sobre como as SEM lidam com as tensões geradas pelo conflito de interesses de caráter público-privado, não havendo um conjunto único e bem distinto de saídas (Baxter & Jack, 2008; Yin, 2014). Ao mesmo tempo, foi descritivo no sentido de que analisou o fenômeno de interesse em suas interações com o seu contexto real e proveu descrição dos processos e características dos eventos e substantivos encontrados, em comparação às teorias que embasaram a pesquisa (Baxter & Jack, 2008; Yin, 2014).

O alcance temporal foi de caráter transversal, mas com perspectiva longitudinal. Essa perspectiva se caracteriza pela coleta dos dados em um momento específico do tempo, procurando entender como foi a evolução de um dado fenômeno de interesse (Pettigrew, 1990). Objetivou-se a comparabilidade entre os casos estudados a fim de se levantarem informações que permitissem identificar padrões. Não foi objetivo deste trabalho focar em determinado período de tempo ou analisar mudanças no objeto tema da pesquisa em função do tempo, mas prover a comparabilidade mencionada (Yin, 2014) em termos de contexto, processo, conteúdo e consequências para a empresa dos casos que são comparados e que serão apresentados mais adiante.

Foram utilizados tanto dados primários quanto dados secundários. Procuraram-se múltiplas fontes de informação (Yin, 2014). Os dados primários foram recolhidos por meio de entrevistas e os dados secundários por meio de análise de reportagens da mídia especializada e de documentos oficiais das empresas de acesso público disponibilizados em sites da internet.

3.2. Estratégia de pesquisa

A estratégia de pesquisa utilizada foi o estudo de casos múltiplos. O estudo de múltiplos casos foi escolhido em preferência a um de caso único devido ao fato de que um caso único, embora possa ser representativo, não pode ser considerado suficiente ou generalizante (Yin, 2014). Também o estudo de casos múltiplos é indicado pelo objetivo de angariar consistência teórica e empírica, permitindo estabelecer diferenças e semelhanças não somente entre casos, mas também com as predições teóricas da literatura analisada, (Baxter & Jack, 2008).

No entanto, de acordo com Baxter & Jack (2008), estudos de casos múltiplos demandam maior critério na seleção dos casos estudados, de forma a permitir a observação de dados relevantes aos objetivos do estudo. Ainda, casos múltiplos podem demandar o consumo de muito tempo e muitos recursos para sua execução, sendo que o planejamento adequado é essencial para a condução bem-sucedida deste tipo de pesquisa (Baxter & Jack, 2008; Yin, 2014).

3.3. Seleção das empresas

O objetivo da pesquisa realizada foi identificar como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes de seus *stakeholders* proprietários público e privado e sob quais condições seria possível balancear estes interesses. Assim, fez-se necessário a seleção para estudo de questões específicas envolvendo interesses tanto públicos quanto privados enfrentadas por empresas que pertençam a este tipo de organização. Para orientar o processo de seleção, entendeu-se que as organizações escolhidas devam possuir relevância tanto do ponto de vista de interesse(s) público(s) quanto do ponto de vista de interesse(s) econômico(s)/privado(s). Entendeu-se, também, que o tamanho das empresas escolhidas é importante devido ao fato de que é necessário que certas estruturas estejam presentes nas organizações, a fim de prover-se comparabilidade e buscar-se a compreensão do

efeito das forças institucionais enfrentadas por elas (Scott, 2014; DiMaggio & Powell, 1983; Meyer & Rowan, 1977).

Determinou-se, também, que as organizações pertencessem a segmentos diferentes de atividades, a fim de prover um leque amplo de situações em que podem imperar conflitos de interesse público-privado. Neste sentido, a determinação das empresas e respectivos casos pesquisados considerou em primeiro lugar o disposto no Decreto-Lei n. 900 (1969), que restringe as SEM à natureza jurídica de Sociedades Anônimas. Quanto à diferença de atividade econômica das SEM, buscaram-se empresas que atuam em áreas suficientemente distintas no Brasil, permitindo que o critério da diversificação de atividades fosse atingido.

Cabe ressaltar, ainda, que a seleção das empresas levou em consideração a facilidade de acesso do pesquisador aos recursos informacionais das SEM a serem pesquisadas, de modo geral. Estes recursos constituem-se de fontes midiáticas, documentos e pessoas relevantes para entrevistas. Assim, foram selecionadas empresas de economia mista constituídas na forma de Sociedades Anônimas que não se constituíssem na mesma *holding* ou grupo econômico, com o objetivo de manter variação e encapsulamento das finanças corporativas e demais estruturas de gestão.

Levando-se em conta estas considerações, foram escolhidas as seguintes Sociedades de Economia Mista para estudo de questões específicas (casos) de ações envolvendo interesses tanto públicos quanto privados. Na seção 3.4 abaixo é realizada a descrição das empresas que foram selecionadas para o presente estudo, e nas quais foram identificados os casos para estudo.

3.4. Caracterização das SEM selecionadas

Nesta seção é realizada uma breve descrição das cinco SEM selecionadas para pesquisa. Na seção 4.1 é apresentado um quadro geral com dados econômicos, gerenciais e de controle, que fornece elementos para a compreensão e comparação dos contextos interno e externo dos casos.

3.4.1. Banco do Brasil

O Banco do Brasil – BB foi criado em 1808 por alvará de Dom João VI, e fez com que o Brasil se tornasse o quarto país a possuir um banco emissor no mundo, ao lado apenas de Inglaterra,

Suécia e França. Já em sua origem, a Empresa foi constituída por capital majoritariamente público, mas com participação privada na forma de ações (Banco do Brasil, 2010). Em sua história o Banco do Brasil já passou por um processo de falência, ainda na primeira metade do século XIX e, desde então, vem sofrendo diversos processos de mudança e adaptação às realidades econômicas, sociais e políticas sempre em mutação no País. A empresa, constituída sobre o modelo verticalizado de hierarquia, já executou papel de Banco Central e de caixa pagador do Governo Federal, mantendo ainda hoje a função de ser responsável pela distribuição e recolhimento de numerário no País (Banco do Brasil, 2010). O Governo federal detém cerca de 54% das ações do BB – embora esteja em processo de redução deste percentual. A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ, é proprietária de cerca de R\$ 9 bilhões em ações do patrocinador, sendo o seu maior acionista, após o Governo. A Previ concentra os depósitos previdenciários dos funcionários do Banco do Brasil e constitui o maior fundo de pensão da América Latina (Valor Econômico, 2017n). O Banco do Brasil se compõe em um conglomerado de 14 entidades ligadas, chamadas ELBB, além de empresas controladas como a BB Seguridade, BB Banco de Investimentos, *Brazilian American Merchant Bank* – BAMB, Banco do Brasil AG, Banco do Brasil Américas, BB Administradora de Cartões de Crédito, BB Elo Cartões e outros. Cada uma destas empresas controladas pode deter valores expressivos em ativos, como o caso da BB Seguridade, por exemplo (Banco do Brasil, 2018).

Ao final do século XX, o BB enfrentou mudanças estruturais importantes, conforme descritas por Silva e Alperstedt (2013). A perda da assim chamada *conta-movimento* colocou a instituição em um cenário de competição com bancos privados, mas a organização e, notadamente, seus intervenientes políticos, deram sinais de que poderiam não ter absorvido o pleno significado do novo contexto na qual a empresa estava inserida. Por esta razão, a companhia entrou em severa condição econômica adversa e necessitou de um volumoso aporte de recursos do Governo. Esta capitalização por parte do acionista controlador fez com que a organização recebesse um indicativo ainda mais claro de que deveria buscar a autossuficiência e a sustentabilidade econômica e financeira, sob pena de privatização caso esta mudança de orientação não acontecesse (Silva e Alperstedt, 2013).

O mercado bancário no Brasil é bastante competitivo, principalmente entre os grandes bancos concorrentes, que formam um oligopólio de menos de meia dúzia de grandes instituições, que dominam a quase totalidade da carteira de crédito nacional. Bancos internacionais também demonstraram, no passado, interesse no Brasil, através da inserção no mercado nacional de

estruturas com considerável volume e que indicavam uma intencionalidade perene de operação. No entanto, salvo algumas poucas exceções, como a do Banco Santander, via de regra, as empresas estrangeiras não permaneceram no mercado brasileiro, executando a venda de seus ativos para os bancos nacionais (Valor Econômico, 2018g). No mercado nacional, o Banco do Brasil se consolidou como o agente do crédito agrícola, desenvolvendo, conforme dados da pesquisa, mitos institucionais ligados a esta função. Até poucas décadas atrás, o BB era o único operador desta modalidade. Atualmente os bancos privados também atuam no mercado de crédito agrícola, embora com percentuais bastante menores de *market share* (Isto é Dinheiro, 2011).

Recentemente, assim como o setor bancário nacional como um todo, o Banco do Brasil tem sofrido reveses derivados da instabilidade econômica mundial e nacional. Durante os anos subsequentes à crise iniciada com o colapso do mercado *subprime* americano em 2008, a empresa atuou fortemente como agente de política de crédito do Governo federal, tanto sob a gestão de Luiz Inácio Lula da Silva quanto de Dilma Roussef. Em 2012, a Presidente da República reforçou a estratégia de fomento da economia nacional pela redução da taxa de juros dos bancos públicos. No entanto, o Mercado financeiro não viu com bons olhos estas interferências do Governo Federal na gestão das instituições, notadamente no parcialmente privado Banco do Brasil pois, apesar de a empresa ter se mantido operando com resultados anuais positivos, se distanciou em considerável escala do patamar de rentabilidade dos concorrentes privados (Valor Econômico, 2018d). Por essa época – 2011 – o BB operacionalizou um negócio de R\$ 2,3 bilhões com a contratação dos direitos de explorar a rede de agências dos Correios, após vencer o concorrente privado Bradesco em leilão, que atuava neste negócio há cerca de dez anos, à época. A intenção declarada do Banco do Brasil era prover crédito acessível às populações de baixa-renda, promover inclusão bancária, estratégia esta também para expandir sua base de clientes – sobretudo naquele segmento, e desonerar o custo de atendimento de clientes não-rentáveis em sua rede de agências, uma das maiores do País. Todavia, uma vez mais o Mercado de Ações reagiu negativamente, não à operação em si, mas ao seu custo, que foi considerado elevado e de retorno financeiro duvidoso. Um indício deste descontentamento por parte dos atores privados da Bolsa de Valores teria sido a queda de cerca de 2% na cotação das ações do BB nas 48 horas subsequentes ao anúncio da vitória deste no certame contra o Bradesco (Isto é Dinheiro, 2011).

Pouco tempo após estes eventos, instaurou-se uma crise econômica, pela qual o Brasil passa desde o ano de 2014, agravada pela crise política que elevou a insegurança dos atores do mercado nacional e internacional com respeito à capacidade de o País honrar seus compromissos e prover um ambiente de negócios com baixo risco. Este contexto trouxe a necessidade de novas mudanças no Banco do Brasil. Com o processo de *impeachment* da então Presidente da República, Dilma Roussef, em 2016, a gestão do novo Chefe de Estado passou a dar um direcionamento mais forte às questões estruturais de economia e finanças em praticamente todas as empresas públicas (Valor Econômico, 2017j). Com este cenário, o Banco do Brasil sinalizou desejar promover a concentração de suas operações no mercado nacional, deixando de operar em países onde tem pouca escala. Anteriormente a empresa havia realizado um movimento de expansão internacional. O Banco do Brasil opera atualmente em 23 países, sendo que apenas nas nações asiáticas a instituição possui mais de 100 mil contas (Valor Econômico, 2017j). Este cenário pode ser alterado em pouco tempo pois, devido à necessidade de ajustar sua eficiência econômica, a empresa pretende buscar, além da concentração das operações no Brasil, a rentabilização de seus negócios naqueles países onde vê, efetivamente, perspectiva de retorno financeiro. Entre estas ações visando aumento de eficiência econômica se encontra a declaração de intenção de venda do Banco da Patagônia, na Argentina, instituição esta adquirida no período da estratégia de expansão da Empresa (Valor Econômico, 2017j).

Com a manifestação da intenção do Governo Federal em privatizar a Eletrobras, em 2017, os papéis do Banco do Brasil valorizaram-se no mercado acionário. Os atores privados teriam passado a crer, de acordo com a imprensa especializada, de que haveria possibilidade da inclusão do BB e de outras estatais no processo de desestatização promovido pelo governo de Michel Temer (Valor Econômico, 2017m). Apesar disso, de acordo com as fontes pesquisadas, a empresa goza de relativa boa reputação no mercado privado

. O BB recebeu nota máxima no Índice de Governança de Estatais da Secretaria de Coordenação e Governança das Estatais – IG-SEST, um índice criado em 2017 para avaliar o grau de adoção de mecanismos de governança por parte das empresas estatais, dividido em quatro níveis, onde as melhores qualificadas se posicionam no nível um (Valor Econômico, 2017l). O Banco do Brasil também, juntamente com a Petrobras, compôs o primeiro grupo a aderir ao programa de governança da Bolsa de Valores BM&FBOVESPA, atualmente chamada B3, após a fusão com a Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados – Cetip. Aderindo a mecanismos de governança reconhecidos pelo mercado, ou seja, institucionalizados, as empresas reduzem o

custo de financiamento de sua operação (Valor Econômico, 2017k; 2017l). Esta adesão aos padrões de governança recomendados pelo Mercado Financeiro e de Ações, além de iniciativas próprias no sentido de fortalecer a autorregulação, tornou o Banco do Brasil referência entre as demais empresas estatais, razão pela qual tem servido de modelo para os pares que passam atualmente por processos de reestruturação do modelo de governança (Valor Econômico, 2017m).

No entanto, os investidores privados ainda veem um grau elevado de interferência de questões políticas dentro do Banco do Brasil, razão pela qual as ações da companhia seguem proporção inversa às notícias que revelam fortalecimento de processos ou contextos assumidamente favoráveis à posição estatizante do Governo. Estes indicadores incluem a vantagem de determinados partidos políticos em pesquisas eleitorais, nomeação de figuras políticas para cargos no banco, e negócios encampados pelo banco que são considerados desvios de sua função precípua – como construção de aeroportos, construção de agências da Casa da Mulher Brasileira e assemelhados (Valor Econômico, 2018e; 2017n; 2016g). Soma-se a isto o fato de que a bancada legislativa que é aliada ao Governo indica nomes de sua preferência para cargos nos bancos públicos. Geralmente é realizado um simples informe ao Bacen, mas este regulador teria também poder para vetar nomeações, como de fato já o realizou no Banco do Pará. Há uma tendência, atualmente, de recrudescimento das nomeações políticas para posições estratégicas nos bancos públicos, sendo que o Banco Central está estabelecendo um processo de validação das indicações baseado na competência técnica, que passará a ser requisito obrigatório para todos os bancos públicos (Valor Econômico, 2018e).

A União iniciou em 2017 um plano de venda de parte de suas ações do BB, visando diminuir sua participação no capital de 54,4% para projetados 50,73% em 2019. O objetivo do Governo seria reforçar o seu caixa, para cumprir as metas fiscais no período, e que poderia sinalizar uma eventual perda de controle da empresa por parte do Governo Federal em um futuro próximo (Valor Econômico, 2017n).

Contudo, os próprios concorrentes privados declaram que existiria a necessidade social de um agente financeiro na função de promotor de políticas creditícias e de fomento, papel esse que é em grande medida ocupado pelo Banco do Brasil e para o qual não haveria um substituto imediato (Valor Econômico, 2017m). Rememora-se, neste contexto, que o segundo maior acionista do BB é a Previ, fundo de pensão dos funcionários da Empresa, com 9,97% das ações, sendo que outro importante acionista minoritário é o Fundo de Investimento do Fundo de

Garantia por Tempo de Serviço – FI-FGTS. Em ambos os casos, ainda que indiretamente, o Governo Federal possuiria ingerência, pois a Previ é gerida majoritariamente por gestores indicados pelo Banco do Brasil, e o FI-FGTS é um fundo oficial do Governo gerido pela Caixa Econômica Federal, uma autarquia e, portanto, empresa de capital totalmente público (Valor Econômico, 2017n). Assim, tendo em vista estes fatos, o Governo Federal ainda seria mantido como o controlador efetivo da organização em um cenário de curto e médio prazos.

3.4.2. Eletrobras

As Centrais Elétricas Brasileiras S.A – Eletrobras, foram constituídas em abril de 1961 pelo presidente Jânio Quadros, após sete anos de controvérsia no Congresso Nacional, onde fora inicialmente proposta pelo então presidente Getúlio Vargas. O sistema Eletrobrás é constituído por 16 empresas, que empregam cerca de 23 mil trabalhadores. A empresa é responsável pela geração de, aproximadamente, 32% da energia elétrica no Brasil, e é de igual forma responsável por metade da transmissão de energia no território nacional (Eletrobras, 2018a; Valor Econômico, 2017g). Além de atuar no setor de geração e transmissão, a Eletrobrás também realiza atividades de distribuição de energia elétrica, e possui uma empresa de participações em capital e um empreendimento *sui generis* que se trata da usina Itaipu Binacional, onde a companhia representa o Brasil em uma operação conjunta com o Paraguai. Uma das alegadas vantagens competitivas da companhia é a de que 90% de sua matriz energética provém de fontes com baixa produção de gases de efeito estufa (Eletrobras, 2018b; 2018c).

No entanto, a gestão da companhia tem sido alvo de críticas do Mercado e dos acionistas privados, com ampla veiculação na mídia nacional. Um investidor pessoa jurídica privado calculou que o Governo tenha perdido R\$ 228 bilhões em um período de 15 anos na operação da companhia, o que teria afetado não apenas os interesses da União como também dos acionistas minoritários (Valor Econômico, 2017g). Estes números evidenciarão o descontentamento dos acionistas privados da Eletrobras, principalmente nas decisões estratégicas que são percebidas como tendo origem em interesses políticos. Entre os minoritários, parece haver uma maior, ou ao menos, uma mais destacada atuação dos estrangeiros – constituídos geralmente por fundos de investimento, no sentido de cobrar e pressionar a administração da companhia por maior influência dos interesses privados nas decisões estratégicas. No entanto, o estatuto social da Empresa impede que investidores

estrangeiros votem em representantes de minoritários nos Conselhos da Empresa. Como alternativa para contornar esta limitação, estes investidores podem votar em sugestões de nomes realizadas por acionistas brasileiros, o que tem sido uma das formas de exercer alguma influência na organização (Valor Econômico, 2012c).

Quanto às manifestações desfavoráveis dos sócios privados da Companhia com relação à gestão da companhia pelo Governo, traz-se o fato de que a Eletrobras foi, de acordo com as fontes pesquisada nesta pesquisa, obrigada a incorporar as empresas distribuidoras de energia estaduais com problemas de solvência nos anos 1990. À época, haveria uma intenção de saneamento destas organizações com vistas a sua imediata privatização. No entanto, esta estratégia se concretizou apenas na primeira parte, sendo que o sistema Eletrobras como um todo teve que arcar com os custos bilionários de manutenção e honra de dívidas destas subsidiárias, o que teria impactado grandemente sua caixa, sem a contrapartida dos recursos da privatização, que não ocorreu (Valor Econômico, 2017g; 2017h). Foi somente a partir daquele momento que a Eletrobras passou a atuar no processo de distribuição de energia, em caráter de transitoriedade, pois anteriormente suas funções compreendiam apenas a atividade de geração, transmissão e subestações, promovendo estudos, construindo e operando estes empreendimentos (Eletrobras, 2018a).

Um dos temas possivelmente mais polêmicos no qual a Eletrobras se envolveu em anos recentes, de acordo com a imprensa, foi a edição da Medida Provisória - MP número 579, em 2012. Esta MP versou sobre a antecipação da renovação das concessões de empresas do ramo de energia no Brasil. Como concessionárias, as empresas tinham o direito de explorar o mercado de energia por dado período, a se findar entre os anos de 2015 a 2017, dependendo da empresa. Neste período de concessão, parte da tarifa cobrada dos usuários de energia no Brasil era destinado à amortização dos investimentos realizados no período de concessão, o que envolvia também o pagamento de custos de depreciação de equipamentos e instalações. Estes valores estariam diferidos ao longo do período de 30 anos de concessão e necessitariam de todo este prazo para serem recuperados. O Governo propôs a todas as empresas que estavam nesta condição que o vencimento da concessão fosse antecipado para o ano de 2012, com o pagamento de uma indenização, às expensas do Tesouro, a todas as companhias porventura aderentes, destinada a ressarcir os custos de amortização não ainda apropriados. Esta manobra teria o objetivo de eliminar o custo de depreciação e amortização da fatura de energia elétrica dos clientes do sistema elétrico, proporcionando, assim, insumos mais baratos para a indústria

e os consumidores, objetivando, alegadamente, a retomada do crescimento industrial e econômico do País a partir do ano de 2013 (Valor Econômico, 2018c; 2017f; 2017h; 2017g; 2014g; 2012d).

No entanto, o mercado de capitais e do setor elétrico analisou a proposta do Governo como desvantajosa do ponto de vista financeiro, haja vista que os recursos obtidos com aquela receita se constituíam em montante fundamental para não somente investimentos, mas também a própria operação das empresas afetadas. O entendimento que parece ter sido majoritário no Mercado e no grupo dos acionistas privados, à época, foi o de que o Governo estaria realizando uma manobra populista para favorecer a campanha de reeleição da então Presidente da República em 2014, às expensas das companhias estatais, notadamente a Eletrobras que, necessário destacar-se, se constitui em considerável parcela por capital privado. O resultado das decisões sobre a proposta do Governo foi o de que diversas empresas de capital privado e controladas por governos estaduais da oposição não aderiram à manobra da MP 579, sendo que a Eletrobrás foi a principal subscritora e a que teve, em grande extensão, os maiores valores envolvidos com a implementação desta estratégia (Valor Econômico, 2018c; 2017f; 2017h; 2017g; 2014g; 2012d).

Houve duras críticas à adesão da Eletrobras à MP 579 por parte dos acionistas privados, sobretudo os internacionais. O maior acionista privado da companhia, um fundo norueguês, enviou nota tanto para a Empresa quanto para o embaixador do Brasil em Oslo, reclamando da decisão da companhia e destacando que, de acordo com este gestor de investimentos, toda a imagem do Brasil no exterior estaria sendo comprometida com este tipo de ação por parte do Governo e da empresa (Valor Econômico, 2012d). De acordo com alguns especialistas do Mercado, o setor elétrico teria se desviado de sua função original – de investimentos estratégicos e de interesse público – para atender a interesses políticos, o que teria levado as companhias subsidiárias à beira da ruína e impedido os investimentos no setor, fundamentais para a manutenção de sua função estratégica e social (Valor Econômico, 2017h).

Recentemente, em 2017, a Eletrobrás foi incluída pelo Governo Federal, conduzido então sob a égide de outra ideologia política, em um plano de privatização, motivo pelo qual a empresa vem sendo, novamente, objeto de uma série de discussões polêmicas. Entre vários outros, um dos problemas a serem resolvidos no processo de privatização é a questão da geração de energia nuclear, pois a empresa, através da sua subsidiária Eletronuclear, é responsável pela construção e operação da usina de Angra 3, no Estado do Rio de Janeiro. Este se trata de um investimento

multibilionário que se encontra com as obras paralisadas em meio a discussões tangendo a estratégia futura do País em termos de energia, bem como os temas de meio-ambiente e segurança e, principalmente, sua viabilidade econômica. O valor necessário para a conclusão da terceira usina nuclear brasileira é considerado elevado, a Eletrobras se encontra com alto nível de endividamento, acumula prejuízos e o valor da energia proposto para a nova usina não seria competitivo mesmo comparando-o com as energias renováveis, tradicionalmente caras (Valor Econômico, 2018c). O custo total de entrega da obra de Angra 3, quando concluída, está projetado em, ao menos, R\$ 26 bilhões, 163% a mais do que o inicialmente projetado (Valor Econômico, 2017g).

A Eletrobras detém ainda uma dívida de compra de combustível, gerada pelo acionamento de usinas térmicas, de cerca de R\$ 16 bilhões, a maior parte devida à Petrobras, fornecedora do insumo, cujo caixa foi sensivelmente impactado pela inadimplência da Eletrobras. Esta situação teria feito a Petrobras restringir a venda de combustíveis à Eletrobras a operações exclusivamente à vista. Como o combustível é utilizado para gerar energia sobretudo na região norte, onde não há grande disponibilidade da fonte hidrelétrica, sendo, portanto, recurso importante para a manutenção social da operação, o Governo articulou empréstimos com bancos públicos para que a Eletrobras pudesse negociar mais livremente com a empresa distribuidora da companhia petrolífera (Valor Econômico, 2017g; 2014g). Como uma espécie de contrapartida para amenizar os impactos negativos das pressões do Governo sobre a companhia, a Eletrobras vem recebendo subsídios deste através de, entre outros, recursos da Conta de Desenvolvimento Estratégico – CDE, conta esta que é suprida, não em pequeno percentual, pelo caixa do Tesouro Nacional (Valor Econômico, 2014g).

A Eletrobras passa atualmente por um processo de saneamento, com vistas à melhora de seu desempenho econômico-financeiro. A companhia pretende se desfazer de distribuidoras estaduais que se encontram sob sua gestão, a saber: Amazonas Energia, no Estado do Amazonas; Ceron, no Estado de Rondônia; Eletroacre, no Estado do Acre; Boa Vista, no Estado de Roraima; Cepisa, no Estado do Piauí e; Ceal, no Estado de Alagoas (Valor Econômico, 2018c). Com estas privatizações, o Governo espera desonerar a operação da empresa e favorecer a sua sustentabilidade econômica (Valor Econômico, 2017h).

No cenário atual, empresas chinesas e europeias, além de uma empresa canadense, estão adentrando o mercado de geração e distribuição elétrica no Brasil, sendo que há possibilidade de que a participação privada seja expandida nos próximos anos (Valor Econômico, 2017h).

Adiciona-se que, entre as questões envolvendo o contexto futuro da empresa, está a preocupação ambiental, com as pressões internacionais por geração a partir de fontes renováveis e não-geradoras de gases do efeito estufa, além da visão negativa da energia nuclear (Valor Econômico, 2017f). Esta conjuntura tem provido um cenário para a discussão sobre o modelo de estatais e a gestão destas pelo do Governo brasileiro, discussão esta que extrapola as fronteiras do setor elétrico (Valor Econômico, 2018c; 2017c; 2017e).

3.4.3. Petrobras

A Petróleo Brasileiro S.A - Petrobras é a maior empresa da América Latina, e já foi a maior empresa estrangeira com ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque, em termos de volume. (Valor Econômico, 2014f). Foi considerada a oitava maior empresa do mundo, dentre estatais e privadas, com valor de mercado próximo dos USD 300 bilhões. Chegou a disputar com a concorrente ExxonMobil o posto de maior companhia petrolífera do globo, com volume de extração diário acima dos dois milhões de barris (Valor Econômico, 2015h).

Fundada em 1953 após uma consulta popular que durou sete anos, teve por objetivo dar à União a viabilização da exploração e produção de petróleo no Brasil. Atualmente controla um grupo de 24 empresas que compõe o assim chamado sistema Petrobrás. Deteve monopólio da cadeia de produção e refino até o ano de 1997, quando o Governo de Fernando Henrique Cardoso abriu a possibilidade de outras empresas atuarem nestas atividades (Estadão, 2009; Petrobras, 2018).

De acordo com a legislação brasileira atual, a União é proprietária do petróleo localizado no território nacional, mas a exploração do mesmo pode ser realizada por empresas privadas, além da Petrobras. Em 2010 a legislação avançou novamente a fim de ampliar as formas de exploração da já conhecida concessão para duas novas: partilha de produção e cessão onerosa. No modelo de partilha de produção, a Petrobras é operadora obrigatória, estabelecida em Lei, com participação mínima de 30%. Na cessão onerosa, a companhia é a única operadora, e assume todos os riscos de exploração e produção. O modelo de concessão permite que operadoras quaisquer, com ou sem participação da Petrobras, explorem as jazidas de combustíveis fósseis de propriedade da União (Petrobras, 2018; Valor Econômico, 2017d).

Em 2006 o Brasil passou, teoricamente, a ser autossuficiente na produção de petróleo, com a entrada em operação de novos campos na bacia de Campos, área de exploração em águas

territoriais brasileiras no oceano atlântico. Em 2008 chegou a ser reconhecida por uma instituição internacional como a empresa mais sustentável do mundo. Atingiu, pelo terceiro ano consecutivo, a meta de produção de petróleo, que em 2017 foi de cerca de dois milhões de barris por dia (Valor Econômico, 2017d). Com a descoberta de uma extensa reserva de petróleo em área de grande profundidade sob o oceano atlântico, na plataforma continental brasileira, chamada de Pré-Sal devido ao fato de que esta camada fica sedimentada abaixo de uma camada salina do assoalho oceânico, o País passaria a ter potencial exportador da *commodity*, caso conseguisse viabilizar a exploração destes recursos em termos tecnológicos e econômicos (Estadão, 2009).

Devido a uma série de fatores que culminaram com o desenrolar das investigações da operação Lava-Jato, uma operação mobilizada pelo poder judiciário e a Polícia Federal que investiga ilícitos no Governo, empresas públicas e privadas, a Petrobrás protagoniza o maior escândalo de corrupção da história. De acordo com as investigações, vários anos de má administração teriam permitido o uso da corporação como ferramenta aos interesses não necessariamente do País, mas do Governo e de partidos políticos. Estes se valeriam das somas astronômicas movimentadas pela companhia para promover desvios de recursos que alimentariam não apenas o patrimônio dos agentes da corrupção, mas principalmente as campanhas políticas dos partidos e também a compra de apoio no Legislativo Federal. A estruturação dos fluxos corruptivos transpôs largamente a Petrobrás, atingindo grandes parceiros e fornecedores privados que atuavam ativa e passivamente nos ilícitos (Valor Econômico, 2016d; 2016e; 2015f; 2015h).

Como resultado de uma conjuntura internacional desfavorável, de investimentos demasiadamente arrojados e otimistas no passado, dos efeitos da corrupção e da crise política nacional, que afetou diretamente a companhia, a Petrobrás acumulou considerável valor em dívidas. Por esta razão, a empresa trabalha com alta alavancagem, o que desvaloriza suas ações e encarece o crédito, pelo aumento do risco. Pelo fato de que substancial parcela das dívidas da companhia foram contraídas ou referenciadas em moeda estrangeira, o montante devido aos credores é muito sensível à variação cambial e, portanto, sujeito à confiança internacional na economia brasileira como um todo, que não vem sendo considerada como tendo bom desempenho (Valor Econômico, 2017c). Um indicador da crise pela qual a companhia passa é o valor de mercado da companhia, que em determinado momento de 2015 chegou a aproximadamente 10% da sua máxima avaliação histórica (Valor Econômico, 2015h). Além disso, por operar na bolsa de Nova Iorque, a empresa está sujeita à Lei *Sarbanne-Oxley* – SOX,

dentre outras regulamentações internacionais e está, por esta razão, sendo investigada e processada pelos órgãos de controle estadunidenses (Valor Econômico, 2014f).

As causas apontadas pelo mercado, em geral, para tal nível de deterioração dos ativos e da gestão da companhia têm sido uma governança ineficiente e *proforma*. A ingerência política já vem, há anos, sendo percebida pelos agentes do Mercado como inoportuna e danosa aos interesses dos minoritários e da empresa em si. O nível de influência do Governo na Petrobras foi de tal monta que o próprio presidente da república teria se envolvido direta e rotineiramente em decisões estratégicas da companhia, de acordo com relatos e denúncias de agentes ligados à companhia e ao Governo. A aversão do Mercado à ingerência política na Petrobrás levou, recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM a emitir parecer se opondo a práticas de gestão não apoiadas ou previstas nas companhias de capital aberto (Valor Econômico, 2016d; 2016e; 2015f; 2015h).

O cenário internacional também não tem sido favorável à companhia. A moeda nacional no momento de escrever esta tese (2018) vem sendo desvalorizada ante o dólar, e o preço do barril de petróleo que, no mercado externo, havia permanecido por tempo considerável acima dos USD 100,00, chegou a ser cotado abaixo do preço de atratividade para a extração de óleo do Pré-Sal (Valor Econômico, 2015h). O resultado da crise de credibilidade nacional e internacional levou a companhia a perder a liderança das Empresa listadas em bolsa no Brasil e se tornar uma *penny stock* na bolsa de valores de Nova Iorque – NYSE, o que significa que empresa, em 2015, foi arrolada com valor de ação abaixo de USD 5,00, e suscetível à variação de centavos no preço do papel (Valor Econômico, 2015h).

Como resultado direto da crise institucional, econômica e de imagem, a Petrobrás tem passado por um processo de reestruturação profunda (Valor Econômico, 2018c; 2015i). A empresa tem nomeado figuras-chave da sua alta-administração com origem no mercado privado, como forma de diminuir a influência política dentro da organização e as alegadas ineficiências e susceptibilidade à corrupção (Valor Econômico, 2015i). Adicionalmente, a Petrobras vem se desfazendo de ativos como uma medida de aumentar seu caixa e diminuir sua alavancagem. Entre as ações engendradas estiveram a venda de diversos campos de exploração de petróleo a companhias estrangeiras e oferta pública inicial de ações – *IPO*, na sigla em inglês, da BR Distribuidora, uma subsidiária do sistema Petrobras (Valor Econômico, 2018b). As transformações da companhia são acompanhadas com intenso interesse de acionistas e demais *stakeholders* tanto no mercado nacional quanto internacional. Uma possível mudança de

filosofia da organização poderia ser evidenciada na estrutura de gestão da BR Distribuidora, que teve seu capital aberto no último ano e que se alinha mais proximamente dos padrões buscados pelos agentes privados e para se adequar ao Novo Mercado da Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F-Bovespa, reduzindo a susceptibilidade à ingerência política direta. Esta adequação da BR Distribuidora aos padrões mercadológicos poderia ser um indicativo do direcionamento estratégico e reforma estrutural a ser buscado pela própria Petrobras nos próximos anos (Valor Econômico, 2017e; 2016d; 2016f; 2016g; 2015h).

3.4.4. Indústrias Nucleares do Brasil - INB

Sociedade de Economia Mista criada em 1988, as Indústrias Nucleares do Brasil – INB atuam na cadeia de produção de urânio, que é usado na fabricação dos componentes de combustível nuclear das usinas nucleares brasileiras. Possui 1346 empregados. A empresa está sediada em Rezende, estado do Rio de Janeiro, e possui atividades nos estados da Bahia, Ceará, Minas Gerais e São Paulo (Indústrias Nucleares do Brasil [INB], 2016a; Valor Econômico, 2018a; 2016a). A INB foi criada para absorver as empresas que faziam parte da Nuclebrás, empresa estatal que fora criada para cumprir as disposições do acordo nuclear Brasil – Alemanha. A INB é uma empresa controlada pelo Governo Federal com objetivo estratégico e constitucional de dominar e controlar o ciclo de produção do combustível nuclear para as usinas brasileiras (Valor Econômico, 2013b).

A exploração de urânio no Brasil é uma atividade estratégica para o País, e recebe considerável atenção de governos e empresas internacionais, devido à criticidade do combustível para a produção de energia por fontes nucleares no mundo (Valor Econômico, 2016a; 2016b). Embora o Brasil detenha uma das maiores reservas mundiais do minério do qual é extraído o urânio, a participação do País na produção total mundial da forma enriquecida do elemento é relativamente pequena – a produção mundial em 2013 foi de 70.330 toneladas, e o Brasil participa com menos de um por cento deste montante – e depende completamente da INB para que o produto seja transformado em combustível utilizável (Valor Econômico, 2016a). Apenas quatro países detêm reservas significativas de urânio e, simultaneamente, capacidade e tecnologia para enriquecer o minério: Estados Unidos, Rússia, China e Brasil (INB, 2018). Como produção secundária, mas também estratégica e potencialmente rentável para a empresa e o País, está a exploração de terras raras e elementos como o fosfato, utilizado em outras

cadeias industriais (Valor Econômico, 2012a), o que confere à INB um potencial mais amplo de atuação do que apenas a cadeia do combustível nuclear.

Apesar de a produção de urânio da INB ser insuficiente para o abastecimento do mercado nacional, representando apenas 5% do combustível consumido pelas usinas de Angra 1 e 2 (Valor Econômico, 2013b), a empresa tem buscado parcerias estratégicas para a exportação do elemento enriquecido para se proteger das flutuações orçamentárias da União e outras incertezas do contexto, sendo que os primeiros negócios de exportação foram realizados com a Argentina, em 2016 (Valor Econômico, 2016a; 2016b). O mercado do urânio é promissor do ponto de vista econômico, haja vista que a fonte nuclear é uma alternativa economicamente atraente frente ao cenário de esgotamento da capacidade produtiva de energia elétrica de origem hidráulica no cenário nacional nos próximos 20 anos, à instabilidade das fontes renováveis e à demanda crescente do País por energia no curto, médio e longo-prazos (Valor Econômico, 2015c). A participação da energia nuclear na matriz energética brasileira não chega aos três por cento, o que deixaria margem para um grande potencial de mercado nos próximos anos (Valor Econômico, 2013e).

Se, por um lado, o combustível nuclear é foco estratégico de indústrias nacionais e internacionais e governos estrangeiros, por outro lado questões ambientais e de segurança têm sido fatores relevantemente refreadores do mercado de energia nuclear e, por conseguinte, das operações da INB. A empresa foi condenada na justiça por questões de saúde de seus funcionários que operavam em minas de extração de minério radioativo (Valor Econômico, 2015a), há problemas de contaminação e impactos ambientais em ao menos um sítio de mineração atualmente desativado (Valor Econômico, 2013a; 2015b) e a apreensão de uma possível carga de urânio enriquecido proveniente do Brasil na Bolívia que, conforme alegadas suspeitas, seria encaminhado à Venezuela e, posteriormente, ao Irã, país que sofre severas restrições ocidentais ao seu programa nuclear. A repercussão do caso envolveu a INB por ser o único agente produtor do minério no Brasil (Valor Econômico, 2012b).

Desta forma, o setor de atuação da INB é, ao mesmo tempo, valioso, apresenta oportunidades estratégicas e econômicas não apenas para a empresa como ao País, mas ao mesmo tempo é controverso e carrega debates da sociedade sobre segurança, meio-ambiente e relações de trabalho.

Estruturalmente, menos de 1% das ações da INB estão sob controle de investidores privados, em número próximo de 500, e estes investidores são todos funcionários da empresa que, por questões legais e regulatórias, necessitam deter parte do capital da companhia para o exercício de algumas atividades na mesma, conforme informado em entrevista realizada para esta pesquisa.

A INB atualmente recebe cerca de 37% do valor de seu custeio provenientes do Tesouro Nacional, sendo que o restante advém da operação comercial na venda do combustível à cadeia de produção de energia nuclear no Brasil (Valor Econômico, 2018a). A meta da empresa é alcançar a autossuficiência econômica em 2026, razão pela qual tem investido em prospecção de novas fontes de minério, buscando a redução de despesas e aumento da eficiência operacional e parcerias com empresas privadas para redução de custos, além da exportação para o mercado internacional (Valor Econômico, 2018a; 2016a; 2016b). A empresa necessita de uma estrutura de Sociedade de Economia Mista, ao invés de uma autarquia ou qualquer outra estrutura sem participação privada, como forma de buscar autodeterminação, de acordo com o entrevistado citado anteriormente. Esta autodeterminação, ainda conforme esta fonte, seria uma qualidade apreciada também no cenário internacional, onde as preocupações com a utilização da tecnologia nuclear para usos não-pacíficos fazem com que a pesquisa e produção de energia nuclear seja constantemente monitorada, sofrendo pressões por adequação às estruturas mais aceitas.

A gestão da INB é realizada frequentemente por funcionários concursados oriundos da própria organização e com formação e capacitação técnica no setor de energia e nuclear (Valor Econômico, 2018a; 2013a). No entanto, a afiliação partidária dos dirigentes é relevante para sua indicação, sendo que nomeações e demissões claramente motivadas por questões políticas são fenômenos não raros (Valor Econômico, 2017a; 2013b; 2013d).

Mesmo que a INB possua uma fração insignificante de seu capital em poder de acionistas privados, e levando em consideração o fato de que estes acionistas não são efetivamente provenientes do mercado investidor e financeiro, não é possível afirmar que os conflitos de interesses público-privados nesta organização sejam irrelevantes. A própria constituição da empresa em uma forma de Sociedade de Economia Mista evidencia a expectativa de que a organização assuma características que não seriam tão facilmente obtidas em uma autarquia ou no mercado privado. Além disso, os aspectos econômicos e estratégicos envolvidos, o questionamento da exclusividade constitucional na exploração da energia nuclear (Valor

Econômico, 2011a), as possibilidades de negócios na forma de parcerias e relações comerciais com *stakeholders* privados assumidamente trazem tensões de natureza público-privada reais que demandam tomada de decisão no sentido de abordá-las e, eventualmente, equilibrá-las.

3.4.5. Companhia Brasileira de Trens Urbanos - CBTU

A Companhia Brasileira de Trens Urbanos – CBTU foi criada como uma subsidiária da Rede Ferroviária Federal S.A. – RFFSA, em 1984, assumindo parte das operações ferroviárias relacionadas ao transporte urbano por esta via (Companhia Brasileira de Trens Urbanos [CBTU], 2018a; Valor Econômico, 2014a). A Empresa é responsável pela operação dos sistemas ferroviários urbanos de Belo Horizonte, no Estado de Minas Gerais, Recife, no Estado de Pernambuco, João Pessoa, no Estado da Paraíba, Maceió, no Estado de Alagoas e Natal, no Estado do Rio Grande do Norte (Valor Econômico, 2015d), sendo a principal gestora do Governo Federal no transporte urbano sobre trilhos (Valor Econômico, 2014c). A companhia detém uma malha totalizando 218 quilômetros, e transporta diariamente quase 600 mil passageiros, sendo que quase a totalidade destes em Belo Horizonte e Recife. As cidades de Maceió, João pessoa e Natal apresentam um percentual residual do total, montando cerca de 2%. Desde a fundação da companhia, se tem implementado a estratégia de descentralização da malha ferroviária, da esfera Federal para municípios e estados (Valor Econômico, 2014a).

A empresa vem sofrendo reveses econômicos e de imagem, reunindo reportagens negativas na mídia. Foi alvo de delação, em 2015, de suposto esquema para desvio de dinheiro (Valor Econômico, 2015e). Além disso, tem apresentado dificuldades para cobrir seus custos operacionais, demandando fortemente recursos do Tesouro Nacional para sua operação, em escala crescente. Como resultado das dificuldades financeiras pelas quais a companhia passa, os passageiros – especialmente dos centros menos economicamente relevantes para a companhia – têm recebido serviço de transporte de baixa qualidade. Soma-se o fato de que os processos judiciais de diversas naturezas são frequentes. Apesar de ter havido uma transferência de mais de dois bilhões de reais entre os anos de 2009 e 2012 para o caixa da CBTU, o nível de endividamento e os custos operacionais não têm permitido que uma proporção adequada destes subsídios seja revertida em investimentos e melhorias, razão pela qual há em operação equipamentos beirando os 50 anos de uso. Entre os credores não-saldados estão o INSS, por alegado descumprimento de quitação de obrigações sociais, e uma empreiteira de construção

civil. (Valor Econômico, 2014a). A Empresa também foi arrolada em processos do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE versando sobre formação de cartel e fraude em licitações, juntamente com outras companhias de transporte sobre trilhos, situação que gerou escândalo midiático de proporção nacional envolvendo a empresa alemã Siemens (Valor Econômico, 2014e).

Entre as razões para a situação econômico-financeira apontada como deteriorada pela mídia especializada constam a tarifa defasada e as gratuidades alegadamente excessivas na operação da companhia, razão pela qual a imprensa tem criticado o Governo, mais particularmente o Ministério das Cidades, órgão a qual a CBTU é subordinada (Valor Econômico, 2014a; 2014b). O fenômeno do preço artificialmente reduzido de tarifa de transporte coletivo não é observado apenas na CBTU, sendo também comum às demais companhias do setor, privadas e públicas. A tarifa subsidiada é apontada como um meio de distribuição de renda. Supostamente como reflexo das manifestações populares em grande escala que se deram no ano de 2013, as tarifas foram mantidas em patamares bastante abaixo do necessário para a operação rentável da empresa, (Valor Econômico, 2014b).

Apesar das críticas da mídia, é também reportado que a empresa realizou e projetou investimentos, ao longo dos anos de 2011 a 2014, em cerca de R\$ 2 bilhões, e operacionalizou reformas, atualizações e aquisições de novos equipamentos de transporte, como trens elétricos e veículos leves sobre trilhos (Valor Econômico, 2014c). Em 2015, Belo Horizonte recebeu uma nova frota de trens para circulação (Valor Econômico, 2015f).

Dentro do levantamento realizado, ficou evidenciado que a CBTU tem realizado investimentos nas suas praças com maior rentabilidade e movimentação, Belo Horizonte e Recife, e deixado os investimentos nos locais onde as tarifas estão congeladas por questões políticas e/ou a operação não se mostra rentável. A companhia já teria realizado diversas solicitações de autorização para reajuste das tarifas que foram negadas pelo Governo (Valor Econômico, 2014d).

A CBTU realizou a descentralização da estrutura ferroviária e metroviária urbanas nas cidades de São Paulo, Rio de Janeiro, Salvador e Fortaleza a partir de 1994 (CBTU, 2018). Este processo se dá quando o Governo Federal transfere a gestão e a responsabilidade da estrutura de propriedade ou custódia da CBTU para um estado da Federação ou município. No cenário de curto e médio prazos, há a perspectiva de descentralização das operações na região

metropolitana de Belo Horizonte, que é uma das duas cidades com maior movimentação de passageiros pela empresa, ao lado de Recife (Valor Econômico, 2016c). Alegadamente, as operações que já foram transferidas para estados e municípios eram rentáveis, sendo que a CBTU teria arcado com o ônus de estruturas que não são economicamente viáveis (Valor Econômico, 2017b).

A alta-administração da CBTU, incluindo presidente e diretores, de acordo com as fontes consultadas, é constituída completamente, através da indicação de cargos com fins políticos, sendo alvo de disputas entre as facções de poder dentro da política nacional (Valor Econômico, 2015g).

Como mencionado, as empresas listadas foram selecionadas por serem Sociedades de Economia Mista, estarem controlados pelo Governo Federal, não estarem subordinadas a *holdings* ou grupos empresariais de outras SEM já listadas, apresentarem diversidade de atividades, terem receita operacional bruta – ROB – em montante superior a 90 milhões de reais, o que as classifica entre médias-grandes e grandes empresas (BNDES, 2016) e possuem documentos e informações facilmente acessáveis pela internet.

Optou-se pela escolha de empresas controladas pelo Governo Federal a fim de prover um parâmetro adicional comum de comparabilidade entre as organizações. Entende-se que, caso houvesse a inclusão de SEM estaduais, um adicional de variáveis seria agregado ao objeto de estudo, o qual potencialmente traria mais complexidade ao modelo teórico e, possivelmente, diminuiria o poder explicativo da pesquisa. Neste sentido, acredita-se que o Governo Federal como controlador comum a todas as SEM do estudo seja necessário para a elaboração das considerações a respeito do *principal* público e seus desdobramentos.

Ao mesmo tempo, optou-se pela seleção de organizações em diferentes ramos de atividade econômica com o objetivo de traçar as peculiaridades de casos distintos, permitindo observar a repetição, ou não, de fenômenos e características (Miles, Huberman & Saldaña, 2014) que influenciam o conflito de interesses públicos e privados em diferentes empresas. A Receita Operacional Bruta - ROB superior a 90 milhões de reais classifica uma empresa no porte de média-grande empresa enquanto se a ROB for maior de R\$ 300 milhões, se classifica como empresa grande, conforme BNDES (2016). Limitar as empresas a serem investigadas ao porte de R\$90 milhões ou maior assegura um mínimo de comparabilidade entre as empresas e, ao mesmo tempo, certa expressividade/relevância da organização no cenário econômico nacional.

3.4.6. Definição dos casos para estudo

Os casos específicos para estudo e comparação foram identificados após a análise preliminar dos dados coletados sobre as cinco empresas descritas acima. Comentários e descrições dos entrevistados, bem como fatos cobertos pela mídia especializada forneceram sugestões de casos que poderiam demonstrar o processo estratégico de resolução e conciliação de conflitos de interesses público-privados nas Sociedades de Economia Mista. Assim, dez casos foram identificados para serem examinados em profundidade.

Empresa	Caso	Identificação/Menção nas fontes do primeiro ciclo de análise
Banco do Brasil	Operacionalização do FIES a partir da reestruturação do programa, em out/2016 – caso FIES	[...] vamos mudar o FIES e vamos colocar o Banco do Brasil pra fazer isso aqui. Falamos: ‘não, ó: legal! Só que eu tenho um custo! Eu tenho preço!’, né? E fizemos uma... uma mudança, né? Tanto é que agora eles tão querendo tirar do Banco, porque o preço do Banco é mais caro [<i>sic</i>] que o da Caixa, né? (Entrevistado 4).
Banco do Brasil	Aquisição do direito de exploração da rede de atendimento dos Correios através do Banco Postal – caso BP	[...] eu acho que o b... o Banco Postal ele... ele... ele foi uma iniciativa de você ampliar a tua base de clientes sem consumir tua estrutura... tua estrutura... enfim... [Entrevistador] Ok... [Entrevistado] ...tua estrutura existente né? Como todo projeto de investimento, você tem... tem frustrações e tem... e não tem como você ter retorno sem tomar risco! Sem tomar risco, né? (Entrevistado 7).
Banco do Brasil	Operacionalização da estratégia do crédito agrícola – caso CREDAGRI	[...] É o que acontece no crédito rural, somos o agente público de desembolso do crédito rural no País e a gente faz isso com a taxa subsidiada e obviamente não remunera o nosso capital adequadamente. Então a gente negocia a cada ano qual tem que ser o subsídio ou complemento oriundo do Governo, que vem via equalização, para poder atingir o mínimo de rentabilidade esperada pelo acionista [Entrevistado 26]

CBTU	Manutenção da tarifa com preço reduzido – caso TARSO	Há defasagens de 90% nas tarifas praticadas, como é o caso dos trens urbanos de Natal, onde a estatal CBTU mantém o bilhete em R\$ 0,50, desde dezembro de 2002. Se fosse atualizada pela inflação oficial do período, hoje a passagem valeria R\$ 0,93 (Rittner, 2014, março 25)
Eletrobras	Adesão à antecipação dos contratos de concessão de exploração de atividades do setor elétrico atendendo à Medida Provisória 579 – caso MP579	[...] fez-se a primeira regra, a 579, que foi PÉSSIMA. A primeira medida provisória. As estatais foram OBRIGADAS a assinar o contrato de concessão. E... eu participei vivamente disto, porque naquela época [...] (Entrevistado 13)
Eletrobras	Federalização de um lote de seis distribuidoras de energia elétrica nos anos 1990 – caso FEDDIST	[...] por exemplo: tinha seis distribuidoras no Norte, que estava em situação extremamente caótica. Isso em 1998. E aí o que o Governo fez? Ele federalizou essas distribuidoras [...] essas distribuidoras eram para ter sido privatizadas lá em 98 [...] ele não fez isso. Gostou do negócio, essa é a verdade [...] elas de 98 até hoje elas deram prejuízo de R\$ 20 bilhões [...] (Entrevistado 23).
INB	Exportação de urânio enriquecido para a Argentina – caso EXPU	[...] Enriquecido na fábrica da INB em Resende (RJ), o produto [urânio] ainda precisa de autorização [...] para completar o processo de exportação, o que deve ocorrer até o fim deste ano. As 4 toneladas serão divididas em três lotes com teores de enriquecimento de 1,9%, 2,6% e 3,1%. (Valor Econômico, 2016, julho 02).
Petrobras	Controle do preço dos combustíveis – caso GASCONG	[...] a Petrobrás ficou um período enorme sem aumentar os preços, o consumo do Brasil cresceu bastante e a Petrobras começou a importar e importar o produto e vendia a um preço abaixo da paridade internacional. Então isso causou um prejuízo muito grande à empresa no período em que essa política foi empregada, e tudo indica que essa política foi executada com o pseudo-argumento, com o falso argumento de controle da inflação. [...] (Entrevistado 27).
Petrobras	Oferta pública de ações da BR Distribuidora – caso IPOBR	Da meta fixada para o biênio atual, US\$ 6,3 bilhões já foram obtidos com a venda à alemã Eneva, em novembro, do campo de Azulão (por

		US\$ 54,5 milhões), no Estado do Amazonas, a abertura de capital, em dezembro, da BR Distribuidora (US\$ 1,5 bilhão) [...] (Romero, 2018, fevereiro 7).
Petrobras	Adoção do regime de preço flutuante do combustível – caso PRECODD	Queria só lembrar a você, que em 2017 a gente passou, a gente institui a variação de áreas de preço e a inflação foi a menor inflação dos últimos trinta anos. A inflação foi abaixo de 3%. Então é totalmente equivocado esse conceito de que controlando o preço você vai controlar a inflação (Entrevistado 27).

Tabela 3: Lista dos 10 casos selecionados para comparação. Fonte: dados da pesquisa.

Os casos selecionados conforme mostra a Tabela 3 o foram por seu potencial de iluminar os conflitos de interesse presente em decisões estratégicas das SEM, verificado a partir dos dados levantados no primeiro ciclo de coleta e análise de dados, como descrito com mais detalhes na subseção 3.4 deste capítulo.

3.4.7. Instrumentos da pesquisa e coleta dos dados

A instrumentação prévia consiste em delinear a pesquisa de modo preliminar, antes da condução dos levantamentos em campo. Nesta etapa, se prevê a preparação de roteiros específicos de perguntas e coletas de dados em documentos e uma descrição teórica do fenômeno observado, com o delineamento de itens específicos a serem explorados (Miles, Huberman & Saldaña, 2014). No entanto, a instrumentação prévia perde algo de sua relevância quando a pesquisa se dá em caráter exploratório pois, neste sentido, os fenômenos ainda não são completamente conhecidos, e as fronteiras do contexto e do objeto de pesquisa ainda não estão bem definidas (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

Como mencionado, a pesquisa realizada possuiu caráter exploratório e descritivo, sendo que, para seu caráter exploratório, conforme disposto, a instrumentação prévia rígida poderia até mesmo inibir o surgimento de novas considerações por limitar as observações realizadas sobre o fenômeno de interesse. Todavia, por se tratar de um estudo de casos múltiplos, a instrumentação prévia na forma de roteiro semiestruturado para as entrevistas e para a análise inicial de documentos foi utilizada para permitir a comparabilidade dos casos (Miles, Huberman & Saldaña, 2014; Saldaña, 2015).

Desta forma, realizou-se a referida instrumentação, todavia sem produzir um nível de especificidade demasiadamente elevado, a fim de permitir a emergência de novas percepções e construções com o decorrer do processo de investigação. Os roteiros que serviram como guia para as entrevistas e análise documental constam como Apêndices 1 e 2. As teorias que embasaram a pesquisa subsidiaram a elaboração dos roteiros com respeito aos conflitos de natureza público-privada nas SEM. No entanto, as descobertas excederam as considerações iniciais realizadas na abordagem teórica, como será tratado no capítulo de Resultados e Discussão.

A coleta dos dados é um processo interativo onde não apenas os dados são coletados e categorizados, mas as conclusões preliminares começam a ser construídas, fundamentando novas demandas e pontos de interesse nas demais atividades de coleta que ocorrem (Miles, Huberman & Saldaña, 2014).

Neste sentido, pode-se dizer que o processo de coleta de dados não ocorre de forma sequencial de etapas, sendo, melhor, um processo dinâmico em que as atividades de coleta e análise interagem e se realimentam (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

Assim, durante a fase de coleta dos dados, podem ocorrer exploração, descrição ordenação, explanação, predição e o esboço de conclusões. Em cada uma destas atividades algumas ferramentas podem ser utilizadas, incluindo formulários, tabelas de contraste, matrizes, gráficos, mapas cognitivos, taxonomias e outros. Estas ferramentas podem ou não ser operacionalizadas através de *softwares* computacionais (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

Sintetiza-se que o processo de coleta de dados é uma atividade dinâmica que demanda constantes reinterpretações à medida que surgem novas informações e *insights*.

Como mencionado, os dados deste estudo foram coletados por meio de entrevistas, documentos e material publicado em periódicos especializados em temas relacionados à economia e aos mercados. Foram efetuadas duas rodadas de coleta e análise, como será detalhado na seção 3.5 que trata do fluxo das atividades de pesquisa. Na segunda rodada havia nova coleta de dados da mídia especializada, assim como nova consulta aos documentos oficiais previamente coletados.

Os procedimentos utilizados para a coleta de dados por meio de entrevistas, documentos e mídia especializada são detalhados a seguir.

3.5. Entrevistas

De acordo com Flick (2014), entrevistas têm sido uma das principais bases das pesquisas qualitativas. Para tanto, esta pesquisa selecionou pessoas dentro das organizações para a realização de entrevistas. Miles, Huberman e Saldaña (2013) afirmam que as pesquisas qualitativas, usualmente, trabalham com pequenos números de pessoas, com conhecimentos relevantes de seu contexto e estudadas em profundidade. A escolha foi proposital, e não aleatória. Desta forma, foram selecionadas pessoas dentro das organizações que detêm conhecimento próximo dos eventos envolvendo os conflitos de natureza público-privada para a realização de entrevistas. Foram realizadas entrevistas semiestruturadas abertas, com vistas a assegurar a comparabilidade, mas ao mesmo tempo permitir certa flexibilidade e maior riqueza nas informações obtidas.

O objetivo das entrevistas foi de levantar informações sobre como se manifestam os *stakeholders* de interesses majoritariamente privados e públicos, quais são os seus interesses, de que forma os interesses dos *stakeholders* públicos e dos *stakeholders* privados entrariam em conflito e como essas pressões são trazidas às SEM. Buscou-se, também, levantar quais foram as considerações realizadas dentro da SEM a respeito do atendimento aos pleitos dos *stakeholders*, de objetivos públicos e privados, e de que maneiras estes pleitos eram abordados e dirimidos. Ainda, as entrevistas buscaram compreender como os indivíduos percebiam as necessidades públicas e privadas dos *stakeholders* junto às SEM, e qual foi a sua postura pessoal em relação aos mesmos. Foi buscado, adicionalmente, levantar o grau de adesão dos indivíduos aos interesses da SEM em termos públicos ou privados, e quais valores pessoais e cosmovisões fundamentam este posicionamento. No Apêndice 1 encontra-se o roteiro que orientou as entrevistas. Com as informações obtidas das entrevistas, aliadas àquelas obtidas das outras fontes, se buscou, também, prover subsídios para a identificação dos casos a serem comparados.

As entrevistas continuaram até alcançar saturação em termos de informações novas. Foram realizadas 29 entrevistas semiestruturadas com membros de diversos níveis das organizações em pesquisa. No Banco do Brasil foram entrevistados 13 indivíduos, na CBTU nenhum indivíduo foi entrevistado, na Eletrobras foram entrevistados seis indivíduos, na INB foi entrevistado um indivíduo e na Petrobras foram entrevistados oito indivíduos. Alguns dos entrevistados atuam ou atuaram no nível estratégico como tomadores de decisão ou com alta influência nesta atividade, geralmente ocupando cargos no segundo ou terceiro níveis

gerenciais. Outros entrevistados ocupam ou ocuparam cargos no nível estratégico ou no primeiro nível gerencial com sua atuação ligada aos processos técnico-operacionais, contudo ainda ligados a assuntos de interesse estratégico para a organização. Outro grupo de entrevistados está relacionado ao nível técnico da decisão estratégica, ou seja, foram responsáveis pela elaboração de análises e produção de informações que subsidiaram diretamente a tomada de decisão pelo segundo e terceiro níveis gerenciais. Ainda outro grupo constituiu-se de cargos técnicos e de primeiro nível gerencial associados a unidades táticas e de apoio logístico. Alguns funcionários de alto-escalão de ministérios e secretarias gestores das organizações em estudo também foram entrevistados. Dois advogados representando stakeholders em ações judiciais contra as organizações em estudo foram, de igual forma, selecionados para a pesquisa e entrevistados. Na Tabela 4, na Tabela 5 e na Tabela 6 a seguir, não se identificam as organizações aos quais os entrevistados de cada categoria pertencem para proteger suas identidades, já que a triangulação das informações poderia permitir identificá-los. O sigilo neste sentido foi pré-requisito para a condução da presente pesquisa e foi assegurado aos entrevistados.

A Tabela 4 apresenta a relação de funções exercidas pelos entrevistados com a respectiva quantidade.

Função Exercida	Quantidade Entrevistados
Direção	7
Gerência Média	6
Assessoramento	6
Vice-presidente	3
Executivo	2
Direção Ministérios	2
Advogado (externo)	2
Total	28

Tabela 4 Classificação dos entrevistados por função exercida. Fonte: dados da pesquisa.

O nível estratégico de lotação dos funcionários foi considerado no momento da seleção dos entrevistados para a pesquisa. Houve preferência pela seleção de funcionários ocupando cargos em setores de nível estratégico das organizações e, quando não possível esta seleção ou sua disponibilidade em quantidade insuficiente, foi buscado o nível tático. Além disso, as escolhas do nível tático se mostraram produtivas para a pesquisa por trazer uma visão diferenciada, mais próxima da realidade operacional das empresas, e possivelmente não tão influenciadas por

informações e valores da alta-administração que podem não representar a percepção dos funcionários de menor escalão das companhias. A Tabela 5 mostra a divisão das quantidades de funcionários por nível estratégico organizacional. Os advogados entrevistados foram alocados na categoria *stakeholders* externos, por se tratarem, efetivamente, de stakeholders organizacionais.

Nível organizacional	Quantidade Entrevistados
Estratégico	21
Tático	5
<i>Stakeholder</i> (Ext.)	2
Total	28

Tabela 5: Classificação dos entrevistados por nível organizacional de lotação ou última lotação ou lotação mais relevante. Fonte: dados da pesquisa.

Em todos os grupos houve a seleção de funcionários da ativa e aposentados ou desligados por motivos diversos das organizações em estudo. Entendeu-se que as informações advindas dos funcionários da ativa poderiam trazer os acontecimentos mais recentes nas organizações estudadas, enquanto funcionários desligados poderiam complementar de maneira significativa as informações devido ao presumido menor conflito de interesses na prestação das informações, conforme asserção de Saldaña (2015). No Banco do Brasil foi obtido o maior grupo de entrevistados devido ao entrevistador ser funcionário de nível estratégico da Empresa à época e também à proximidade geográfica e logística deste com esta empresa. Em contraste, conseguiu-se apenas um entrevistado da INB e nenhuma da CBTU, apesar dos esforços envidados. Quando tomada em consideração os dados recolhidos de todas as fontes, determinou-se que esta assimetria no número de entrevistas não prejudicou a análise realizada. Neste capítulo, adiante, se apresentam as medidas tomadas para avaliar o impacto desta assimetria no número de entrevistas nas informações recolhidas, considerando todas as fontes.

A pouca receptividade da INB e da CBTU às entrevistas foi avaliada como originada por diversas causas: menor vulto organizacional destas duas empresas; não possuir sede ou presença física oficial na cidade de realização da pesquisa, afetando a intermediação por pessoas conhecidas tanto pelo entrevistador quanto os entrevistados; e situação econômico-financeira menos favorável destas organizações, sobretudo da CBTU, o que poderia implicar em um maior

grau de desconfiança com a pesquisa e menor desejo de expor características organizacionais, além de outros possíveis motivos. A Tabela 6 mostra a quantidade de funcionários entrevistados por Empresa pesquisada.

Empresa	Quantidade Entrevistados
Banco do Brasil	13
Eletrobrás	6
Petrobrás	8
INB	1
CBTU	0

Tabela 6 Quantidades de funcionários entrevistados por empresa. Fonte: dados da pesquisa.

A quantidade de entrevistados do sexo masculino foi substancialmente maior do que do sexo feminino. Este fato pode ser representativo de um distanciamento de equidade de gênero nos cargos de alta-administração das organizações, mas este assunto não será abordado neste trabalho, por não pertencer ao escopo do mesmo. No entanto, trata-se de um fator de interesse para possíveis futuros trabalhos. A Tabela 7 mostra a relação de funcionários por sexo, em quantidade de entrevistados.

Sexo	Quantidade Entrevistados
Masculino	25
Feminino	3

Tabela 7: Classificação dos entrevistados por sexo. Fonte: dados da pesquisa.

As entrevistas foram conduzidas com preferência da forma presencial, e na ausência de condição favorável a esta modalidade, foi utilizada a alternativa de entrevista por telefone/aplicativo móvel social ou ainda videoconferência em rede corporativa privada. Do total de entrevistados, 21 foram entrevistados presencialmente e oito por vias remotas. A maior parte das entrevistas, somando 26, foi gravada em áudio mediante consentimento e autorização do entrevistado. Um dos entrevistados preferiu não ser gravado, haja vista a sensibilidade do assunto abordado e os fatos que narraria na entrevista. Um entrevistado não se manifestou quanto à autorização para gravação, o que levou o pesquisador a proceder apenas com anotações, haja vista a ausência de manifestação explícita do mesmo e à sua postura defensiva assumida já no primeiro contato. Outra entrevista não foi gravada por iniciativa do pesquisador, que imaginou que a não-gravação do áudio poderia criar um ambiente mais favorável para o fluxo maior de informações por parte do entrevistado. No entanto, esta abordagem foi abandonada devido ao fato de o pesquisador não ter percebido distinção entre a gravação e não-gravação

em termos de quantidade e qualidade das informações produzidas nas entrevistas. Em dois casos de entrevistas realizadas não-presencialmente, o pesquisador esqueceu de pedir autorização para gravação do áudio. Todavia, ao considerar que as informações de nenhum destes entrevistados permitem a sua identificação, e que os mesmos não repassaram dados que possam comprometer-lhes de alguma forma, os dados estão sendo utilizados normalmente na pesquisa, e não serão diferenciados dos demais em qualquer forma.

Um dos entrevistados foi ouvido em duas sessões distintas, a fim de aprofundar em mais detalhes algumas informações. Embora seja uma alternativa potencialmente atrativa em termos de aprofundamento, não foi utilizada em maior grau pelo pesquisador em favor de uma maior pluralidade das fontes de dados, preferindo-se entrevistar outras pessoas e aprofundar o assunto com indivíduos diversos a retornar aos mesmos em profundidade. Outra razão para o não retorno mais frequente do que o executado foi a dificuldade de obtenção de espaço em agenda dos entrevistados que, via de regra, executam funções estratégicas e muito frequentemente estão indisponíveis para atividades que não estejam essencialmente ligadas à sua atuação.

As entrevistas variaram em tempo entre 19 minutos, a mais curta, e uma hora e 31 minutos a mais longa. A variabilidade se deveu em grande parte, conforme estimado e avaliado pelo pesquisador, à disponibilidade de tempo dos entrevistados, ao nível de interesse em relação ao assunto, à maior ou menor empatia com o entrevistador, ao domínio dos assuntos abordados, ao nível de interesse em divulgar ou ocultar as informações referentes aos casos trabalhados, ao interesse do entrevistador nos tópicos levantados pelos entrevistados, à personalidade do entrevistado em termos de expressão tangendo maior objetividade ou subjetividade, dentre outros fatores.

Conforme a pesquisa transcorria e o pesquisador concluía que estava-se alcançando a saturação dos conteúdos, as entrevistas passaram a ser mais direcionadas e objetivas para determinadas perguntas do roteiro e para a exploração de novos tópicos que surgiram, para cobrir os assuntos que poderiam não estar suficientemente clarificados ou explorados. De igual modo, as entrevistas foram formatadas para o nível de domínio do entrevistado enquanto ocorriam. É esperado que um entrevistado de nível técnico em uma esfera tática tenha menor conhecimento de fatos e processos estratégicos e maior conhecimento dos fluxos de informação na base da organização, enquanto um entrevistado estratégico possua o oposto. O roteiro, portanto, não foi seguido à risca pelo fato de ter-se desejado conceder o máximo de liberdade possível – e pertinente às limitações do trabalho – ao entrevistado, de forma que produzisse a maior

quantidade de informações relevantes possível. Outra questão de oportuno interesse é que, possivelmente, o alto ranking de boa parte dos entrevistados produzia, por parte destes, uma postura que foi compreendida como de superioridade e que, por vezes, não se submetia à condução da conversa dentro de uma determinada pauta sem que, ao menos, grande quantidade de discurso fosse proferida pelo entrevistado em questão. Esta situação teve a tendência de levar o entrevistador a permitir que o entrevistado conduzisse o assunto, apenas lançando uma ou outra pergunta direcionando ou redirecionando o assunto para os tópicos desejados, o que nem sempre foi percebido pelo entrevistado como direcionamento. Assim sendo, algumas perguntas foram suprimidas em dadas entrevistas, conforme conveniência, outras foram acrescentadas oportunamente para explorar assuntos potencialmente interessantes deixados em aberto pelo entrevistado e algumas outras foram modificadas em tempo de coleta para melhor se adequar ao perfil do entrevistado e do contexto. O roteiro-base orientador consta como Apêndice 1 desta tese.

3.6. Documentos

Foram usados os seguintes documentos oficiais das respectivas empresas: instrumentos de constituição, decretos e leis, demonstrativos de resultado de exercício, balanços patrimoniais, comunicados à imprensa, comunicados de relação com investidores, publicações de fatos relevantes, *releases* para imprensa e outros. Os documentos foram acessados através da internet e coletados nas próprias empresas, quando pertinente, aproveitando-se do fato de que a legislação brasileira obriga a publicação de documentos econômico-financeiros das Sociedades Anônimas, forma jurídica à qual pertencem todas as SEM (Decreto-Lei n.900, 1969).

Intentou-se, também, a obtenção de acesso a atas de reuniões da alta-administração, documentos internos contendo decisões estratégicas e seus trâmites e considerações ou quaisquer outros que pudessem agregar informações úteis para o estudo dos casos aqui apresentados. No entanto, apesar de inúmeras tentativas com diversos intervenientes, com a apresentação de manifestação escrita sobre a confidencialidade da pesquisa e das informações e com a apresentação de documento do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Brasília – PPGA/UNB vinculando o pesquisador a este Departamento e informando sobre a natureza e objetivos da pesquisa, o acesso aos mesmos *não* foi permitido em nenhuma instância. Desta forma, na pesquisa foram utilizados apenas os documentos de

divulgação em caráter obrigatório das Sociedades Anônimas e demais publicações oficiais abertas ao público, além das fontes já descritas.

Cabe ressaltar que os dados coletados dos por meio destes documentos oficiais foram utilizadas tanto na primeira quanto na segunda rodada de análise.

3.7. Mídia especializada

Bowen (2009) cita uma variedade de documentos que podem ser analisados numa pesquisa qualitativa, a incluir artigos e recortes de jornal, apontando que se espera do pesquisador qualitativo o uso de múltiplas - pelo menos duas - fontes de evidência.

Na presente pesquisa, como mencionado, foram feitas duas rodadas de coleta de dados da mídia especializada, pelos motivos detalhados na seção 3.5, que trata do fluxo das atividades realizadas durante a pesquisa.

3.8. Primeiro ciclo de coleta

Na primeira rodada, as informações prestadas pelos entrevistados foram complementadas e comparadas com documentos oficiais das empresas e com artigos de mídia técnica especializada. A mídia escolhida foi o jornal Valor Econômico, em sua versão eletrônica, devido à disponibilidade das informações em termos horizontais e longitudinais, à conceituação relativamente elevada do periódico que, apesar de não-científico, apresenta certo grau de objetividade e credibilidade, tendo já sido utilizado como fonte em outros trabalhos científicos (Galdi & Gonçalves, 2018).

Pontualmente, para complementação de informações, foi utilizado também um artigo do periódico especializado Isto é Dinheiro e um artigo do site do jornal de variedades eletrônico G1. De todos os artigos pesquisados, apenas estes dois não tiveram fonte no jornal Valor Econômico. Estes artigos foram escolhidos em ferramenta de busca de conteúdo de internet versando sobre tópicos específicos de um dos casos selecionados e que não tinha maiores detalhes no jornal Valor Econômico. A seleção destes dois artigos se deu pela relevância ao tema.

O acesso ao jornal Valor Econômico foi viabilizado pelo Banco do Brasil, todavia de forma isenta, sendo que as informações obtidas por meio desta empresa, declara-se aqui, que foram obtidas de forma legal, ética e não influenciaram em nenhum aspecto a independência do trabalho. Tal acesso foi viabilizado pelo fato de o pesquisador ser funcionário da instituição e ser bolsista da Universidade Corporativa Banco do Brasil. A consulta dos artigos se deu da seguinte forma:

- a) Empresas INB e CBTU: retornados todos os artigos disponíveis na base de dados do jornal Valor Econômico, por se tratarem de relativamente poucos artigos;
- b) Banco do Brasil, Petrobras e Eletrobras: haja vista a quantidade de artigos para estes termos ser da ordem de milhares, foram selecionados os artigos com base no filtro disponibilizado pela ferramenta de busca do site do jornal relacionado a Empresa e, a partir dos dados reduzidos pela filtragem, foi realizada leitura dos títulos dos artigos e selecionados aqueles que poderiam ser de maior interesse para a pesquisa. A partir da leitura dos artigos, foi decidido quais dos mesmos deveriam ser incluídos na base para constituir a amostra de codificação e pesquisa posterior.

Outros periódicos poderiam ter sido consultados, e possivelmente agregariam acurácia e maior validação de informações, no entanto, por questão de saturação teórica e limitação de recursos, optou-se pelo uso desta única fonte citada, além das entrevistas e da documentação divulgada pelas empresas para o Mercado, investidores, imprensa e população em geral. Pesquisaram-se todos os artigos que continham as expressões CBTU, Companhia Brasileira de Trens Urbanos, INB e Indústrias Nucleares do Brasil. Todos os artigos retornados pelo mecanismo de busca para estas duas empresas foram salvos para análise. Os termos Banco do Brasil, Petrobrás e Eletrobrás retornaram número muito elevado de artigos do periódico citado, razão pela qual foi realizada triagem por títulos e, eventualmente, o texto da matéria, para trazer apenas os mais relevantes e mais adequados ao objetivo da pesquisa. Foram retornados 183 artigos de mídia especializada. A Tabela 8 mostra a quantidade de artigos trazidos dos periódicos pesquisados por empresa.

Empresa	Qtd. Artigos
Banco do Brasil	29
CBTU	34
Eletrobras	40

INB	42
Petrobras	38
Total	183

Tabela 8: Número de artigos de mídia especializada retornados e tratados no primeiro ciclo de coleta/análise da pesquisa, por empresa pesquisada. Fonte: dados da pesquisa.

3.9. Tratamento da assimetria de fontes de informação entre as empresas na primeira rodada de coleta

Conforme já mencionado, não foi possível realizar entrevistas em uma das empresas, a CBTU, e em outra, a INB, apenas uma entrevista pôde ser levada a cabo. Esta assimetria no número de entrevistas é poderia ser uma limitação à robustez da pesquisa. Para se certificar que o *corpus* de informação coletado para todas as empresas fosse adequado, apesar da disparidade no número de entrevistas, buscaram-se evidências de que as fontes para cada empresa produziam saturação de conceitos, palavras e informações que permitissem considerar a base informacional rica o suficiente para viabilizar a produção de análises e conclusões sobre as questões de interesse à pesquisa. Para tanto, utilizou-se como ferramenta a produção de nuvens das palavras levantadas nos dois tipos de fonte - entrevistas e reportagens - para cada uma das cinco empresas. Nesta técnica, palavras mais frequentes aparecem em tamanho e destaque maior. Assim, foram desenvolvidas 9 nuvens de palavras no NVivo 11: uma originada nas entrevistas e outra nas reportagens relacionadas às empresas para as quais havia ambos tipos de fonte - Banco do Brasil, Petrobrás, Eletrobrás e INB - e uma só nuvem, das reportagens, para a CBTU, onde não foi possível realizar entrevista. As respectivas nuvens de palavras são exibidas no Apêndice 5.

A comparação das nuvens de palavras do Banco do Brasil, das entrevistas e reportagens, respectivamente, mostra a ocorrência de algumas palavras a mais na nuvem das reportagens, especificamente os *concorrentes* e a *Petrobras*, além da palavra *estatais*. No entanto, avalia-se que esta disparidade não representa assimetria de informações entre as fontes, pois observa-se que nas entrevistas os funcionários do BB também se referem aos concorrentes por este mesmo termo, embora a frequência é menor. Por sua vez, as palavras *Petrobras* e *estatais* nas reportagens geralmente apontam para a classificação e o agrupamento com o qual o BB é identificado no mercado de ações, o que também não indicaria um acréscimo substancial de informações na segunda fonte em relação à primeira.

A comparação das nuvens de palavras da Eletrobras revela que novamente a nuvem das entrevistas foi mais rica em substantivos do que a das reportagens. No entanto, assim como foi observado com respeito ao Banco do Brasil, observou-se que as palavras a mais na nas reportagens não apresentam informações substanciais que não estejam mencionadas nas entrevistas.

A comparação das nuvens de palavras da INB demonstra também um ligeiro aumento de frequência de algumas palavras na fonte de reportagens. É possível ver nesta figura algumas palavras que estão relacionadas com a exploração de terras raras e negócios que estão sendo feitos pela empresa no sentido de realizar parcerias com empresas nacionais e internacionais, assunto que não é abordado nesta pesquisa. Novamente, as palavras a mais na nuvem das reportagens não alteram o conteúdo informacional da fonte representada pela nuvem de palavras da entrevista. Esta comparação é especialmente relevante, porque foi uma só entrevista realizada na INB. Assim como nos casos de maior número de entrevistas, é possível concluir que não há diferença significativa de informação entre a entrevista e as reportagens.

Como observado com respeito às empresas já analisadas, algumas palavras estão presentes na nuvem de palavras das reportagens sobre Petrobras que não estão na nuvem das entrevistas. Novamente, não evidenciam alguma informação relevante que não tenha sido tratada nas entrevistas. Palavras relacionadas com a estrutura da empresa geralmente são as que representam esta maior diferença. Os casos de corrupção que têm sido reportados frequentemente na mídia com relação à Petrobras e as respectivas repercussões no mercado acionário e setor petrolífero seriam os responsáveis pelo aparecimento das palavras *corrupção*, *presidente*, *diretoria*, *administração*, *mercado* e outras. A corrupção em específico, no entanto, não é foco deste trabalho.

Através desta técnica de comparação foi possível perceber que não houve variabilidade significativa entre as palavras das fontes de dados utilizadas para cada uma das empresas. Observa-se que as palavras que possuem diferenciação entre as nuvens das cinco empresas estão relacionadas com a atividade técnica e objeto social da empresa, como seria esperado. Portanto, percebe-se que as palavras diferentes nas nuvens geralmente seguem este padrão, citando-se como exemplos os nomes das empresas e palavras como *nuclear*, *urânio*, *trens* e *banco*. As demais palavras não foram consideradas relevantes em ocorrência, variação ou significado nas nove nuvens de palavras verificadas.

Em suma, na comparação das duas fontes analisadas através de nuvens de palavras para cada empresa, percebe-se uma ligeira variação das palavras frequentes, mas, notadamente, *esta variação favorece a fonte de reportagens de mídia especializada*. Assim, supõe-se, traduzem maior riqueza de substantivos que representam conceitos abordados em maior extensão na mídia do que nas entrevistas. Esta evidência não seria uma surpresa, pois as reportagens selecionadas para a pesquisa versam sobre espectro mais amplo de assuntos do que as entrevistas, e abrangem número maior de fontes de informação e fatos sociais.

Desta forma, com esta análise, é possível inferir que a ausência de uma fonte de entrevistas na empresa CBTU e a fonte única de entrevistas na empresa INB *poderiam* ser compensadas por uma base suficientemente abrangente de reportagens da mídia especializada já que, via de regra, nas entrevistas e reportagens das demais empresas, parece ter havido maior número de assuntos tratados nas reportagens. Assim, observa-se que as palavras encontradas nas entrevistas poderiam ser consideradas um subconjunto das palavras encontradas nas reportagens. Desta forma, a limitação representada pela assimetria de quantidade de fontes de entrevistas realizadas com pessoas internas às organizações foi considerada não-impeditiva para a consecução da pesquisa e das consequentes análises e conclusões, embora permaneça sendo uma limitação. Sobre este tópico conclui-se, afinal, que a ausência de mais fontes internas para a INB e CBTU, apesar de indesejada, não implicaria alteração nos valores das variáveis comparativas dos casos estudados usadas na metodologia *csQCA*, a ser discutido mais adiante.

3.9.1. Segunda rodada

Na segunda rodada, foi realizada nova coleta de dados apenas na mídia especializada, como consta na Tabela 8:

Caso	Termos de Pesquisa	Filtros e condições	Artigos retornados	Artigos selecionados para leitura	Artigos selecionados para análise	Observações
FIES	“Banco do Brasil” & “FIES”	Consideradas reportagens a partir de 1/1/2016	40	15	9	Apesar de a Lei que estabeleceu as novas regras do FIES ter entrado em vigor em out/2016,

						considerou-se que as discussões preliminares poderiam ser elucidativas, por isso adotou-se a data inicial disposta.
BP	“Banco do Brasil” & “Banco Postal”	Consideradas reportagens a partir de 2011	87	19	15	O BB venceu o leilão para exploração da atividade do Banco Postal em 31/05/2011
CRETAGRI	“Crédito agrícola”	-	64	15	9	Consideradas todas as reportagens disponíveis com estes termos.
TARSOC	“CBTU” & “Tarifa”	-	4	4	4	Consideradas todas as reportagens disponíveis com estes termos.
MP579	“Eletrobras” & “579”	Utilizado o filtro “Finanças” disponibilizado pelo próprio site do periódico	57	14	10	Excluídos os artigos que traziam informações redundantes sobre outros que já continham os dados
FEDDIST	“Federalização” & “Eletrobrás” & “distribuidoras”	-	23	11	9	Consideradas todas as reportagens disponíveis com estes termos.
EXPU	“INB” & “Exportação”	-	9	3	3	Consideradas todas as reportagens disponíveis com estes termos.
GASCONG	“Petrobras” & “Artificial” & “Combustíveis”	-	27	13	8	Utilizada a palavra <i>artificial</i> pelo fato de que se percebeu que este é um termo frequentemente utilizado

						pela mídia selecionada para se referir à manutenção do preço do combustível de forma não-mercadológica.
IPOBR	“BR” & “Distribuidora” & “oferta” & “pública” & “ações”	Data: 13/12/2017 a 31/05/2018	10	10	5	Geralmente grande quantidade de artigos é retornada para termos com Petrobrás. Houve OPA da BR distribuidora a partir de 13/12/2017
PRECODD	“Combustíveis” & “reajuste” & “diário”	Data: 30/06/2017 a 31/05/2017	12	9	9	Geralmente grande quantidade de artigos é retornada para termos com Petrobrás. A implantação da sistemática de preços flutuantes se deu em 30/06/2017
TOTAL			333	113	81	

Tabela 9: Termos pesquisados para compor análise de resultado dos casos, exibindo filtros e artigos retornados, selecionados e, finalmente, utilizados na pesquisa. Fonte: dados da pesquisa.

Conforme mostra a Tabela 8, 333 artigos foram retornados para o conjunto de casos abordados. Destes, 113 foram selecionados, através de critério de leitura de títulos e primeiras linhas das reportagens para verificação de adequação, para leitura do texto. Do grupo de 113 selecionados para leitura, 81 foram considerados pertinentes e agregando informações sobre as saídas dos casos em estudo, nos termos da proposta. Destaca-se que estes 81 artigos vieram a somar aos 183 artigos selecionados na primeira rodada, totalizando assim 264 artigos de mídia especializada analisados.

3.10. Análise dos dados

De acordo com Miles, Huberman e Saldaña (2013), a análise dos dados em pesquisas qualitativas como estudos de caso permeia todo o processo de investigação, de forma interativa e recorrente. Isto significa dizer que, à medida em que os dados comecem a ser coletados, o processo de análise já tem início. A análise dos dados consiste em três processos: condensação, exibição e elaboração/verificação de conclusões (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

No presente estudo, a condensação dos dados ocorreu à medida em que estes foram sendo coletados, concomitantemente com o período em que as entrevistas e análise documental foram sendo executadas. A condensação, para Miles, Huberman e Saldaña (2013), ocorre durante toda o ciclo de vida de um projeto. Como exemplo destas atividades, cita-se a codificação, escrita de resumos, desenvolvimento de temas, geração de categorias e escrita de memorandos analíticos. Foram realizadas todas essas atividades, como será detalhado na seção 3.5 sobre o fluxo da pesquisa ao longo do tempo. O objetivo da condensação dos dados é aguçar, organizar, focar, descartar e ordenar os dados de forma a permitir que as conclusões preliminares do estudo e, posteriormente, as finais sejam esquematizadas (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

De acordo com Miles, Huberman e Saldaña (2013), a exibição dos dados é um conjunto de informações organizadas e sintetizadas que permitem o desenho de conclusões e ações. O método mais comum de exibição é a forma textual, embora possa haver certa dificuldade e morosidade no entendimento do estudo se apenas este método for utilizado pelo pesquisador. Na atividade de exibição dos dados, outros formatos podem ser utilizados: gráficos, grafos e diagramas de redes. O objetivo desta atividade de tratamento de dados é a rápida e melhorada assimilação da informação com o fim de permitir agilidade no processo e maior assertividade no processo de pesquisa (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

Na atividade de esboço e verificação de conclusões são explicitados os padrões, explicações, fluxos de causa e efeito e as proposições, se houver. Durante o processo de criação das conclusões ocorre, simultaneamente, o processo de verificação das mesmas. Para tanto, pode-se recorrer ao material coletado tanto de forma rápida e intuitiva como de forma elaborada e sistemática. O processo é contínuo e interativo, sendo que as etapas já descritas podem ser mais uma vez recorridas de acordo com o que for levantado e demandado nas conclusões da pesquisa (Miles, Huberman & Saldaña, 2013).

Desta forma, o processo de coleta, análise, exibição, condensação e elaboração de conclusões seguiu o modelo disposto na Figura 1:

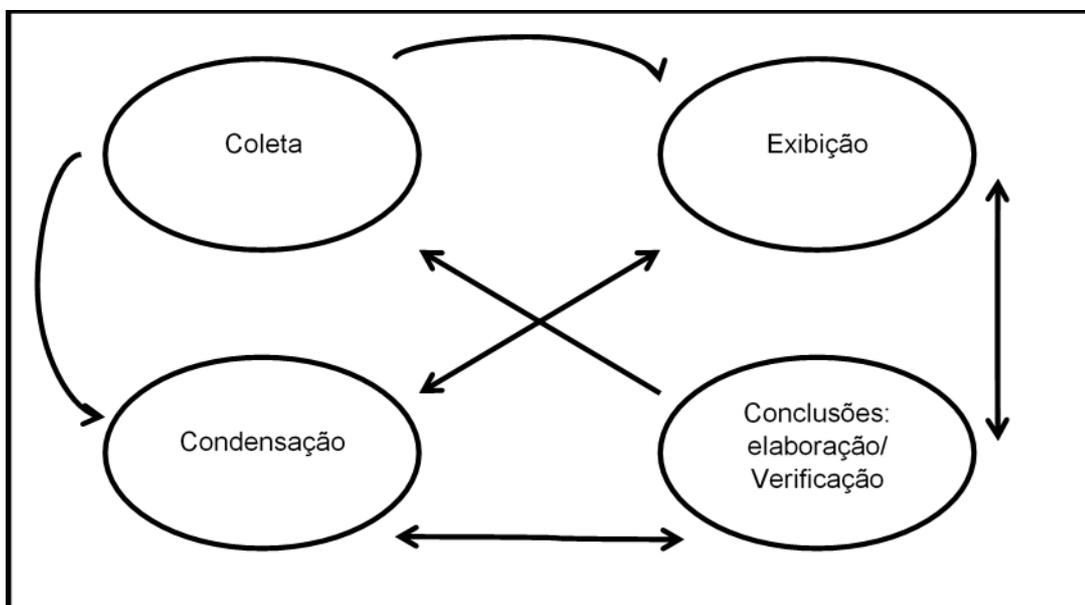


Figura 1: Modelo interativo de análise de dados. Fonte: Miles, Huberman e Saldaña (2013, p. 14).

Constata-se que há fluxos unidirecionais do processo de elaboração e verificação de conclusões para a coleta de dados, e desta para exibição e condensação. Os demais fluxos são bidirecionais.

Na pesquisa desenvolvida, este padrão descrito por Miles, Huberman e Saldaña (2013) foi claramente observado, como será detalhado na seção 3.5, se mostrando mesmo uma necessidade e uma ferramenta de utilidade, haja vista o ineditismo do tópico pesquisado e o caráter exploratório da pesquisa. O processo de elaboração das conclusões se mostrou bastante interativo com as demais etapas, e a reflexão ao respeito das conclusões iniciou-se pouco tempo após o início da coleta dos dados. Assim, a pesquisa empreendida e descrita neste trabalho endossa o modelo descrito por aqueles autores.

3.10.1. Categorização dos dados - Codificação

De acordo com Maxwell e Chmiel (2014), a estratégia de categorização mais amplamente utilizada é a codificação. Os dados recebem rótulos e são categorizados para comparação dentro e entre as categorias. De acordo com os autores, acadêmicos têm considerado a codificação a principal atividade na análise dos dados qualitativos. A ideia da codificação de dados é

desacoplar a contiguidade do texto em categorias que permitam a sua classificação pela similaridade, bem como a descontextualização e recontextualização das categorias. Por outro lado, forma, existe também uma crítica sobre a perda do contexto dos dados através da codificação. No entanto, avaliou-se nesta pesquisa que o custo desta perda poderia ser assumido visto os benefícios da estratégia de codificação, que foram assumidos como substancialmente maiores (Maxwell & Chmiel, 2014).

A categorização dos dados remete ainda à forma pela qual serão trabalhadas, no sentido de prover ligação entre os dados e as teorias que embasam o estudo e entre as próprias categorias e permitir desenvolvimentos teóricos e tomada e verificação de conclusões. Após categorizados, os dados categorizados também precisam ser exibidos, ligados, integrados e conectados, sendo que *softwares* podem ser utilizados para auxiliar neste processo (Maxwell & Chmiel, 2014).

Durante a primeira rodada de coleta/análise, foram codificados tanto as transcrições das entrevistas quanto as reportagens selecionadas. Os documentos das empresas, não foram codificados por apresentarem grande quantidade de informações que não tangeram diretamente o escopo do estudo. Os dados obtidos destes documentos tiveram caráter mais quantitativo e objetivo, fornecendo principalmente informações como Balanço Patrimonial e Demonstrativos de Resultado de Exercício – DRE das empresas analisadas, informações estas que não foram consideradas codificáveis. Os dados dos documentos foram mais relevantes à segunda rodada de análise, pelo aumento da assertividade dos tópicos buscados.

Após a codificação das fontes textuais, partiu-se para a análise do conteúdo dos códigos. A abordagem adotada neste trabalho, eminentemente exploratória e com vários códigos que surgiram dos próprios dados, foi exclusivamente qualitativa.

Os códigos que surgiram da primeira rodada de análise constam no Apêndice 3. Foi neste ponto da pesquisa que o modelo conceitual foi elaborado e as variáveis que orientaram a segunda fase de coleta e análise de dados foram definidas. O modelo e definição das variáveis se apresentam na seção 3.6.

Na segunda rodada, todos os 81 artigos selecionados nesta etapa foram codificados em função das evidências textuais encontradas no seu conteúdo que pudessem permitir a caracterização das variáveis para a análise *csQCA*. A relação destas categorias se encontra no apêndice 4 deste trabalho.

3.9.2 Modelo de análise contexto, processo e conteúdo de Pettigrew (1987)

No decorrer da pesquisa, como detalhado na seção 3.9.5 que trata do fluxo de atividades da pesquisa, haja vista a complexidade dos temas abordados e a necessidade de adotar uma categorização dos dados que permitisse compreender essa complexidade, foi adotado o modelo de análise preconizado por Pettigrew (1987) para o estudo da mudança estratégica para o estudo de como as SEM lidam com os conflitos de interesse públicos e privados. Por considerar que, ao estudar o conteúdo de uma mudança estratégica, inevitavelmente estar-se-ia estudando também o seu contexto e processo (Pettigrew, 1985), entendeu-se que este método poderia ser relevante para a aproximação inicial e a estruturação da pesquisa sobre o conflito de interesses públicos e privados nas Sociedades de Economia Mista no Brasil. De acordo com Pettigrew (1987), o *contexto externo* se referiria ao ambiente social, econômico, político e competitivo no qual a firma opera. O *contexto interno* se referiria à cultura corporativa, estrutura e contexto político intraorganizacional. O *conteúdo* referir-se-ia às áreas focais particulares sob exame do pesquisador. O *processo* seria referente às ações, reações e interações dos *stakeholders* na movimentação da empresa do seu estado presente para o seu estado futuro (Pettigrew, 1985). Assim como na mudança estratégica, na concepção de Pettigrew (1987), entendeu-se que o processo de abordagem e gestão dos conflitos de interesses público-privados nas SEM não seria um processo linear, sendo necessário lidar com o conteúdo da contenção, assim como ações e estruturas, fatores endógenos e exógenos. A operacionalização dos termos conteúdo, contexto e processo para os propósitos desta pesquisa está apresentada no Apêndice 3.

3.9.3. Qualitative-Comparative Analysis – QCA

Estudos de casos são informacionalmente ricos por sua característica de pluralidade de contextos e complexidade inerente, apesar de parecerem simples em um primeiro momento (Miles, Huberman & Saldaña, 2014; Yin, 2014). No entanto, a pesquisa qualitativa sofre críticas por sua alegada falta de rigor, quando comparada às metodologias quantitativas, assim como pela falta de replicabilidade e objetividade na análise, tendo em vista o presumido alto grau de discricionariedade por parte do pesquisador (Ragin, 2014). A maior fraqueza da estratégia orientada a casos, para Ragin (2014), é a tendência em torno da particularização, o que frequentemente se traduziria em pretensão de generalização. Ao mesmo tempo, a

abordagem orientada a variáveis – como nos estudos quantitativos – seria limitada por apresentar generalizações descontextualizadas, abstratas e empobrecidas. Estudos orientados a casos seriam impraticáveis para grandes números amostrais, e estudos orientados a variáveis perderiam a complexidade e a riqueza de argumentos conjunturais causais (Ragin, 2014).

Ragin (2014) afirma que as ciências sociais constituem o campo que mais amplamente utiliza a pesquisa qualitativa, em contraste com os demais ramos da pesquisa científica que, geralmente, realizam pesquisas quantitativas. Esta situação geraria uma lacuna metodológica entre as abordagens qualitativa e quantitativa, que poderia ser diminuída com a aplicação da análise comparativa-qualitativa, ou *comparative-qualitative analysis* - *QCA* (Ragin, 2014). Ragin (2014) elabora uma comparação sobre as metodologias convencionais de pesquisa e a QCA, chamada de alternativa pelo autor, conforme mostra a Tabela 10:

Modelo Convencional	Modelo Alternativo
Variáveis	Conjuntos
Medida	Calibragem
Variáveis dependentes	Saídas qualitativas
Populações dadas	Populações construídas
Correlações	Relações conjunto-teoréticas
Matrizes de correlação	Tabelas-verdade
Efeitos líquidos	Receitas causais

Tabela 10: Comparação entre os modelos convencional e alternativo, proposto por Ragin (2014), para pesquisa qualitativa-comparativa. Fonte: Ragin (2014). Tradução livre.

Como mostra a Tabela 10 o modelo alternativo – QCA, propõe uma abordagem paralela ao tradicional, onde a pesquisa produz propriedades diferentes de análise tanto em nível terminológico quanto conceitual. Percebe-se que, na coluna correspondente ao modelo convencional, há uma descrição praticamente plana de uma abordagem quantitativa, embora Ragin (2014) tenha deixado margem para a pesquisa qualitativa também ser enquadrada desta forma. Já na coluna da direita, o método QCA transparece a natureza essencialmente qualitativa desta abordagem, com maior uso de subjetividade e flexibilidade na definição dos conceitos.

Essencialmente a metodologia QCA pode ser mais adequadamente utilizada quando o número de observações é demasiadamente pequeno para que estatísticas sejam produzidas (Ragin, 2014) e não demasiadamente grande para que o pesquisador ou sua equipe percam a capacidade de deter familiaridade com cada um dos casos em estudo (Rihoux & Lobe, 2009). É importante destacar, ainda, que a QCA tem sido utilizada especialmente em estudos conduzidos sobre os

níveis meso e macro (Rihoux & Lobe, 2009). De acordo com Rihoux e Lobe (2009), a abordagem QCA detém algumas características fundamentais das metodologias qualitativas. A QCA é uma abordagem holística, que considera o caso como uma entidade complexa, e desenvolve uma concepção de causalidade que ainda assim deixa margem para a complexidade. Esta abordagem adota o conceito de causalidade múltipla conjuntural, que admite uma combinação de condições produzindo uma saída observada. Ainda mais, há a possibilidade de múltiplos caminhos causais com o uso de QCA. Isto significa que a abordagem permite que um mesmo resultado tenha diferentes explicações teóricas sem, contudo, perder a objetividade e as capacidades descritiva e preditiva do modelo construído. Assim, um construto da QCA permite a produção de generalizações, e ainda a possibilidade de falsear asserções, características estas que seriam muito desejáveis a pelo menos significativa parte do empreendimento científico. A abordagem QCA também permite a acumulação, ou seja, outros pesquisadores podem retornar aos casos já estudados em dado trabalho e refazer as análises e construindo novos conhecimentos ou mesmo produzindo conclusões diferentes (Ragin, 2014; Rihoux & Lobe, 2009).

Estudos comparativos da QCA podem ser conduzidos por três diferentes vias, cada uma delas com suas características, complexidade e prescrições próprias. A primeira delas, adotada neste estudo, é a *crisp-set QCA* ou *csQCA*, que utiliza a lógica booleana para construir tabelas-verdade sobre as quais as dimensões analisadas dos casos são classificadas, analisadas e reduzidas, a fim de produzir uma fórmula final que compreende o que a comparação dos casos permite inferir e propor. Uma segunda alternativa para a condução da abordagem QCA é a multivalorada, ou *multi-value QCA* – *mvQCA*, que permite que dadas condições possuam múltiplos valores possíveis. Por fim, outra forma de realizar QCA é através de *fuzzy set QCA*, ou *fsQCA*, que usa a lógica "Fuzzy" para permitir múltiplos valores com dispersão e produzir saídas com base em dimensões que admitam esta valoração. A técnica *fsQCA* é a única das três que não utiliza uma tabela-verdade para produzir os resultados (Ragin, 2014; Rihoux & Lobe, 2009).

Por questões de disponibilidade de recursos, bem como pela quantidade de casos analisados, totalizando dez, além da limitação da produção teórica que não permitiu atribuição multivalorada às variáveis, optou-se pela utilização da abordagem *csQCA*, ou seja, tanto o conjunto de dimensões causais quanto a saída são tratados binariamente. As abordagens *mvQCA* e *fsQCA* permitem valores não-binários, o que possivelmente adicionaria poder

descritivo e maior precisão à análise e as conclusões deste estudo. Todavia, estas técnicas necessitam maior número de casos e consomem significativamente mais recursos, como tempo, coleta de dados, elaboração e outros. Além destas restrições, considerou-se que não havia base teórica suficientemente sólida, com suficiente discricionariedade para tratar os dados de maneira outra que não a binária. A atribuição de variáveis multivaloradas, tanto contínuas quanto discretas, demandaria um embasamento teórico robustecido para tanto, mas foi considerado que pelo ineditismo deste estudo exploratório tal nível de concisão teórica não fora alcançado. Assim, com a decisão da utilização da técnica de *csQCA*, cada uma das dimensões analisadas seria qualificada como “condição presente” ou “condição ausente”, expressa nos valores um - condição presente - ou zero - condição ausente.

Destaca-se que a técnica *csQCA* é amplamente utilizada em estudos de casos comparativos e recebe significativa atenção da academia (Breiger, 2009; Ragin, 2014; Rihoux & Lobe, 2009). Ragin (2014) afirma que, enquanto a metodologia *csQCA* perde algum valor ao traduzir os dados das variáveis analisadas para a díade presente-ausente, esta perda geralmente não é grande, e permitiria chegar-se às mesmas conclusões.

Na metodologia *csQCA*, uma tabela de dados precisa ser construída compondo as dimensões causais e a saída, e valorada com *uns* e *zeros*, representando condição presente ou condição ausente, respectivamente. Estas variáveis e a forma como serão trabalhadas na pesquisa necessariamente devem ser definidas em termos teóricos (Rihoux & Lobe, 2009). A partir de então, geralmente com o uso de *software*, uma tabela verdade é produzida, contendo todas as possibilidades de combinações para as dimensões analisadas, seguindo a fórmula exponencial binária 2^n . Por exemplo, se houver no total cinco dimensões, compreendendo uma variável de saída e quatro variáveis causais, haverá 32 combinações possíveis para o conjunto, ou 2^5 . Cada um dos casos então é alocado dentro de uma, e apenas uma, destas possibilidades da tabela-verdade. As saídas com condição presente, ou valor *um*, são utilizadas como referência para a minimização das condições necessárias para a saída observada, ou valor positivo – um. A partir desta minimização é possível obter uma *fórmula* que permite a compreensão do estudo comparativo dos casos e permite generalização e falseamento (Breiger, 2009; Ragin, 2014; Rihoux & Lobe, 2009). A Tabela 11 auxilia na compreensão desta etapa do método.

Região	R	L	C	P	M
1	0	0	0	0	0
2	0	1	1	1	1

3	1	1	0	1	0
4	1	0	1	1	0
5	1	1	1	0	0
6	1	1	0	0	1

Tabela 11: dados tabulados para a análise de uma hipotética distribuição regional de revoltas de camponeses na Europa. Fonte: adaptado de Ragin (2014 p. 30). Tradução livre.

A Tabela 11 é uma reprodução adaptada e traduzida livremente de Ragin (2014) considerando uma hipotética observação de revoltas de lavradores na Europa. As regiões, numeradas de 1 a 6, estão dispostas como linhas da tabela e identificadas na primeira coluna, com o título *região*. Os demais títulos das colunas possuem a seguinte significação:

L = fome na terra [carestia]

C = comercialização da agricultura

P = comunalismo dos lavradores

M = lavradores médios

R = revolta

Os valores um e zero, conforme já abordado, significam a presença e a ausência das condições e resultado descritos na primeira linha da tabela. Por exemplo, a região 2 não observou revolta, havia fome na terra, comercialização da agricultura, comunalismo dos lavradores e presença de lavradores médios.

A partir desta tabela, a metodologia *csQCA* preconiza que seja construída uma tabela-verdade, com 32 linhas, pois há cinco dimensões passíveis do valor binário, ou 2^5 . Note-se que é possível que, na tabela-verdade, várias linhas não achem correspondência com nenhum dos casos estudados – o que é comum e esperado, e algumas linhas possuam duas ou mais ocorrências de casos. Enquanto cada caso pode se enquadrar em uma e apenas uma linha da tabela-verdade, o oposto *não é verdadeiro*. Por questões de espaço, a tabela-verdade para o caso-exemplo de Ragin (2014) acima não será reproduzida.

A partir da tabela-verdade, é possível realizar a minimização da mesma. Ou seja, todas as possibilidades, das 32 descritas no caso acima, que não contenham a saída 1 – no caso a presença de revolta – podem ser eliminadas (Breiger, 2009; Ragin, 2014). A partir desta eliminação, se pode determinar quais são as condições necessárias para que a saída seja produzida. É interessante notar que uma condição necessária pode ser a presença ou a *ausência*

de um determinado fator causal. Neste caso, na fórmula final, a condição *ausente* deverá ser representada por uma letra *minúscula*, enquanto a condição *presente* deverá ser representada por uma letra *maiúscula* (Ragin, 2014). Um exemplo será dado adiante para melhor elucidação.

A álgebra booleana versa sobre operadores lógicos que representam multiplicação, adição e negação. Ragin (2014) utiliza estes operadores para construir as fórmulas que são o conjunto final de condições causais dos casos comparativos. Assim, considerando-se a fórmula:

$$F = A + B + C$$

A significação da fórmula acima é a de que, para uma saída F, a causalidade pode ser A *ou* B *ou* C, pois o operador de soma, na álgebra de Boole, significa a condição lógica *ou*, alternativamente com o caractere \vee . A multiplicação, ou operador lógico *e*, é representada pelos caracteres *, ^ ou a simples justaposição de termos, assim como na álgebra (Ragin, 2014). Outros operadores e operações booleanos não serão explorados aqui, por não se aplicarem ao método QCA ou não serem adequados ao presente escopo.

Uma outra fórmula hipotética possível, produzida com as mesmas variáveis, seria:

$$F = Abc + aBc$$

A interpretação da fórmula acima é a de que, para uma saída F, a condição A deve estar presente e as condições B e C devem estar *ausentes ou*, alternativamente, a condição A ausente, a condição B presente e a condição C ausente. Assim, a metodologia QCA expressa a possibilidade de múltiplas configurações causais possíveis para uma mesma saída em um estudo de caso comparativo (Breiger, 2009; Ragin, 2014; Rihoux & Lobe, 2009). Estas fórmulas, após criadas, podem ser minimizadas usando as operações lógicas da álgebra booleana (Ragin, 2014), o que se faz geralmente com uso de *software* (Rihoux & Lobe, 2009). A utilização da fórmula mínima é opcional, a critério do autor, que poderá decidir se, para os fins a que a pesquisa se destina, uma fórmula sub-ótima seja mais adequada ou mais elucidativa (Rihoux & Lobe, 2009).

De acordo com Rihoux e Lobe (2009), a metodologia QCA pode ser usada para, ao menos, cinco objetivos:

- a. Sumarizar os dados, descrevendo os casos sinteticamente como uma ferramenta para exploração e tipologia;

- b. Verificar a coerência interna dos dados, como detectar contradições;
- c. Testar corroborando ou refutando teorias ou assunções de teorias com base nos casos estudados, sendo que a QCA tem sido considerada uma importante ferramenta no teste de teorias;
- d. Testar ideias do autor, que não estão contidas necessariamente em uma teoria, mas que são elaborações da pesquisa e;
- e. Elaborar novas assunções e teorias, pois a fórmula final minimizada pode ser interpretada e produzir novos segmentos de teoria (Rihoux e Lobe, 2009).

Ainda assim, o método QCA pode ser considerado como uma minimização da realidade, pois “*transforming cases into configurations (a set of conditions leading to a given outcome) is already a vast simplification of the reality of the cases*” (Rihoux e Lobe, 2009, p. 228).

É também relevante destacar que é possível e mesmo necessário que, após realizados os trabalhos que conduzem à produção das fórmulas, é possível que seja gerada mais de uma fórmula mínima, e por este motivo e também pela comparação dos resultados com os pressupostos teóricos, se possa retornar às etapas anteriores em busca de mais evidências a fim de aumentar o conhecimento dos casos e melhorar a saída teórica do processo. Todavia, é importante que o conhecimento dos casos trazido neste processo não seja abandonado em favor de um foco excessivo nos postulados da teoria que fundamenta a pesquisa (Rihoux e Lobe, 2009).

3.9.4. Operacionalização da pesquisa com auxílio de software

Os *softwares* definidos como pertencentes ao grupo de *Computer Assisted Qualitative Data Analysis – CAQDAS* permitem, dentre outras funções: planejar e gerenciar o projeto de pesquisa, ler, marcar e comentar dados, desenvolver esquemas de codificação, codificar, organizar os dados, mapear e gerar saídas (Lewins & Silver, 2007). Nesta pesquisa foi utilizado o software NVivo versão 11 para sistema operacional OSX no trabalho de organizar e codificar os dados qualitativos coletados, assim como da geração e gestão de relatórios e informações relativos à mesma. Além deste software, foram utilizados os softwares R com os pacotes RStudio versão 1.1.447 e RQCA versão 3.2, cujos quais proveem interface gráfica e

ferramentas para cálculo de *Qualitative Comparative Analysis – QCA*. Para a validação das fórmulas finais geradas pelo *software* RQCA, foi utilizado o *software* Tosmana versão 1.5.4.0. Observando-se os resultados produzidos pelos dois *softwares* concluiu-se que se constituíram das mesmas produções e que houve mitigação de risco de falha de *software* no processo de tratamento dos dados dos casos.

3.9.5. Fluxo das atividades de pesquisa realizadas

A coleta/análise dos dados ocorreu em vários momentos ao longo do processo de pesquisa. Conforme discorrido anteriormente, a metodologia em espiral descrita por Miles, Huberman e Saldaña (2013) prevê que as fases de coleta e análise de dados sejam, em grande medida, concomitantes. Sendo assim, a partir do momento em que os primeiros dados começaram a ser coletados, partiu-se para a análise dos mesmos à luz das teorias e na construção de conhecimentos.

Uma fonte preliminar que foi utilizada para teste de metodologia de codificação (Saldaña, 2015) foi o livro *A História do Banco do Brasil* (Banco do Brasil, 2010), na base do qual foram ensaiadas várias abordagens diferentes de metodologias de codificação sugeridas por Saldaña (2015). Das metodologias testadas, foram abandonadas algumas que se mostraram excessivamente exploratórias, mais apropriadas para metodologia *Grounded Theory*. Concluiu-se que, pelo tempo disponível para a realização da pesquisa e para o escopo relativamente abrangente da mesma, necessitava-se partir de um conjunto de códigos já formados a partir do conhecimento teórico levantado para a fundamentação teórica do trabalho, pois os métodos *grounded*, além de mais demandantes em termos de consumo de energia, recursos humanos e tempo, ainda necessitariam, possivelmente, de um par acadêmico qualificado realizando uma revisão crítica aprofundada e contribuindo ativamente na criação dos códigos-finais para uso na pesquisa. Assim, uma nova abordagem foi utilizada, com base nas teorias que inicialmente formavam parte da fundamentação teórica – as teorias de agência, de *stewardship*, de *stakeholders*, e institucional – utilizando-se os métodos *eclectic coding* e *holistic coding*, ambos apontados por Saldaña (2015) como adequados à codificação de segundo ciclo, onde os dados brutos já foram analisados com métodos mais abrangentes adequados a um primeiro ciclo de codificação. Novos códigos foram gerados das primeiras entrevistas gravadas e transcritas para a pesquisa. No entanto, percebeu-se que, ainda assim, embora úteis e potencialmente

interessantes para o tópico da pesquisa, a complexidade dos casos era tal que possivelmente seria prejudicado o prazo para terminação da pesquisa.

Uma percepção inicial que ficou cada vez mais clara e avolumou-se à medida em que a pesquisa transcorria, foi a de que os contextos interno, externo e histórico dos casos eram demasiadamente importantes para serem deixados fora das considerações centrais da pesquisa. As codificações pareceram não fazer sentido fora do contexto dos casos. Sentiu-se um impasse de escopo. Se o contexto fosse considerado em profundidade na análise, o trabalho poderia perder o foco e a objetividade, além de não ser factível em termos de recursos. De outra forma, em estudos de caso o contexto é considerado fundamental e sendo alijado da análise, acreditou-se que a riqueza dos dados seria completamente desperdiçada. Neste momento, determinou-se adaptar o modelo analítico usado por Pettigrew (1987) para entender o processo de mudança estratégica por meio dos elementos de *contexto*, *processo* e *conteúdo*. Este modelo já foi adotado pelo pesquisador no trabalho de Silva e Alperstedt (2013), e mostrou-se útil para compreender as questões de conciliação do conflito de interesses público e privados nas Sociedades de Economia Mista. Como nos casos de mudança estratégica, nesta pesquisa há o estudo de um fenômeno que se dá ao longo do tempo, por atores que tomam decisões estratégicas influenciados pelo contexto interno e externo das organizações, o *locus* é organizacional, bem como o nível de análise e há a possibilidade da dimensão objetiva do conteúdo interligado com o processo (Pettigrew, 1985). Assim, este esquema analítico de Pettigrew, que não formou parte da fundamentação teórica original da pesquisa foi incorporado ao estudo, como consta na seção 3.9.2.

Após tomada a decisão de abordagem do problema de pesquisa e da análise e interpretação dos dados em termos de contexto, processo e conteúdo (Pettigrew, 1985), e levando em consideração os códigos gerados anteriormente, foi realizada a reorganização dos conceitos em códigos agrupados hierarquicamente correspondendo, respectivamente a estas três variáveis. A lista dos códigos e a respectiva descrição está disponível no Apêndice 3 deste trabalho.

A pesquisa aqui descrita foi desenvolvida em torno do objetivo central de responder à pergunta-direcionadora: *como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes dos stakeholders proprietários público e privado das mesmas e sob quais condições se conseguiria equilíbrio destes interesses?*

Para viabilizar a operacionalização da coleta, análise, condensação, exibição dos dados e elaboração de conclusões, foi necessário decompor esta questão, assim como levar em consideração os objetivos geral e específicos que, de igual forma, foram norteadores do trabalho. Primeiramente, para buscar saber-se como as Sociedades de Economia Mista resolvem os conflitos de interesse, foi necessário identificar os interesses de cada uma das partes ao redor de uma determinada questão.

Em seguida, para atender os demais objetivos específicos, foi necessário identificar casos ilustrativos que permitiriam comparação entre si, descrever sob quais condições se conseguiria equilibrar os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado e criar um modelo explicativo e testável das condições que levam ao equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM;

Assim, foram realizadas duas etapas distintas na coleta, análise e elaboração de conclusões desta tese, como já mencionado.

A primeira etapa envolveu a identificação nos dados obtidos das entrevistas, artigos de periódicos especializados e documentos dos conflitos de interesse de natureza público-privada e a descrição de como se apresentaram nas organizações selecionadas. Esta primeira análise dos conteúdos permitiu detectar as expectativas das partes pública e privada, assim como identificar os pontos em que os interesses das partes entram em conflito, e as ações empreendidas pelas empresas para lidar com estes conflitos. Foi nesta etapa que foi percebida a necessidade de reforçar a fundamentação teórica do trabalho, incorporando conceitos do trabalho de Oliver (1991) sobre as estratégias que as organizações usam para lidar com pressões institucionais. Também nesta fase da pesquisa foi determinado adotar o modelo de análise de Pettigrew (1987) focando contexto, processo e conteúdo, como já mencionado, para facilitar a compreensão dos dados.

Assim, foram elaboradas reflexões preliminares com respeito ao panorama geral da questão dos conflitos de interesses público-privados nas SEM escolhidas para estudo e identificados 10 casos que envolveram tais conflito de interesse. Os resultados das análises realizadas nesta etapa são detalhados no Capítulo 4, que trata da análise e discussão dos resultados. Esta primeira fase de coleta e análise estabeleceu a base para o desenvolvimento de uma segunda etapa de coleta e análise.

Esta segunda fase envolveu a análise comparativa dos 10 casos identificados durante a primeira fase de análise e detalhados na seção 4.2, assim como a elaboração de um modelo que não apenas descrevesse com maior grau de objetividade o fenômeno observado como também adicionasse capacidade explicativa e preditiva, como argumentam Ragin (2014) e Yin, (2014). Esta análise e o desenvolvimento do modelo foram realizados utilizando-se a *crisp-set comparative-qualitative analysis – csQCA*, como já foi descrito.

Nesta segunda rodada de coleta e análise de dados, objetivou-se, entre outros, identificar nos casos específicos quais foram os interesses públicos e privados em jogo, como a SEM lidou com o acionista controlador (o Governo) e com os acionistas privados e outros stakeholders, quando pertinente, assim como verificar se foi conseguido o equilíbrio dos interesses públicos e privados em jogo, em termos de sucesso, ou não, em satisfazer pelo menos minimamente esses respectivos interesses. Para orientar a segunda rodada de coleta foi elaborado o modelo conceitual apresentado a seguir. Durante a análise dos dados levantados nesta rodada, foram identificadas as variáveis para a análise *csQCA*, como também descrito a seguir.

3.10.2. Modelo conceitual e definição das variáveis para análise csQCA

A Figura 2 apresenta o modelo conceitual que orientou a segunda fase de análise da pesquisa.

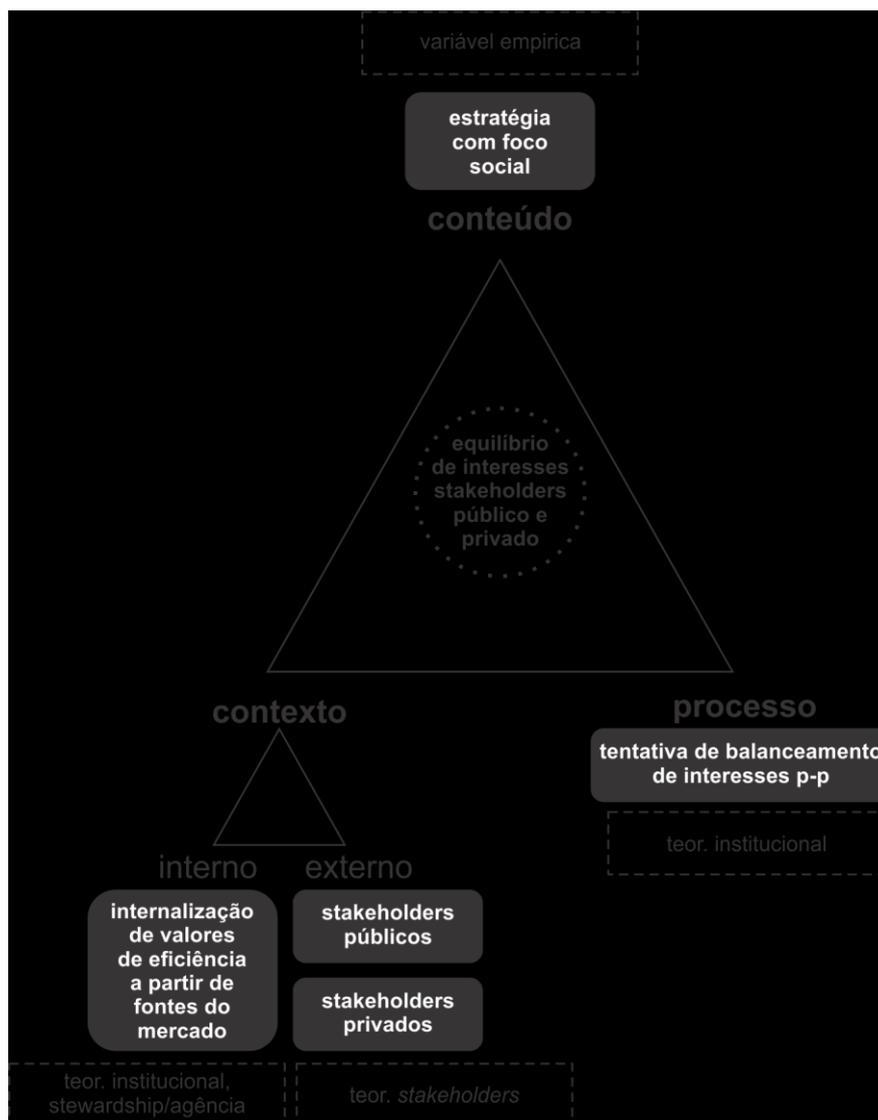


Figura 2: modelo conceitual utilizado para a pesquisa. Fonte: Elaborado pelo autor com base em Pettigrew (1987) e as teorias de agência, *stewardship*, *stakeholders* e institucional

Entende-se neste modelo que o equilíbrio, ou não, dos interesses públicos e privados em jogo está influenciado pelas condições de conteúdo, contexto e processo presentes na situação de interesse. No modelo, se integram conceitos das teorias de agência, *stewardship*, *stakeholders* e institucional, assim como o esquema analítico de Pettigrew (1987).

A partir da consolidação das informações estruturadas nas categorias definidas na primeira etapa de análise, foram elaboradas seis variáveis para orientar a segunda etapa, sendo cinco delas independentes e uma dependente. A definição destas variáveis envolveu um diálogo entre as teorias que embasam o estudo e a análise dos dados que saiu da primeira rodada de coleta e análise. Se relacionam com os elementos do modelo conceitual, como pode ser verificada na

Tabela 12 apresentada a seguir. São estas as variáveis utilizadas na comparação dos casos com base na metodologia csQCA (Ragin, 2014),

Dimensão (Pettigrew, 1985)		Variável	Fontes de Evidência	Teoria
Conteúdo		Orientação principal da estratégia com foco ao objetivo social/público	Documentos, reportagens de mídia especializada, entrevistas	Esta variável tem base empírica. Surgiu da análise dos dados
Contexto	Interno	Institucionalização de valores de eficiência a partir de fontes do mercado	Documentos, reportagens de mídia especializada, entrevistas	Teoria institucional Teoria de agência Teoria de stewardship
		Saliência dos <i>stakeholders</i> públicos no caso	Documentos, reportagens de mídia especializada, entrevistas	Teoria de <i>stakeholders</i>
	Externo	Saliência dos <i>stakeholders</i> privados no caso	Documentos, reportagens de mídia especializada, entrevistas	Teoria de <i>stakeholders</i>
Processo		Tentativa, por parte da empresa, de balanceamento de interesses público-privados no caso	Documentos, reportagens de mídia especializada, entrevistas	Teoria institucional
Saída		Satisfação pelo menos mínima dos interesses dos <i>stakeholders</i> proprietários tanto públicos quanto privadas	Reportagens de mídia especializada, entrevistas; documentos	-

Tabela 12: Dimensões de análise, variáveis para elaboração de csQCA, fontes dos dados e teorias embasadoras. Fonte: elaboração do autor.

3.10.3. Dimensão de conteúdo

Para os propósitos do estudo, considerou-se que a dimensão *conteúdo* do modelo conceitual se diz respeito às ações/atividades tratadas nos respectivos casos escolhidos para estudo e refletidas nos nomes atribuídos a estes casos, por exemplo, a aquisição do Banco Postal, ou a adesão da Eletrobras às disposições da Medida Provisória 579. Por falta de um termo melhor, estes conteúdos são tratados aqui como *estratégias*.

A variável associada a esta dimensão caracteriza a orientação da respectiva estratégia, ou seja, se visava principalmente a eficiência econômico ou principalmente algum objetivo social/implantação de política pública. A análise qualitativa dos dados permitirá a definição objetiva de que tipo de orientação estratégica se trata cada um dos casos, nestes termos. Seria

possível argumentar que dada estratégia foi considerada social, mas que detinha interesse econômico envolvido ou *vice-versa*. No entanto, aqui se considerou o maior motivo da ação implementada, através de evidências como, por exemplo, a melhor alocação de capital, para entender a principal orientação da estratégia. De igual forma, havia nos dados expressões de intento dos proponentes das estratégias que indicam o direcionamento pretendido.

Durante a etapa de análise dos dados, foi feito um teste para verificar como o modelo se adequava, buscando uma possível configuração explicativa com menos variáveis. No entanto, verificou-se que retirar esta variável resultava em contradição em três dos casos analisados, razão pela qual se concluiu que a variável de conteúdo referente ao objetivo principal da estratégia utilizada é indispensável para gerar um modelo explicativo e não-contraditório.

3.10.4. Dimensão de contexto

A dimensão *contexto* tem duas subdivisões: *contexto interno* e *contexto externo*. A partir das reflexões sobre que se constituiria o *contexto* dos conflitos identificados na pesquisa, suscitadas com a análise dos dados da primeira etapa, conforme o Capítulo 4, concluiu-se que, em se tratar do *contexto interno*, tanto as teorias - sobretudo a de institucionalização - quanto os dados apontaram a relevância de internalização, por parte da organização, de valores de eficiência econômica absorvidos a partir de fontes do mercado. Este mercado se constituiria no ambiente competitivo privado, a incluir, também, os mercados de ações e financeiro, quando pertinentes à atividade da empresa em consideração. Assim, foi incluída uma variável que contempla se existia na empresa a internalização de valores deste tipo.

O *contexto externo* foi definido como o ambiente institucional no qual as respectivas empresas se inserem. Considerou-se que a influência deste ambiente institucional sobre as organizações pode ser mediada pelas questões internas e de discricionariedade da liderança organizacional, abordadas em termos de agência e *stewardship*. Ao mesmo tempo, também com base nas teorias utilizadas e nos dados da primeira fase de análise pesquisa, verificou-se que os *stakeholders* das organizações desempenham um papel relevante na resolução dos conflitos observados, com destaque para a sua relativa saliência (Mitchell, Agle & Wood, 1997). Assim, visto o foco do trabalho no conflito de interesses das esferas pública e privada, estabeleceram-se, como variáveis independentes, a saliência dos *stakeholders* públicos e a saliência dos *stakeholders*

privados *no caso*, e não necessariamente na organização. Define-se, a seguir, quem seriam estes *stakeholders* públicos e privados para os fins da análise realizada nesta pesquisa.

Conforme objetivos específicos da pesquisa, ligados às condições que contribuem ao equilíbrio de conflitos de interesses públicos e privados nas SEM, tornou-se necessário antes, determinar quem são os *stakeholders* relevantes e entender quais seriam seus respectivos interesses. Esta não foi uma tarefa simples.

Em primeiro lugar, há o fato de que o *stakeholder* público pode ser representado por vários atores, ou seja, existiriam, na realidade, vários *stakeholders* públicos que teriam interesses nas organizações. A organização político-administrativa da República Federativa do Brasil, em termos verticais, é dada em três níveis: a União, os Estados e o Distrito Federal e os Municípios. Cada um destes entes organizacionais possui uma administração pública própria e autônoma. Ainda, a União é dividida, horizontalmente, em três poderes: o executivo, o legislativo e o judiciário; novamente cada um destes poderes dispõe de sua própria estrutura hierárquica e atua em frentes diferentes no interesse do Estado. Assim, a própria figura do que é comum e regularmente chamado de *público* se constitui em um nexo de poderes, instituições, estruturas e entidades, cada um dos quais possui seus próprios interesses e que podem apresentar conflitos entre si. Ainda, de acordo com Waterman e Meier (1998), o *stakeholder* público, em qualquer uma de suas instâncias e configurações, poderia ter interesses que não representem necessariamente a vontade do povo, da sociedade ou da nação (Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, 1988). O próprio conceito da representação da *vontade pública* ou *interesse público* demandaria mais questionamentos e reflexões, e entende-se que não seria de fácil definição. Por exemplo: a vontade pública seria unânime? Caso não, qual critério melhor representaria a o *interesse público*? Seria o interesse da maioria? Caso sim, como consultá-lo? Como tratar com as minorias? As minorias não formariam parte da vontade pública? A resposta a estas indagações passa ao largo do escopo deste trabalho. No entanto, é relevante esclarecer que, quando o termo *stakeholder público* é utilizado neste trabalho, trata-se de uma simplificação. Assim, torna-se necessário apresentar algumas considerações com respeito ao conceito de *stakeholder público* aqui adotado:

1. O *stakeholder* público, neste trabalho, é significa o *controlador* das SEM, sendo este entendido como o poder Executivo do Governo Federal, na figura do Presidente da República ou seus mandatários, como ministros e secretários, bem como o *staff* por estes

comandado. No entanto, papéis outros para o Governo são observados nesta pesquisa, sendo devidamente identificados no contexto;

2. Conflitos de interesse dentro do *stakeholder* público controlador não são considerados nesta pesquisa;
3. O Governo como Regulador é tratado como um *stakeholder* à parte do controlador, seguindo a tendência da Teoria de *Stakeholders* (Freeman *et al.*, 2010; 1984).

Da mesma forma, os *stakeholders* privados são um conjunto de entes sociais das organizações com interesses por vezes diversos entre si (Mitchell, Agle & Wood, 1997; Freeman, 1984). É possível que *stakeholders* assumem uma variedade de papéis distintos, conforme discutido por Fassin (2009; 2008). Por exemplo, os empregados de determinada organização podem ser, ao mesmo tempo, empregados, sindicalistas, clientes e acionistas. Assim, entende-se que o conceito de *stakeholders* deixa espaço para uma teia de complexidade e considerações próprias a serem discutidas. No entanto, por questões de escopo deste trabalho, a figura do *stakeholder* privado nesta pesquisa é delimitada como pessoa física ou pessoa jurídica proprietário de ações, ou acionista, desde que não seja representante direto do *stakeholder* proprietário ou controlador público já caracterizado. As Pessoas Jurídicas detentoras de capital nas SEM podem ser fundos de investimento privados ou empresas, por exemplo. Podem, também, ser fundos de programas do Governo Federal que têm autorização para realizar investimentos. Neste caso, são considerados, efetivamente, acionistas minoritários e não-representantes do Controlador, embora - conforme dados desta pesquisa - o *stakeholder* público controlador não infreqüentemente estabeleça uma relação de influência sobre estes entes no âmbito das SEM.

Neste texto, se utiliza o termo "Governo" por vezes para representar o Controlador das SEM, mas também, de acordo com o contexto em que ocorre, para se referir ao governo em exercício de seus papéis de regulador e de administrador da maquinaria do Estado brasileiro.

Finalmente, explana-se que as teorias que informaram a definição das variáveis da dimensão *Contexto* do modelo são as teorias institucional, de agência e de *stewardship*.

3.10.5. Dimensão de processo

Para a dimensão *Processo*, foi adotada a classificação de Oliver (1991), das estratégias utilizadas por organizações para lidar com as pressões advindas do contexto externo, ou seja, as pressões institucionais com reflexos no contexto interno. Como mencionado no Capítulo 2, as cinco estratégias descritas por Oliver (1991) são:

- a. Aquiescência – quando a organização simplesmente se submete à pressão sem oferecer resistência significativa;
- b. Balanceamento – quando a organização procura equilibrar as demandas institucionais com os interesses conflitantes entre as mesmas e também com os interesses da organização;
- c. Evasão – quando a organização simula conformidade com as instituições sendo demandadas sem, todavia, efetivamente adotá-las;
- d. Manipulação – quando a organização manobra para influenciar constituintes institucionais ao favor do seu interesse no momento e;
- e. Resistência – quando a organização enfrenta as pressões institucionais externas e decide não aquiescer a estas (Oliver, 1991).

Visto os objetivos desta pesquisa, o foco se deu na presença ou não da estratégia de balanceamento, que potencialmente produziria os resultados mais favoráveis aos interesses de *stakeholders* públicos e privados nas organizações.

3.10.6. Saída

A *saída*, indicada pelo círculo pontilhado na Figura 2, é a variável dependente da análise *csQCA* realizada. Levando em consideração os objetivos da pesquisa, estabeleceu-se como *saída* – variável dependente – de interesse a observação, nos dados, de indícios de algum grau de sucesso em equilibrar os interesses público e privados presentes no caso, ou seja, da existência de pelo menos um mínimo de satisfação tanto dos interesses do *stakeholder* público quanto dos *stakeholders* privados, como definidos naquele mesmo lugar. Para a avaliação desta variável,

foi verificado nos dados qual foi a percepção geral dos respectivos *stakeholders* diante da implementação por parte das empresas das estratégias descritas nos casos. Ou seja, até que ponto as estratégias implementadas foram vistas como aceitáveis ou bem-sucedidas tanto pelo *stakeholder* público quanto por *stakeholders* privados. Neste sentido, buscou-se avaliar a percepção de ambas as esferas, pública e privada, sobre as iniciativas das empresas representadas pelos respectivos casos. Para tanto, foi executada a nova pesquisa na mídia especializada tratada na seção 3.7- Mídia especializada.

Destaca-se que o objetivo desta análise não foi avaliar o sucesso da política governamental associada à maior parte destes casos, mas o resultado da implementação da ação por parte da respectiva SEM *para a própria organização em questão*, em termos de sua sustentabilidade econômico-financeira, a satisfação de seus acionistas público e privados e de outros *stakeholders*, medida através de indicadores e de reações dos *stakeholders* à implantação pela empresa dos casos selecionados para estudo. Assim sendo, é possível que uma atividade avaliada como equilibrando, adequadamente, as pressões públicas e privadas sobre a organização, possa não ter sido considerada de sucesso para a sociedade em geral, sobretudo se considerado o longo prazo. Da mesma forma, eventuais críticas e insucessos de uma política pública são consideradas dentro desta perspectiva, ou seja, não se responsabiliza a empresa no que se refere à ideação da política e sua parametrização por parte do Governo. Casos em que se entenda que os fracassos e críticas são derivados de fatores e adversidades alheios às empresas em estudo são tratados desta forma, podendo não ser necessariamente considerados como fracassos das empresas e de suas estratégias. Portanto, esta variável não expressa, em qualquer instância, a intencionalidade de avaliar as estratégias como ótimas ou eficientes, mas tão somente se atenderam, ao menos minimamente, aos interesses dos *stakeholders* públicos e privados em grau suficiente para sua pacificação.

3.10.7. Resumo das variáveis utilizadas na análise csQCA e seus indicadores

Em suma, as variáveis estabelecidas para a comparação através da metodologia *csQCA* foram:

- a. Variável independente: Orientação da estratégia ao objetivo social, denominada *est_soc* para fins de cálculo. Esclarece-se que a variável independente *est_soc* indica que a estratégia proposta e/ou assumida pela empresa visa o atingimento de

objetivos sociais *em primeiro plano*. Como a metodologia csQCA permite apenas a atribuição de valores ausente ou presente, ou ainda 1 e 0, para cada variável, define-se que o valor 1, ou presente, simboliza uma estratégia com objetivo majoritariamente público-social. Nesta variável, o valor 0 representa, portanto, uma estratégia que não tem objetivo público-social, mas teria, portanto, objetivo rentista ou de alinhamento com os objetivos privados tradicionais. Nesta pesquisa, assume-se que não haveria estratégia outra que se enquadrasse em qualquer outro valor discreto possível além destes dois apresentados pois, considera-se fora do escopo ou da possibilidade uma decisão estratégica que não tivesse uma destas duas condições presentes, ou seja, estratégia com foco público-social ou com foco rentista ou de interesse privado;

- b. Variável independente: Institucionalização de valores de eficiência a partir de fontes do mercado – denominada doravante *inst_efic* para fins de cálculo.
- c. Variável independente: Saliência dos *stakeholders* públicos no caso, denominada *stk_pub* para fins de cálculo;
- d. Variável independente: Saliência dos *stakeholders* privados no caso, denominada *stk_priv* para fins de cálculo;
- e. Variável independente: Tentativa, por parte da empresa, de balanceamento de interesses público-privados *no caso*, denominada *balanc* para fins de cálculo. A estratégia de balanceamento, representada pelo identificador *balanc*, significa que houve a observação de evidências de que a empresa no caso em estudo ativamente tratou de equilibrar os interesses. Em fazer isso, foi observado que a empresa, de fato, poderia lançar mão não apenas da estratégia de balanceamento, segundo descreve Oliver (1991), mas também de outras estratégias, tais como resistência, evasão e manipulação, e ainda a de aquiescência, com o objetivo de diminuir assimetria de poder ou informação no buscar o equilíbrio de interesses dos *stakeholders* público e privado da organização. Assim o valor 1 atribuído nos casos onde havia tentativas de balanceamento de interesses não significa que outras estratégias não foram empregadas. Significa apenas que havia, sim, uso desta estratégia. O valor 0 foi atribuído nos casos onde não havia tentativas de balanceamento;

- f. Variável dependente: Inferência sobre o sucesso em equilibrar interesses público e privados no caso, baseada em observação nos dados da reação dos *stakeholders* público e privados à ação empreendida pela empresa, denominado *obs_suces* doravante, para fins de cálculo.

O detalhamento dos critérios objetivos utilizados para a avaliação de cada uma dessas variáveis encontra-se disposto na Tabela 13.

Tipo Variável	Variáveis QCA	Indicadores	Dimensão	Teoria
Independente	Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional	Governança, auditoria e controles internos efetivos	Contexto interno	Institucional /Stakeholders
		Forte regulação e/ou pressão internacional	Contexto Externo	Institucional /Stakeholders
		Inserção de alto nível em mercados financeiro e de ações	Contexto Externo	Institucional /Stakeholders
		Ambiente favorável a stewardship	Contexto interno	Stewardship /Agência
Independente	Stakeholder privado saliente	Stakeholders privados salientes	Contexto Externo	Stakeholders
		Relevância dos acionistas privados	Contexto Externo	Stakeholders
		Reguladores salientes e independentes	Contexto Externo	Stakeholders
		Interesse da mídia	Contexto Externo	Stakeholders
Independente	Stakeholder público saliente	Manifestação ativa em favor de decisão estratégica do caso	Contexto Externo	Stakeholders
		Criação/modificação de legislação e regulamentação sobre a matéria do caso	Contexto Externo	Institucional /Stakeholders
		Pressão sobre o Bord. em relação ao caso	Contexto Interno	Institucional /Stakeholders
		Protestos públicos tangendo a decisão/postura da Companhia	Contexto Externo	Stakeholders
		Manipulação de constituintes institucionais na organização	Contexto interno	Institucional
Independente	Uso de estratégia de balanceamento	Baixo nível de aquiescência a demandas assimétricas	Processo	Institucional
		Presença significativa de estratégias de balanceamento	Processo	Institucional
		Manipulação, resistência e evasão usadas apenas no objetivo de balancear interesses	Processo	Institucional
Independente	Estratégia do caso com objetivo público-social	Foco no ganho financeiro/econômico na decisão estratégica do caso menor do que nos benefícios sociais	Conteúdo	Empírica
		Alocação sub-ótima de recursos no caso de aceite da decisão estratégica	Conteúdo	Empírica
		Pressão geralmente negativa por parte dos stakeholders privados	Conteúdo	Empírica
Dependente	Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados	Aprovação do stakeholder público ou ausência de manifestação contrária por parte do mesmo	Saída	Empírica
		Aprovação do stakeholder privado ou ausência de manifestação contrária por parte do mesmo	Saída	Empírica
		Observação de não-dano público-social evidente e ganho econômico-financeiro	Saída	Empírica
		Observação de não-dano econômico-financeiro significativo e ganho público-social	Saída	Empírica

Tabela 13: definição de variáveis para csQCA utilizadas na pesquisa, com respectivos tipo, dimensão (Pettigrew, 1985), teoria embasadora e referenciante e indicadores objetivos para determinação. Fonte: elaboração do autor.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste capítulo será realizada a apresentação dos resultados e a discussão dos mesmos à luz das teorias abordadas no capítulo 2 - FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA. Este capítulo está estruturado da seguinte maneira: Na primeira seção, é realizada uma comparação das empresas selecionadas para estudo conforme descrito no capítulo 3 - METODOLOGIA, e a consideração das implicações das semelhanças e diferenças destas para os casos analisados e também para o estudo como um todo. A seguir, é realizada uma descrição e comparação dos objetivos públicos e privados levantados na pesquisa a partir das fontes selecionadas. Na terceira seção é feita a caracterização dos dez casos selecionados de acordo com as variáveis da análise *csQCA*. Na quarta seção, são exibidos os resultados da comparação desses casos através do método *csQCA*. Na sequência se apresenta a interpretação dos resultados da análise realizada. Finalmente, é realizada uma discussão dos achados à luz das teorias e as implicações desta análise.

4.1. Comparação das empresas

Nesta seção é realizada uma análise comparativa das empresas em estudo e que foram descritas na seção 3.4 - Caracterização das SEM selecionadas, as quais proveram os casos trazidos para a presente pesquisa. As características identificadas tratam de Governança corporativa, estrutura social, estrutura de capital, perspectiva financeira e os interesses do Governo Federal nas empresas estudadas.

Ao todo, foram 25 variáveis identificadas na análise dos dados sobre as empresas. Algumas dessas variáveis foram estabelecidas em bases objetivas, bastando recuperar as informações divulgadas pelas próprias empresas ao mercado e acionistas. Outras foram estabelecidas em bases mais subjetivas, demandando análise e interpretação dos dados levantados através de entrevistas e das fontes da mídia especializada. A seguir se enumeram as variáveis identificadas e compara como se apresentam nas respectivas empresas. O resumo desta comparação consta na Tabela 14.

As variáveis em comparação nesta seção foram de auxílio na compreensão do contexto organizacional, no delineamento das características das organizações e, embora não diretamente empregadas como variáveis da análise comparativa no método *csQCA*, proveram

subsídios para a análise dos casos discutidos na seção 1284.2 - Caracterização dos casos estudados.

1. Nota IG-SEST: trata-se do indicador de Governança da Secretaria de Governança das Empresas Estatais, vinculada ao Ministério do Planejamento. Este índice foi criado em 2017 como uma medida para estimular a melhoria da governança das empresas estatais no Brasil, e atualmente reúne 46 empresas, de um total de 150 estatais existentes no País. O índice ranqueia as empresas em categorias que vão de um a quatro, onde um é a melhor colocação e quatro é a pior. Petrobras e Banco do Brasil ficaram empatadas nesta avaliação, com um total de dez pontos de dez possíveis compondo, portanto, o nível 1. Ainda no nível 1 ficou posicionada a Eletrobrás, embora com nota menor. A CBTU posicionou-se no nível 4 e a INB não foi listada no indicador (SEST, 2018). Os níveis não foram informados na tabela visando otimização do espaço. Destaca-se que Petrobrás e Eletrobrás passam, na atualidade, por processos de reestruturação de sua governança corporativa, conforme exposto na descrição dos casos, razão pela qual acredita-se que figuram em boa colocação neste índice. Há evidências obtidas das fontes – entrevistas e mídia especializada - de que estas duas empresas não obteriam tal escore caso o índice tivesse sido criado e aplicado há alguns poucos anos (Valor Econômico, 2016f).
2. Nota da Transparência Internacional: a nota atribuída às respectivas empresas nesta pesquisa é a média dos escores concedidos por Transparência Internacional ao programa anticorrupção e à transparência organizacional. Para fins de comparação, a empresa brasileira com a melhor nota foi o Banco Banrisul, com nota 5,9. As piores notas chegaram a zero. O índice de transparência internacional avalia apenas as 100 maiores empresas brasileiras, além dos 10 maiores bancos, razão pela qual a INB e a CBTU não estão listadas. Os dados mostram, uma vez mais, que BB e Petrobras se apresentaram empatados no índice, com a Eletrobras ligeiramente abaixo no *ranking*. (Sanen & Donegá, 2018).
3. Destaque Governança das Estatais – B3: É um programa da B3, instituição que, até recentemente, era conhecida por BM&FBOVESPA, responsável por listar as empresas estatais de capital aberto ou em processo de abrir seu capital – IPO. Para que as empresas recebam a certificação de Destaque de Governança das Estatais, o que, teoricamente, as colocaria em uma posição mais favorável junto aos acionistas, as organizações

candidatas precisam cumprir uma série de requisitos, formando uma pontuação que irá habilitá-las e ranqueá-las por nível de adesão aos itens propostos (B3, 2018). Neste comparativo, é possível perceber que a Petrobras se encontra à frente das demais, com 56 pontos de 60 possíveis, seguida pelo BB e Eletrobras, empatados com 50 pontos. CBTU e INB não constam neste ranking porque não possuem capital aberto (CBTU, 2018; INB, 2018).

4. Tipo Societário: todas as empresas comparadas são Sociedades Anônimas – S.A., por força de Lei (Lei n. 13.303). Não há variação neste indicador para as empresas estudadas. No entanto, optou-se por manter esta variável no quadro comparativo para prover destaque ao fato de que todas as empresas estudadas pertencem a esta forma jurídica e estão sujeitas à legislação específica que regula a matéria.
5. Capital aberto: indica se as empresas avaliadas possuem capital aberto, ou seja, ações que são negociadas em bolsa de valores, de acordo com as regras do mercado de títulos e valores mobiliários. Banco do Brasil, Petrobras e Eletrobras possuem capital aberto e CBTU e INB possuem capital fechado. (B3, 2018; Banco do Brasil, 2018; Petrobras, 2018; Eletrobras, 2018; INB, 2018; CBTU, 2018).
6. Ações em poder do Governo Federal: indica o percentual de ações Ordinárias Nominativas – ON – que são detidos pela União. Este tipo de ação dá direito a voto em assembleia de acionistas, em contraposição às ações Preferenciais Nominativas – PN, que não dão este direito, mas possuem preferência na distribuição de lucros e dividendos (B3, 2018). Percebe-se que INB e CBTU possuem quase que a totalidade de suas ações em poder do Governo Federal, como consta na descrição das respectivas empresas. As outras três empresas selecionadas possuem percentuais próximos de ações de propriedade da União. Conforme disposto na Lei n. 13.303 (2016), o Governo necessita ser, obrigatoriamente, detentor da maioria do capital votante das Sociedades de Economia Mista (Banco do Brasil, 2018; Petrobras, 2018; Eletrobras, 2018; INB, 2018; CBTU, 2018). Assim, todas as cinco empresas são controladas pelo Governo Federal.
7. Ações em mãos de outras instituições públicas: em pesquisa realizada nos relatórios das empresas consultadas, além das fontes da imprensa, quando disponíveis, verificou-se um percentual de ações que estariam sob o controle ou influência indiretos do Estado, como no caso do Banco do Brasil com o seu acionista Previ, uma empresa de

previdência privada que possui controle efetuado pelo Banco do Brasil e que, por sua vez, é controlado pelo Governo Federal (Valor Econômico, 2017n). Os dados do Banco do Brasil não são claros quanto aos acionistas minoritários, sendo que para calcular isso foi realizada uma dedução do mínimo correspondente às ações de outras instituições públicas. O único percentual sabido com certeza era o correspondente à propriedade da Previ, mas sabe-se que há participação também do FI-FGTS em montante ignorado. Portanto esta variável de comparação é necessariamente maior do que o percentual sabido para a Previ. Assim, na tabela foi feita a indicação de que o valor é maior do que 9,26% na Tabela 14. Para Petrobras e Eletrobras foi possível calcular o percentual correspondente a ações de outras instituições públicas pela dedução dos valores conhecidos e divulgados nos documentos públicos destas empresas do total de ações da companhia. INB e CBTU não possuem percentuais significativos para este indicador, haja vista a participação quase que absoluta do Governo Federal no seu capital, com a possibilidade concreta de este número ser zero para ambas as companhias (Banco do Brasil, 2018; Petrobrás, 2018; Eletrobras, 2018; INB, 2018; CBTU, 2018).

8. Ações privados, tesouraria *etc.* (ON): esta variável representa a parcela restante de ações ordinárias nominativas (com direito a voto), que é detida por acionistas privados nacionais e internacionais, sendo estes pessoas físicas ou jurídicas, como fundos de pensão, por exemplo. Incluem também os *Brazilian Depositary Receipts* – BDR, modalidade específica de investimento para capital estrangeiro (B3, 2018). Observaram-se, novamente, percentuais semelhantes destas ações nas mãos de acionistas privados na BB, Petrobras e Eletrobras. Na INB e CBTU, o montante em mãos privadas foi quase inexistente e, por esta razão considerado virtualmente zero (Banco do Brasil, 2018; Petrobrás, 2018; Eletrobras, 2018; INB, 2018; CBTU, 2018).
9. Data de fundação: representa o ano em que a organização foi fundada pela primeira vez. O Banco do Brasil, criado em 1808, é consideravelmente mais antigo. A Petrobras e a Eletrobras foram criadas no início das décadas de 1950 e 1960, respectivamente, e a CBTU e a INB nos anos 1980 (Banco do Brasil, 2018; Petrobrás, 2018; Eletrobras, 2018; INB, 2018; CBTU, 2018).
10. Decreto/Lei de constituição: esta variável contempla o instrumento público legal que constituiu as organizações, mesmo que tenham vindo a ser postas em operação em ano distinto daquele de sua aprovação. Não foi possível numerar o documento de

constituição do BB, por ter sido criado através de alvará do Imperador D. João VI (Banco do Brasil, 2010). A Petrobras teve promulgada uma segunda lei reguladora, na década de 1990, que redefiniu sua atuação. CBTU e INB foram constituídas por Decreto e Decreto-Lei, respectivamente (Lei n. 2.004;1953; Lei n. 9.478; 1997; Decreto n. 89.396, 1984; Decreto-Lei n. 2.464, 1988);

11. Empregados próprios: número de empregados divulgados pelas companhias, conforme relatórios (Banco do Brasil, 2018; Petrobrás, 2018; Eletrobras, 2018; INB, 2018; CBTU, 2018). Embora não mostrado na Tabela 14, a Petrobrás possuía 117.555 empregados terceirizados à época da publicação do relatório, o que constitui um número que representa quase o dobro dos empregados concursados. Estima-se que nas demais organizações este percentual seja significativamente menor. Foi observado que o BB é a empresa com maior número de funcionários próprios, e que INB e CBTU possuem corpo funcional consideravelmente menor do que as três empresas maiores (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);
12. Razão de origem: descrição sintética do motivo da constituição das empresas, conforme dados da pesquisa;
13. Negociação em Bolsa de Valores: Variável que indica se as empresas negociam ações em balcão aberto. Petrobrás, Eletrobrás e BB negociam ações, INB e CBTU não negociam (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018). Esta variável difere da variável referente à existência de capital aberto pelo fato de que nem todas as sociedades anônimas de capital aberto necessitariam negociar suas ações em bolsa de valores, podendo realizar esta comercialização em mercado de balcão (B3, 2018);
14. Ações em mercados internacionais: variável que indica se as empresas negociam ações em mercados estrangeiros. Petrobrás, Eletrobrás e BB negociam ações, INB e CBTU não negociam (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);
15. Monopólio/oligopólio: Variável que indica se as empresas em estudo operam em regime de pouca ou nenhuma concorrência em seus respectivos mercados. O critério adotado para esta variável foi o de que a empresa esteja em livre-concorrência, podendo ser

substituída com relativa facilidade outra empresa, em situação hipotética. A única empresa nesta situação é o BB, por ter sido considerado substituível, embora não perfeitamente, pelos concorrentes do setor bancário. Embora Petrobras e Eletrobras estejam em cenário de abertura de mercado nos últimos anos, como foi visto na descrição destas empresas casos, entendeu-se que nenhuma das duas pode ser substituída ou enfrenta concorrência significativa com atores privados ou estatais em seus respectivos ramos de atuação. A INB possui reserva de mercado garantida em constituição (Constituição da República Federativa do Brasil d 1988, 2018). A CBTU, nas localidades onde atua, possui serviços substituíveis, mas não possui multiplicidade de concorrentes diretos no exato segmento de transporte ferroviário urbano (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);

16. Ativos totais, patrimônio líquido, lucro ou prejuízos acumulados e resultado: variáveis que compõem a instrumentalização-padrão da contabilidade societária e gerencial. A observação destas variáveis permite a comparação do porte das empresas em relação ao capital, bem como provê subsídios para apuração de indicadores de rentabilidade. (Brigman, Gapenski & Ehrhardt, 2001; Gitman, 1997; Ross, Westerfield & Jaffe, 1995). Foram utilizadas na avaliação desta variável informações divulgadas pelas empresas, referentes ao exercício de 2016, o exercício mais recente que dispunha de dados completos para todas as companhias (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018).
17. Subvenções do Tesouro Nacional – TN: variável que considera o valor referente a subvenções reportado no Balanço Patrimonial ou Demonstrativo de Resultado de Exercício – DRE. INB e CBTU indicaram receber valores nesta modalidade. As empresas BB, Petrobrás e Eletrobrás, não relataram este tipo de financiamento. Estima-se que estas empresas não recebam quantias significativas de subvenções do TN, proporcionais aos seus ativos, patrimônio líquido ou lucro líquido. Estas subvenções foram consideradas como as transferências diretas do TN para a Empresa, enquadradas como tal. Possíveis transferências indiretas não foram avaliadas nesta variável e nas comparações da Tabela 14. (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);
18. Retorno sobre o Patrimônio Líquido – RSPL: variável que indica o percentual que o resultado, na forma de lucros ou prejuízos, ocupou do Patrimônio Líquido da Empresa.

Esta variável é geralmente usada para indicar o retorno do investimento dos sócios ou acionistas em uma empresa, e é um indicador comum de lucratividade e eficiência econômica da organização (Brigman, Gapenski & Ehrhardt, 2001; Gitman, 1997; Ross, Westerfield & Jaffe, 1995). No caso do BB, foi utilizado o indicador divulgado pela empresa, pois foi o único encontrado nos relatórios com essa nomenclatura. A empresa realizou ajustes nos componentes do balanço e resultado para melhor representar o percentual. Para as demais empresas, utilizou-se a divisão do lucro ou o prejuízo pelo patrimônio líquido reportado. Observou-se que, no ano de 2016, a Eletrobras teve o maior RSPL do grupo, seguido pelo BB. As demais empresas apresentaram valores negativos devido aos prejuízos observados. Destaca-se que a CBTU possui patrimônio líquido negativo, ou seja, os acionistas incorreram em dívida com a participação no capital da companhia (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);

19. Lucro/Prejuízo antes de juros, impostos, depreciações e amortizações – LAJIDA: variável que representa o *resultado operacional* da empresa, antes de realizados os ajustes referentes a tributos e despesas financeiras e de ativos. Esta variável teria o potencial de demonstrar o resultado operacional das empresas, decorrente de sua atuação comercial, antes de demonstrados os efeitos financeiro, contábil e tributário daquelas (Brigman, Gapenski & Ehrhardt, 2001; Gitman, 1997; Ross, Westerfield & Jaffe, 1995). Petrobras e Eletrobras lideraram este resultado em termos nominais, seguidos pelo BB. CBTU e INB apresentaram prejuízos operacionais (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);
20. *Return on Assets* – ROA: variável que representa a rentabilidade dos ativos totais da Empresa em termos do lucro gerado. Uma empresa seria considerada mais eficiente em termos econômicos quando gerasse um maior resultado sobre os ativos do que alocou para sua operação (Brigman, Gapenski & Ehrhardt, 2001; Gitman, 1997; Ross, Westerfield & Jaffe, 1995). Neste sentido, a Eletrobras observou maior retorno, seguida pelo BB. As três demais apresentaram valores negativos por terem observado prejuízos no exercício (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);
21. Exploração de recursos estratégicos: esta variável avalia, baseado em dados gerais da pesquisa, se a empresa explora recursos que são considerados estratégicos para o País

como, por exemplo, produção de combustível nuclear, geração de energia elétrica, exploração e refino de petróleo. Considerou-se que Petrobras, Eletrobras e INB exploram recursos estratégicos nacionais como atividade-fim, ao contrário do Banco do Brasil e CBTU. Estas últimas, apesar de operar em áreas consideradas relevantes para o Brasil – mercado financeiro e transporte público, respectivamente – poderiam, em tese, ser substituídas por outras empresas ou outros serviços sem acentuado risco estratégico para a nação (Banco do Brasil, 2018; Decreto n. 89.396, 1984; Decreto-Lei n. 2.464, 1988; Eletrobras, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018; Lei n. 2.004, 1953; Lei n. 9.478, 1997; Lei n. 3.890-A, 1961; Petrobrás, 2018);

22. Exclusividade pública legal: variável que indica se o objeto social das empresas detém, atualmente, exclusividade legal de exploração pelo poder público. Apenas a INB foi considerada como tendo esta característica. As demais empresas, apesar de já terem participado desta situação no passado, atualmente encontram-se, em grande parte de suas atividades, operando em mercado aberto a outros atores (Banco do Brasil, 2018; Decreto n. 89.396, 1984; Decreto-Lei n. 2.464, 1988; Eletrobras, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018; Lei n. 2.004, 1953; Lei n. 9.478, 1997; Lei n. 3.890-A, 1961; Petrobrás, 2018);
23. Execução de políticas sociais: variável que avalia a utilização da empresa pelo Governo Federal para a implementação de políticas sociais. BB, Petrobrás, Eletrobras e CBTU manifestaram papéis sociais diretamente associados em maior ou menor grau à sua área de atuação. Na INB não havia indícios de ligação com a implementação de políticas sociais do Governo Federal (Banco do Brasil, 2018; Decreto n. 89.396, 1984; Decreto-Lei n. 2.464, 1988; Eletrobras, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018; Lei n. 2.004, 1953; Lei n. 9.478, 1997; Lei n. 3.890-A, 1961; Petrobrás, 2018);
24. Potencial interesse rentista do Tesouro Nacional: variável que avalia se as organizações pesquisadas apresentam potencial de interesse de auferição de lucros pelo Tesouro Nacional. BB, Petrobras e Eletrobras foram consideradas, pelo seu porte e capacidade de geração de lucros, como apresentando esta característica. CBTU e INB, por ter um porte comparativamente menor e receberem subvenções do TN, foram consideradas como não manifestando esta característica (Banco do Brasil, 2018; Eletrobras, 2018; Petrobrás, 2018; CBTU, 2018; INB, 2018);

25. Loteamento de cargos políticos: variável que indica se, dentro da pesquisa realizada e com os dados colhidos de entrevistas e reportagens da mídia especializada, havia menção de indicações políticas pouco-objetivas na esfera de atuação da empresa. Neste quesito, observou-se que em todas as empresas havia nomeações de cunho político para ocupar cargos administrativos e estratégicos na organização (Valor Econômico 2018b; 2018e; 2017a; 2017e; 2017g; 2016d; 2016e; 2016f; 2016g; 2015e; 2015g; 2015h; 2015i; 2014e; 2013b; 2013c; 2012c; 2011a).

Apresenta-se, a seguir, a Tabela 14, que resume a caracterização das SEMs estudados em termos de Governança corporativa, estrutura social, estrutura de capital, perspectiva financeira e os interesses do Governo na empresa.

	BB	PETROBRÁS	ELETOBRÁS	CBTU	INB
Governança					
Nota IG-SEST	10	10	8,08	1,74	?
Nota Transparência Internacional	5,6	5,6	5	n/d	n/d
Destaque Governança Estatais B3	50/60	56/60	50/60	n/d	n/d
Estrutura Social					
Tipo Societário	SA	SA	SA	SA	SA
Capital Aberto	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO
Ações do Governo Federal (ON)	54%	50,26%	51,00%	99,999%	99,9983%
Ações de outras inst.s Públicas (ON)	> 9,26%	15,77%	24,19%	0,0%	0,0%
Ações privados, tesouraria etc. (ON)	~ 30%	33,98%	24,81%	0,0%	0,0%
Fundação	1808	1953	1961	1984	1988
Decreto/Lei de constituição	Alvará Imperial	Leis 2.004; 9.478	Lei 3.890-A	Decreto 89.396	Decreto-Lei 2.464
Empregados próprios	100622	68829	24539	4273	1361
Razão de Origem	Operação de fomento e financiamento público, Banco Central, Moeda	Exploração estratégica de recurso natural e desenvolvimento	Exploração estratégica de recurso natural e desenvolvimento	Substitui a RFFSA, desenvolvimento logístico	Substitui Nuclebrás, exploração estratégica de recurso natural
Mercado					
Negociação Bovespa	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO
Ações em Mercados Internacionais	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO
Monopólio/Oligopólio (4)	NÃO	SIM	SIM	SIM	SIM
Economia/Finanças - Exercício 2016 - R\$ mil					
Ativos Totais	R\$ 804.240.873	R\$ 804.945.000	R\$ 170.499.429	R\$ 4.596.319	R\$ 1.136.254
Patrimônio Líquido	R\$ 87.193.752	R\$ 252.743.000	R\$ 44.064.927	R\$ (386.861)	R\$ 390.124
Lucros/Prejuízos Acumulados	R\$ 27.646.569	R\$ 77.800.000	R\$ 3.018.682	R\$ (5.797.389)	R\$ (9.111)
Resultado	R\$ 8.033.556	R\$ (13.045.000)	R\$ 3.513.276	R\$ (435.373)	R\$ (5.316)
Subvenções TN	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 851.117	R\$ 292.927
RSPL (Return on Equity - ROE)(1)	7,50%	-5,16%	7,97%	-112,54%	-1,36%
LAJIDA (EBITDA) (2)	R\$ 12.824.291	R\$ 17.111.000	R\$ 17.953.406	R\$ (110.111)	R\$ (29.731)
ROA (Return on Assets)	0,999%	-1,621%	2,061%	-9,472%	-0,468%
Interesse do Governo					
Exploração de recursos estratégicos	NÃO	SIM	SIM	NÃO	SIM
Exclusividade Pública Legal	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	SIM
Execução de políticas sociais	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO
Potencial de interesse rentista ao TN	SIM	SIM	SIM	NÃO	NÃO
Loteamento de cargos políticos	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

(1) - RSPL: considerando-se o divulgado, quando existente, por conter ajustes e anulações contábeis, ou calculado quando não divulgado

(2) - LAJIDA: utilizada a conta da DRE mais próxima do conceito, divulgada pela Empresa

(3) - ROA: calculado - resultado / ativos totais

(4) - Considerado monopólio/oligopólio as situações em que não há concorrente ou fácil substituto na região geográfica de operação

Tabela 14 comparativo das empresas estudadas seguindo alguns parâmetros de interesse. Dados preferencialmente do ano de 2016, quando possível, para comparação. Fonte: B3 (2018); INB (2018); Petrobras (2018); Eletrobras (2018); CBTU (2018); Banco do Brasil (2018); SEST (2018); Sanen e Donegá (2018); dados da pesquisa; elaboração própria.

Uma primeira observação que pode ser derivada desta análise comparativa é que existem dois agrupamentos de empresas dentro do rol pesquisado: um grupo formado por Banco do Brasil, Petrobras e Eletrobras e outro formado por CBTU e INB.

CBTU e INB são empresas de constituição mais recente e de porte consideravelmente menor sob vários aspectos, como número de funcionários, estrutura de capital e abrangência

geográfica de atuação. As duas últimas não foram criadas como novas empresas no conceito amplo do termo, pois receberam ativos e gestão de assuntos de empresas estatais anteriores, do regime militar, a RFFSA e a Eletronuclear, respectivamente (Decreto n. 89.396, 1984; Decreto-Lei n. 2.464, 1988). O Governo é, em termos práticos, o único acionista destas duas Sociedades de Economia Mista, sendo apenas que uma pequena fração residual das ações – menos de um por cento – estão em poder de agentes privados. Ao mesmo tempo, as duas possuem capital fechado, e seus papéis não são negociados livremente em Bolsa de Valores.

As empresas do segundo grupo - Banco do Brasil, Petrobras e Eletrobras - também são Sociedades de Economia Mista, mas estruturalmente maiores, sendo seus respectivos valores de ativos, patrimônio líquido e lucros/prejuízos substancialmente maiores do que os da INB ou CBTU. Aquelas empresas foram criadas também em momentos distintos destas, o Banco do Brasil no período de formação do Estado Brasileiro independente enquanto Petrobras e Eletrobras tem suas origens nas reformas estruturantes do Governo Getúlio Vargas e suas conseqüências (Lafer, 2001; Pereira, 2001). Petrobras e Eletrobras foram criadas para operar segmentos até então não expressivamente explorados por empresas públicas ou privadas (Lei n. 2.004, 1953; Lei n. 9.478, 1997; Lei n. 3.890-A, 1961). Todas as três empresas deste grupo possuem relevância econômica para o Estado, tendo capital aberto e negociado em Bolsa de Valores, tanto nacionalmente como internacionalmente. A Tabela 15 compara os dois grupos.

Agrupamento	Banco do Brasil, Eletrobras e Petrobras	CBTU e INB
Época de Fundação	Independência do Brasil; Pós-Vargas – Estado desenvolvimentista	Pós-regime militar, reconfiguração do Estado Brasileiro
Objetivo e contexto de atuação	Fomento econômico, gestão de recursos estratégicos, desenvolvimento econômico	Reestruturação do Estado e estatais, gestão específica de recursos
Estrutura de Capital	Sociedades Anônimas, capital aberto, ações negociadas em Bolsas de Valores nacional e internacionais	Sociedades Anônimas, capital fechado
Participação direta do Governo no capital	Majoritário, mas com expressiva participação de capital privado	Majoritário absoluto, com quase nenhuma participação privada no capital
Rentabilidade, desempenho econômico	Lucros substanciais, sujeitas também a prejuízos, mas com histórico de relativo bom desempenho econômico	Operação subsidiada pelo Tesouro Nacional, sendo que os prejuízos operacionais são frequentes
Porte	Grandes empresas	Empresas médias

Tabela 15: comparativo das empresas estudadas seguindo alguns parâmetros de interesse. Dados preferencialmente do ano de 2016, quando possível, para comparação. Fonte: B3 (2018); INB (2018); Petrobras (2018); Eletrobras (2018); CBTU (2018); Banco do Brasil (2018); SEST (2018); Sanen e Donegá (2018); dados da pesquisa; elaboração própria.

A configuração das SEM neste estudo permite observar que há considerável variedade de arranjos organizacionais, produzidos ao longo da existência das empresas e que esta categoria de organização é relativamente abrangente, permitindo companhias que possivelmente, além da forma, também tenham funções e objetivos distintos. O fato de poder agrupar estas organizações em dois segmentos que se mostraram distintos e que exibem características distintivas entre si evidencia que o Governo poderia ter interesses significativamente distintos na criação e manutenção das respectivas SEM. Os interesses públicos e privados nas Sociedades de Economia Mista no Brasil

Como apresentado nos objetivos específicos da pesquisa, um estudo que lide com conflitos de interesses de *stakeholders* proprietários público e privado demandaria, presumivelmente, a exploração prévia de quais seriam estes interesses nas organizações. A pesquisa presente, através de suas fontes documental, de entrevistas e de reportagens da mídia especializada, coletou uma série de evidências que trariam o conhecimento de quais seriam estes interesses nos casos observados. Não se propõe aqui a apresentação de lista exaustiva dos interesses possíveis, tampouco ordená-los por algum critério de relevância ou precedência, mas apenas a discussão do que motivaria os *stakeholders* público e privados a se unirem em torno de um

empreendimento comum nas Sociedades de Economia Mista no Brasil, baseado nos dados da pesquisa realizada.

A seguir se apresentam os resultados obtidos da análise dos casos específicos focalizados na pesquisa.

4.1.1. Interesses públicos

Algumas fontes foram trazidas no intuito de evidenciar, dentro de um apanhado geral da pesquisa, quais seriam os interesses que o Governo, como acionista controlador das SEM, teria nestas empresas. As próximas declarações não visam esgotar a possibilidade de discussão deste assunto, todavia mostram, com variedade de fontes, o que diversos atores percebem, pela sua experiência, dos *stakes* do Governo nas SEM.

Conforme explica o Entrevistado 3, um dos interesses do Governo com as Sociedades de Economia Mista seria facilitar a promoção de políticas aplicadas à área de atuação das empresas. Fica explícito na fala deste entrevistado que haveria um custo maior de colocação da estratégia no ambiente social à que se destina, no caso o mercado financeiro, do que utilizando uma Sociedade de Economia Mista. Isto poderia advir tanto de uma redução da remuneração destas organizações em comparação com as organizações privadas como de uma *expertise* maior das SEM (Entrevistado 4) em atuação no setor público, e de seus créditos de legitimidade junto aos *stakeholders* do contexto, uma vez que a pesquisa mostrou haver evidências de considerarem-se as empresas públicas mais próximas do interesse popular do que as empresas privadas.

e... preciso fazer coisas que de repente a banca privada não quer fazer!" né? OU porque não é tão rentável, OU porque não é o metiê deles, né? (Entrevistado 4).

[ENTREVISTADOR] o Governo poderia buscar os interesses com outro tipo de empresa, a não ser essa? [ENTREVISTADO] poderia, mas com mais dificuldade. Se tivesse que usar os privados, seria mais difícil. O mercado, por si só, precisa de mais controle. Por si só o mercado... O privado sempre vai procurar resultado, ativos. Teria instrumentos sim, mas com mais dificuldade (Entrevistado 3).

Então, assim: o... o... o... o que eu falo muito com meu pessoal é o seguinte: o nosso objetivo é resultado, é lucro, né? [ENTREVISTADOR] huhum [ENTREVISTADO] mas, o... o objetivo do nosso cliente, não necessariamente é gastar menos! o objetivo do nosso... do nosso... quer dizer, o objetivo do nosso cliente não é lucro! ele tem um objetivo de gastar menos,

mas ele tem um objetivo forte de IMPLANTAR a política pública! E ele sabe que existe um GASTO na implantação da política pública! isso já tá... qualquer... qualquer... gestor público... responsável SABE que isso existe! (Entrevistado 6)

A ideia dos entrevistados 3 e 6 é corroborada pelo Entrevistado 2, do Banco do Brasil, que afirma que o Governo dá preferência aos bancos públicos quando deseja implantar uma política na área de atuação destas empresas:

quan... quando ele pensar em alguma política[...] por isso eu to... estamos falando, quando ele pensar em alguma política, alguma política de CRÉDITO... alguma política de Micro e Pequenas Empresas... isso aí a... v... a... a...gente vê com os olhos nisso... primeira coisa que ele chama é quem? os Bancos públicos né? [ENTREVISTADOR] sim. [ENTREVISTADO] não é verdade? [ENTREVISTADOR] claro! [ENTREVISTADO] chama Caixa Econômica, chama Banco do Brasil, chama... então quer dizer: eu acho que é ingenuidade de qualquer investidor no BANCO[...] de qualquer acionista de achar que... "não! aqui é... 100% ..." [ENTREVISTADOR] mercado. [ENTREVISTADO] mercado. [...] eu tenho a minha opinião! acho que iss... bem... Porque se fosse assim... pode... privatiza! não tem necessidade de... [ENTREVISTADOR] não existe necessidade. [ENTREVISTADO] eu acho que não tem... né? (Entrevistado 2)

Uma outra explicação possível para a utilização de SEM ao invés de empresas privadas, quando possível, seria o incentivo do Controlador às suas empresas como forma de proporcionar oportunidades de negócios para estas empresas em detrimento de empresas privadas. De acordo com as falas dos Entrevistados 2 e 3, haveria uma expectativa da própria Sociedade de que o Governo dê preferência às empresas públicas em contratações do próprio, quando possível. O Entrevistado 11 acrescenta que, além de uma ferramenta para implementação de políticas públicas, o BB teria um papel de coordenação de certas atividades do mercado. Embora a Empresa tenha deixado, há décadas, de atuar como Banco Central e caixa do Governo, ainda haveria algumas ações estruturantes que seriam cabíveis por regulamentação a esta instituição, a qual deteria, conforme declarado, experiência e reconhecimento dos demais atores no desempenho destes papéis. Com base em informações de várias entrevistas e reportagens, além dos documentos divulgados na forma de relatórios pelas empresas, algumas atividades estratégicas e sensíveis ao Governo, como distribuição de numerário, por exemplo, poderiam ser propositalmente relegadas às SEM por questões de segurança e mitigação de conflitos de interesses, além da possível redução de custos. Esse quadro pareceu especialmente relevante nas entrevistas concedidas pelos funcionários da Petrobras, haja vista terem considerado a cadeia do combustível um assunto estratégico e sensível para o País.

[...] hoje ele... tem papel muito importante na distribuição do... da moeda... então nós ainda temos esse papel... é... ele é preponderante no agronegócio, porque o agronegócio é um braço muito relevante da política pública... então é algo bastante expressivo... e eu entendo que... o Governo ainda o tem porque é muito estratégico para o Governo. Assim, eu acho que a partir do momento que ele deixar de ser, perde completamente o sentido! né? ele ainda é um instrumento necessário para o Governo, seja nas suas políticas públicas, porque a Caixa teria dificuldade de assumi-las na totalidade. Aí acaba compartilhando com o Banco do Brasil esse papel. Então fica muito claro isso no agronegócio... nessa questão do... da moeda ainda é... muito conosco... a questão do SPB, da compensação nós ainda temos um papel muito expressivo... então nós ainda temos uma série de aspectos dentro do sistema que são coordenadas pelo Banco do Brasil. Então ainda tem todo o sentido o Governo mantê-lo porque ele é relevante para o Governo (Entrevistado 11).

Além destes papéis orientados à atuação estratégica das SEM, ainda ficaria relativamente explícito que o Governo tem interesses econômicos nestas empresas. Empresas com potencial de geração de valor sustentado poderiam ser interessantes como fontes de financiamento para o Tesouro Nacional, algo que pode ser importante em uma configuração onde a carga tributária já seja considerada elevada e aumentos de impostos para reforço de caixa público pode ter efeitos políticos e eleitorais consideravelmente deletérios. Esta ideia é apoiada, por exemplo, pelo Entrevistado 10:

Então se você olhar assim... Olha o bloco Governo *versus* os privados, o retorno é alinhado. O próprio Governo também deseja que retorne o capital em um nível condizente. O Governo não aceitaria, provavelmente, um retorno abaixo de taxa Selic. Hoje nós estaríamos falando em um retorno de 4% ao ano. O governo não aceita um negócio desse. Por isso que existe um esforço de os retornos estarem acima de 10 ou mais... É assim que funciona (Entrevistado 10).

Assim, o Governo atuaria, nesta situação, em regime próximo do comportamento privado nas SEM. Ou seja, em termos, a produção de resultado pode ser um dos interesses públicos, apesar de possivelmente não ser o tema mais associado ao conceito de *publico* comumente encontrado. Ainda um papel potencialmente pouco explorado de empresas públicas poderia seguir a sugestão do Entrevistado 6:

por que que ... por que ter um ...? por que ter um banco?" porque... eu consigo ter uma janela... por... por dois motivos: primeiro, eu ter uma janela pra... poder [PAUSA] é... fazer uma intervenção no mundo, e Banco é um intermediário importante no... no... no mercado... no mundo como um todo, né? [...] e a outra coisa, é a possibilidade de você... é a possibilidade de você... também ter uma janela pra lá... quer dizer: você tem um banco SEU, que pode te dar informações de como o mercado tá funcionando! (Entrevistado 6)

Conforme explorado pelo Entrevistado 6, empresas atuando ligadas em profundidade a um dado segmento econômico e social serviriam, portanto, como um aferidor do contexto, melhorando o fluxo de informações para o Governo e possibilitando atuação mais assertiva deste no ambiente no qual a SEM está inserida.

Por fim, o Entrevistado 13 destaca o papel de fomento que organizações nas condições das SEM e de autarquias podem possuir para um dado segmento econômico:

Por exemplo, no Banco do Brasil, quando se usa a carteira agrícola, é um instrumento para o desenvolvimento do agronegócio, saudável, correto, e o Brasil se transformou! teve uma lógica de criar uma Embrapa, [...] e depois da carteira agrícola, que naquela época, para o Banco do Brasil financiar era 50 sacos de milho por... por hectare. Hoje o Brasil produz 180! Olha como é que nós mudamos! Mas aí criou-se a Embrapa... então, houve uma política correta de interferência direta no Mercado, a criação da Embrapa, com o Banco do Brasil que já fazia... ESSA junção foi positiva para o Brasil. Se não tivesse isso, não seria bom! [...] então é um instrumento de uma política EFICAZ e positiva! (Entrevistado 13).

Outro fator que foi levantado como sendo de interesse do Governo, mas de forma mais heterodoxa, é o uso das companhias públicas – e não apenas SEM, mas nete trabalho o foco será nestas – de forma ilícita e/ou antiética para a mobilização de recursos com fins de angariação de poder político e eleitoral e enriquecimento pessoal. A seguir, são dadas algumas evidências dos dados levantados na pesquisa, sem a intenção de esgotamento ou de completude de abrangência do tema, mesmo no rol de informações coletadas para este trabalho:

As pessoas são peça-chave para esse processo, onde a corrupção ocorreria em decisões de alto-nível, sem chegar a descer para o nível técnico, e o objetivo maior seria beneficiar partidos políticos e suas campanhas políticas. O esquema de corrupção não se deu apenas na Petrobrás. A ingerência afetava até mesmo os fundos de pensão, sendo que todos os setores sofriam com atos ilícitos e antiéticos, inclusive a área de infraestrutura, como rodovias e ferrovias. Questiona-se: por que partidos querem indicar ministros? [...] os mesmos desejam trabalhar para seus padrinhos, algo que é presente na cultura brasileira e muito comum na sociedade e, na sua opinião, o País demandará muito tempo para entender essa realidade, o conceito de bem público, a cultura da classe política, sistema de governo, que hoje entrega empresas e ministérios, e diretorias de empresas, a partidos políticos. Esta seria a razão desta influência em empresas públicas e privadas como BNDES, Caixa Econômica Federal e JBS. Diante da indagação sobre as motivações dos indivíduos em aceitarem a corrupção, o Entrevistado responde que é o poder, se perpetuar no poder (Notas da entrevista do Entrevistado 21 [não gravado em áudio]).

esses... os.. os... os administradores das estatais, via de regra, são indicados pelos partidos políticos, e acabam se transformando menos em executivos e mais em braços dos próprios partidos políticos. [ENTREVISTADOR] e isso

se estenderia também às Sociedades de Economia Mista, também? [ENTREVISTADO] principalmente! Isso é muito forte. Muito forte. Muito forte. Pra você assinar um contrato com... numa estatal, [PAUSA] quem assina o contrato é obrigado a dar uma partilhazinha ali para o Diretor de Gestão do Contrato pra poder... é... ir à parte... r... é... levar para o partido. É pra isso que o partido indica! Não é pra fazer o MELHOR trabalho numa estatal, pra falar... e apresentar à sociedade! você já viu algum partido político dentro da sua cessão, GRÁTIS, que ele recebe paga pela sociedade, eu NUNCA VI, nenhuma quinta-feira de inserção de um partido político falar: "olha eu estou na estatal tal, que está bem administrada, está com o resultado tal... GRAÇAS ao meu partido". Não existe isso! não existe! absolutamente! o que existem são braços externos pra atender ao interesse do Partido, e não de tornar aquela estatal eficiente. Esse é um problema sério de ausência de controle. [ENTREVISTADOR] E quais seriam os... e quais seriam os interesses do partido na... na... na sua visão, é... dentro dessas estatais, o que que eles buscam ali? [ENTREVISTADO] DINHEIRO! [PAUSA] poder e dinheiro (Entrevistado 13).

Entendeu-se como necessário oferecer também uma visão complementar da presença de figuras de poder indicadas por partidos políticos nas SEM, não em direta oposição ao declarado pelo Entrevistado 13. Os textos a seguir visam demonstrar a ampliação do escopo dos interesses destas indicações políticas nas empresas, embora sejam estas percebidas negativamente pelos *stakeholders* privados, bem como uma possível dissuasão da influência destes atores através de mecanismos de proteção angariados do contexto organizacional na forma de componentes institucionais legitimados, como governança e controles internos:

Aí, aquele povo ali, a gente olha e: “por que o governo acaba ocupando duas vagas ou três vagas [na administração das SEM], às vezes, por quê?” Ali não tem jeito, eu vejo como se fosse assim... É a pressão dos partidos aliados da base do governo querendo ocupar um espaço [...] e por isso que [...] acaba dizendo assim: “realmente vou ter que ceder um pouquinho, porque não tem como blindar tudo”. E aí eles vêm, mas... E aí por que eles querem também? Eu acho que eles querem muito para ver se conseguem influenciar em alguma coisa [...] que venha a influenciar a lógica do partido, parecer que está fazendo alguma coisa pelo Estado ou Município deles lá, alguma coisa. Eu acho que é isso, mas a gente percebe que isso não consegue muita força aqui dentro. Por que não consegue? Porque é blindado, pelos comitês, pelos modelos de governança. Por isso que o modelo de governança é muito importante, porque ele blinda. Se não fosse o modelo de governança, as políticas aprovadas no Conselho de Administração... Aí ficava mais fragilizado (Entrevistado 10).

A mídia especializada, conforme evidencia Maia (2015, outubro 15), tem retratado o que seriam deturpações do uso das SEM e outras empresas para fins ilegítimos conforme operações conduzidas pelo Poder Judiciário e Polícia Federal, como a Operação Lava-Jato, dentre outras. A citação reforça a ideia de que os mecanismos de governança e a adesão das SEM aos programas de institucionalização destas práticas de controle seriam uma ferramenta de combate

às práticas ilícitas e uma forma de angariação ou recuperação de legitimidade do contexto organizacional:

Segundo a Bolsa, o programa [Destaque em Governança das Estatais] foi criado para contribuir com a "restauração da relação de confiança" entre investidores e companhias estatais. Essa relação ficou estremecida pelo cenário conturbado relacionado à Operação Lava-Jato, que investiga o esquema de cartel, corrupção e pagamento de propinas envolvendo empreiteiras, políticos e funcionários da Petrobras, e aos questionamentos sobre o respeito ao interesse público por parte das companhias. (Maia, 2015, outubro 15)

As empresas públicas, portanto, notadamente as SEM, podem apresentar papéis diversos para o Governo, que vão além da produção do bem público e do bem-estar social. As SEM podem desempenhar papéis de fomento, de coleta de informações, de ações estruturantes no contexto econômico e social e de desempenho de atividades estratégicas. Fora do campo normativo, as SEM *poderiam* ser usadas para manipulação de recursos com fins alheios ao interesse social, sendo direcionadas para os interesses próprios do Governo empoderado em dado momento, segundo observação de Waterman e Meier (1998). Estes autores afirmam que no setor público nem sempre pode ser assumido que o principal em uma relação principal-agente, seja o Governo, pois este poderia ter interesses próprios que conflitariam com os interesses dos cidadãos.

4.1.2. Interesses privados

Os interesses dos acionistas privados, ou *stakeholders* proprietários privados nas SEM, podem iniciar-se com a já esperada busca de renda, ou *rent seeking*:

a questão do acionista assim ela é muito reflexo do mercado acionário. O acionista ele trabalha muito em cima da expectativa de ganho e do preço de negociação e da oportunidade. Assim, é a ganância por lucro! então, se ele enxerga ali, um preço que lhe permite ganhar, assim, isso aí é... é... muito reconhecido (Entrevistado 11).

Mesmo com interferência política, o acionista privado lucra muito (Entrevistado 21)

No entanto, o interesse de busca de renda nas SEM pode assumir contornos possivelmente diferentes do encontrado na relação dos acionistas com as empresas regulares privadas no mercado:

Além disso existem assim, aqueles outros investidores, que aí é uma cultura um pouco diferente do... do especulativo, que aí é uma cultura mais perene de

rendimento futuro [...]eu acho que assim, enxerga-se aqui uma fonte de resultado de longo prazo. Uma capacidade de geração de resultado de longo prazo. É algo que você pode confiar no seu comportamento, ou no comportamento da Instituição no horizonte de cinco, dez, vinte anos. Então é algo assim, pra quem espera um resultado é... a um risco menor (Entrevistado 11).

[ENTREVISTADOR] O que tem na cabeça do privado quando ele entra para participar junto? [ENTREVISTADO] Veja, você tem que fazer essa leitura, essa percepção, dentro de uma perspectiva mais de longo de prazo (Entrevistado 24).

É um mercado que sempre vai ter novos negócios, sempre vai ter novos consumidores, ou seja, então eu acho que ele acredita no longo prazo (Entrevistado 12).

O acionista privado, de acordo com o asseverado pelo Entrevistado 11, poderia estar buscando investimentos com certo grau de rentabilidade, desejavelmente maior do que a taxa básica de juros da economia, mas com risco reduzido em relação aos privados. Nas entrevistas, em alguns momentos, foi possível perceber que os atores envolvidos manifestaram a crença no mito de que *o Governo não deixa quebrar uma empresa pública. Poderia esta até mesmo apresentar mau desempenho, mas não quebraria* – no sentido de ir à falência.

[ENTREVISTADO] [...] numa empresa como essa que é estratégica, ela não morre ela é... ela só... [ENTREVISTADOR] que é o que aconteceu com bancos americanos, né? (Entrevistado 12).

[...] mas eu acho que na verdade, em linhas gerais, a questão de governo sempre passa mais segurança. Você ter uma empresa de governo, teoricamente é uma empresa que não vai quebrar (Entrevistado 25).

[ENTREVISTADO] e os minoritários foram protegidos? por que que os minoritários não saem da Eletrobrás? [...] porque no Estatuto da Eletrobrás está ASSEGURADO uma rentabilidade mínima anual [...] tá certo? está assegurado! NÃO É resultado da ação! é como se fosse na prática, uma debênture, e não uma ação! [ENTREVISTADOR] é como se fosse um título então?! [ENTREVISTADO] como se fosse um título, uma debênture! caso contrário todos já estariam fora há muito tempo! (Entrevistado 13).

Isto denotaria uma relação de suporte do Governo aos acionistas privados como uma espécie de moeda de troca, em que o Governo esperaria destes capital, conhecimento e legitimidade para a exploração de atividades econômicas. Em troca, os acionistas privados teriam um contrato não-verbal, subliminar, na forma de uma possível expectativa, de que a empresa em que estão investindo possa mesmo enfrentar intempéries, mas não seria levada à extinção justamente por ser controlada e de propriedade do Governo.

Além destes fatores, o acionista privado ainda esperaria auferir uma compensação maior pela participação no capital de SEM em relação a empresas privadas. Conforme afirmou o Entrevistado 10, uma SEM possuiria risco maior pela possibilidade sempre presente de interferência governamental na mesma, possivelmente com o viés de alocação sub-ótima de recursos com conseqüente penalização da rentabilidade para os acionistas. Assim:

[...] se fosse um racional econômico financeiro, qual seria o racional? Ao investir uma ação no Banco do Brasil, ao invés de investir no Itaú, o Banco do Brasil teria que ter um prêmio de risco maior, porque eu tenho o risco da influência de governo nele (Entrevistado 10).

Esta ideia é corroborada com o que tratam Adachi, Mandi e Torres (2017, outubro 18), ao avaliarem que a OPA da BR Distribuidora poderia não produzir ações com muito desconto no lançamento. Isto se daria justamente porque a empresa em abertura de capital estaria adotando política de gestão com certa blindagem às influências do Governo e, portanto, sendo mais eficiente, diminuindo o seu risco e aumentando, portanto, o seu preço:

Para um investidor institucional, pelo menos à primeira vista, um conselho com 50% de integrantes independentes chega a aproximar-se, de certa forma, de um compartilhamento de controle, já que as principais decisões são feitas via conselho. Por isso não é impossível que a BR chegue a mercado com pouco ou até nenhum desconto (Adachi, Mandi & Torres, 2017, outubro 18).

Esse prêmio de risco mencionado pelo Entrevistado 10 seria, de acordo com a pesquisa, uma remuneração maior das ações na forma de dividendos mais altos do que os usualmente pagos pelo Mercado aos acionistas de empresas totalmente privadas ou então um desconto no preço de compra dos papéis das SEM. Em outras palavras, conforme avaliado por Adachi, Mandi e Torres (2017, outubro 18), as ações das SEM seriam desvalorizadas no Mercado, frente às empresas privadas, pelo maior risco de rentabilidade inferior, considerando-se como parâmetro, por exemplo, o preço das ações em circulação comparado com a avaliação fundamentalista do patrimônio das SEM.

eu lembro que ele [um dos acionistas privados do BB] uma vez deu uma palestra pra gente ali, ele falou assim: "eu amo o Banco porque o Banco é o maior pagador de dividendo que tem!" então... ele compra as ações, sabendo que o Banco tem suas características, que o preço vai subir, mas é um bom pagador de... de dividendos. Isso quando a gente pagava 40%, tá? quando a gente tinha um payout de 40. Hoje é 25% (Entrevistado 4).

[ENTREVISTADOR] Por que o acionista investe na Petrobrás?
[ENTREVISTADO] por questão de ativos, gestão, avaliação das ações em patamar abaixo do patrimônio. Empresa bem administrada, bom negócio, com perspectivas de crescimento, dividendos, valor patrimonial (Entrevistado 21).

Ainda outra perspectiva de ganho para o acionista privado seria justamente uma possível eficiência reduzida das SEM em relação às empresas privadas, o que abriria margem para, em um futuro de prazo indeterminado, aumento de ganhos com o que se esperaria ser aumento contínuo de eficiência das empresas:

[...] é como se fosse uma crença que o Banco do Brasil tem de se valorizar mais no médio ou longo prazo do que o Itaú teria, porque o Itaú já está tão redondinho, enquadrado, que o preço da ação dele já está supervalorizada, já está ali, está andando de lado, está tudo andando de lado. A lógica de negócio deles é se manter naquele patamar de rentabilidade. Você vem para o Banco do Brasil, de repente enxerga que tem potencial de crescimento, que vai melhorar, então a ação poderia se valorizar mais (Entrevistado 10).

Ainda um outro possível interesse privado apontado pelos entrevistados seria o de investir em uma empresa que teria maior foco social e, supostamente, maior alinhamento dos interesses do público em termos de responsabilidade socioambiental corporativa.

O segundo que... que eu acredito que possa ser um diferencial, é as características do Banco... tem gente, pessoa física - não to falando do investidor mais qualificado, né? - que gosta do Banco do Brasil, né? pelas características, de ser um Banco Público, né? (Entrevistado 4).

Então, se o governo que esteja no momento seja mais voltado para ações sociais, ambientais, por que não investir em uma empresa que rende e ao mesmo tempo investe em questões sociais e ambientais? (Entrevistado 14).

Em termos, os acionistas privados aceitariam um retorno menor em SEM em relação a empresas privadas, sobretudo quando há concorrentes em patamar similar de operação, em troca de benefícios subjetivos como segurança, perenidade, retornos em longo prazo, alinhamento de valores ligados à responsabilidade socioambiental, mas dentro de dados limites.

Mas eu acho que a grande maioria é uma visão de resultado estável, de longo prazo, sem grandes flutuações e não vai ganhar muito, mas vai sempre ganhar um pouquinho, um negócio legal, até porque o governo tem o poder de fazer diferente caso ele queira (Entrevistado 25).

Em outras palavras: aceitar um lucro um pouco menor que uma entidade privada na mesma situação é uma coisa, afundar a companhia em prejuízos em série é outra (Torres, 2017, julho, 7).

Para uma melhor compreensão dos interesses públicos e privados levantados nesta pesquisa, apresenta-se a Tabela 16, que sumariza estes interesses:

Interesses do acionista Controlador público – Governo	Interesses dos acionistas privados
Acionamento estratégico de recursos não-mobilizáveis pela iniciativa privada	Auferição de renda

Redução de custos de implantação de políticas públicas	Sustentabilidade de retornos financeiros no médio-longo prazos
Redução de custos com controle de políticas públicas	Crença na ideia de que a Empresa não vai falir, por ser de propriedade Governo
Auferição de legitimidade pública ao utilizar empresa pública para a implantação de política pública	Maior valor proporcional de dividendos por ação e/ou dividendos mínimos assegurados
Controle estratégico de recursos e atividades potencialmente danosas em caso de não-performance	Remuneração pelo risco de interferência do Governo
Atividade de fomento e desenvolvimento econômico	Possibilidade de ganho com o aumento da eficiência de empresas consideradas com eficiência sub-ótima no momento da aquisição da ação
Busca de internalização de conhecimentos e tecnologias do mercado	
Auferição de receitas sem aumento de carga tributária	Alinhamento de valores de responsabilidade socioambiental
Obtenção de informações de dado segmento de mercado e/ou sociedade	
Movimentação de recursos com objetivo de angariação de apoio político, financiamento de campanhas eleitorais e enriquecimento ilícito	

Tabela 16: Comparação dos interesses públicos e privados dos acionistas das SEM. Fonte: dados da pesquisa.

De acordo com estes dados, é possível perceber que o Governo pode apresentar uma diversidade de interesses nas SEM, que se estendem da promoção de políticas públicas, presumivelmente visando o bem-estar social. Estes interesses iriam até o reforço do seu caixa pelos lucros gerados, passando por atividades ligadas à escândalos de corrupção como transferência de recursos por vias ilícitas e/ou antiéticas com finalidade, entre outras, de angariamento de apoio político e partidário.

Os *stakeholders* privados, na forma de acionistas, considerados proprietários das SEM nesta pesquisa, teriam interesses também diversos, que iriam além do esperado *rent-seeking* até outros como a busca por segurança para seus investimentos de longo-prazo, a busca de oportunidades de ganhos de eficiência e prêmios por risco de atuação do Governo e descontos por ineficiência presumida das SEM.

Assim, percebe-se que os interesses nas SEM podem variar conforme o contexto no qual as organizações se encontram e conforme a configuração dos atores internos e externos envolvidos com as mesmas. Os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM iriam além da simples pressuposição de que a iniciativa privada está em busca da melhor renda para o capital investido e de que o Governo estaria em busca apenas da promoção do bem-estar social através da implantação de políticas públicas.

4.2. Caracterização dos casos estudados

Para melhor compreensão dos 10 casos selecionados, faz-se necessária a caracterização de cada um de acordo com as variáveis da análise *csQCA*. Salienta-se que importantes informações contextuais atribuíveis aos respectivos casos podem ser encontradas na descrição das empresas pesquisadas apresentada no Capítulo 3 - METODOLOGIA.

4.2.1. Financiamento estudantil – FIES

O FIES se trata de um programa do Governo federal para o financiamento de educação superior de jovens brasileiros de baixa-renda em instituições de educação privada do País. Ao lado de programas como Prouni e Pronatec, o FIES seria uma importante ferramenta para prover educação superior e qualificar a mão de obra da força de trabalho nacional. De acordo com pesquisa de mercado sob encomenda da Associação Brasileira das Mantenedoras de Ensino Superior – ABMEC, cerca de metade dos jovens entrevistados não tem condições financeiras de arcar com os custos da educação (Koike, 2016, julho 21). Para tornar-se elegível a pleitear recursos do FIES, é necessário que o candidato tenha uma nota de, no mínimo, 450 pontos no Exame Nacional do Ensino Médio – Enem, o que é considerado por alguns críticos como uma limitação para a aplicação do programa, mas que contou com aprovação de mais de 60% dos alunos entrevistados na pesquisa de mercado realizada (Koike, 2016, julho 21).

Há críticas das instituições de ensino superior frente aos encargos financeiros e securitários que lhes são impostos, como o recente repasse da taxa de administração a essas instituições de 2% do valor financiado cobrado pelos bancos operadores do crédito, entre eles o Banco do Brasil. Anteriormente este valor era arcado pelo Tesouro Nacional, e as instituições reportam, através da ABMEC, que outros custos impactam negativamente seu resultado devido ao fato de que as margens deste setor seriam, alegadamente, mais baixas do que os descontos impostos ao valor do repasse. Os riscos de inadimplência do FIES são absorvidos por um fundo garantidor, que transfere 10% da inadimplência para as instituições de ensino superior e absorve os 90% restantes. O custo de financiamento deste fundo é atribuído às instituições de ensino (Koike, 2016, julho 21).

Atrasos no repasse do FIES não são incomuns, tanto aos Bancos operadores quanto às instituições de ensino para quitação das mensalidades. O orçamento do Programa depende de

aprovação do congresso, e considerações políticas podem interferir com este processo. Por exemplo, o Governo, apesar de ter cogitado a edição de uma Medida Provisória – MP para acelerar a liberação dos recursos, relutou em adotar este tipo de ação visto que o de o processo de *impeachment* da ex-presidente Dilma Rousseff ter corrido sobre fatos semelhantes (Lima, Murukawa & Koike, 2016).

A edição do FIES atual foi regulamentada pela Lei 13.530 (Lei 13.530, 2017, dezembro 7), sendo que as discussões sobre questões estruturais do programa foram desenvolvidas com mais intensidade a partir de 2016, razão pela qual o corte das reportagens de avaliação do programa foi realizado no início deste ano (Lima, Murukawa & Koike, 2016; Koike, 2016, julho 21). A atribuição dos valores das variáveis utilizadas na *csQCA*, foi feita na base destas recentes discussões dos poderes Legislativo e Executivo nacionais. A Tabela 17 apresenta as considerações e o resultado desta análise.

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	1 (presente)	Conforme descrição das Empresas, o BB é uma organização que tem recebido reconhecimento dos atores privados e das instituições reguladoras e demais <i>stakeholders</i> no que tange à sua governança e ao foco em uma operação rentável.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	1 (presente)	O <i>stakeholder</i> proprietário público, o Governo, de acordo com as reportagens avaliadas, se mostrou saliente no sentido de estar, pressionando as instituições financeiras federais pela implementação da política pública.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	0 (ausente)	Não foi reportada manifestação significativa de <i>stakeholders</i> privados sobre o assunto em questão em termos da operacionalização da estratégia pelo Banco do Brasil. As críticas observadas foram direcionadas ao programa em si e não à participação do Banco na sua operacionalização. Mesmo as reclamações de cobrança da comissão bancária não pareceram se direcionar aos bancos, mas à nova política do Governo em si.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	1 (presente)	De acordo com o material documental e as reportagens consultados, além das fontes ouvidas nas entrevistas, a operação do programa pelo Banco do Brasil buscou prover rentabilidade aos acionistas, situação evidenciada frente à cobrança de 2% de taxa de operação sobre as liberações de financiamentos e ao repasse do risco de inadimplência ao Governo e às instituições. Como a estratégia é avaliada como uma estratégia social, entendeu-se, de igual forma, que houve esforços para o balanceamento dos interesses públicos e privados neste caso.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	1 (presente)	O fundo é reconhecido pelos entrevistados e mídia especializada como um programa social.
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	1 (presente)	Apesar das críticas, o FIES continua em operação e gera remuneração e rentabilidade aos operadores e intermediários, incluindo o Banco do Brasil. Assim, foi considerado que há pelo menos um mínimo de sucesso na satisfação dos interesses tanto do <i>stakeholder</i> público dos <i>stakeholders</i> privados.

Tabela 17 atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso FIES.

As evidências que embasam a atribuição dos valores que constam na tabela são as seguintes:

Mas o Palácio do Planalto demonstrou temor em encampar a operação e incorrer em ilegalidades similares às que embasaram o impeachment da ex-presidente Dilma Rousseff. O presidente do Congresso Nacional, o senador Renan Calheiros (PMDB-AL) chegou a ir a público defender a MP, mas recuou junto com o governo. Ontem, demonstrou disposição para encerrar a polêmica: marcou sessão para as 11h e anunciou que, se necessário, levaria os trabalhos até a madrugada, mas que o projeto do FIES seria votado impreterivelmente (Lima, Murukawa & Koike, 2016)

De acordo com o texto que descreve o processo de votação da aprovação do projeto do FIES, o Governo Federal, tanto na esfera legislativa quanto no poder Executivo demonstrava muito interesse na aprovação do orçamento para o programa. Mesmo considerando as disposições e críticas que existiam, este relato dá evidência de que o Governo se mostrou um *stakeholder* saliente sobretudo no quesito urgência, haja vista que as legitimidade e poder são características comumente associadas ao poder público (Mitchell, Agle & Wood, 1997).

Como consta na tabela Tabela 17 acima, não foram observadas manifestações a favor ou contrárias ao FIES da parte dos *stakeholders* privados. As estratégias de balanceamento, no entanto, foram evidenciadas nas entrevistas realizadas:

O financiamento estudantil no Brasil era muito ruim, naquela época... e aí, chegou-se à conclusão o seguinte: eu preciso colocar mais gente fazendo isso aqui. Vamos mudar o FIES e vamos colocar o Banco do Brasil pra fazer isso aqui. Falamos: "não, ó: legal! só que eu tenho custo! eu tenho preço!" né? e fizemos uma... uma mudança, né? tanto é que agora eles tão querendo tirar do Banco, porque o preço do Banco é mais caro do que o da Caixa, né? (Entrevistado 4).

Como pode-se perceber no texto referente à fala do Entrevistado 4 sobre o processo de negociação do FIES com o Governo federal, houve um esforço de tornar o produto rentável, ao tempo em que a instituição se dispunha a executar a estratégia, desde que fosse adequadamente remunerada pelo serviço. Portanto, considerou-se que a Empresa utilizou a estratégia de balanceamento para executar a estratégia.

Considerados os objetivos do FIES e o interesse do Governo na sua execução, foi classificado como estratégia social:

O orçamento do FIES aprovado para este ano é de R\$ 18,7 bilhões, para atender cerca de 2 milhões de alunos de cursos de graduação presencial. Em

2016, o governo abriu 325 mil novas vagas de financiamento estudantil. (Koike, 2016, agosto 30).

Apesar de o Governo apresentar não raras vezes débitos a saldar com o Banco do Brasil (Koike, 2016, agosto 30), estes valores são ajustados quando há liberação de orçamento. Assim a estratégia foi considerada rentável. Com base nos números divulgados pela mídia especializada no que tange ao atendimento da população de jovens, valor desembolsado e também as tarifas de crédito cobradas pelo Banco do Brasil, considerou-se que no caso do FIES a empresa conseguiu equilibrar, ao menos em termos mínimos, os interesses públicos e privados. Mais textos e depoimentos de entrevistados poderiam ser trazidos para fornecer evidências adicionais corroborativas sobre este caso, mas, por questões de espaço e de não-redundância, optou-se pela exibição de apenas as evidências já mencionadas.

4.2.2. Banco Postal

O Banco Postal (BP) foi adquirido pelo Banco do Brasil através de leilão no qual participaram, além do BB, instituições privadas e a Caixa Econômica Federal. O BP vinha sendo operado por vários anos pelo Banco Bradesco, um dos principais concorrentes do Banco do Brasil. O Bradesco havia constituído uma rede de atendimento baseada na estrutura dos Correios, para oferecer serviços de bancarização à população, sobretudo a de áreas mais afastadas dos grandes centros urbanos. Em 2011, com o fim do prazo regulamentar de exploração da franquia pelo Bradesco, um leilão foi organizado para que a atividade se mantivesse - com o Bradesco, caso fosse este o vencedor, ou com outro banco que adquirisse o direito de explorar o negócio. Ao final de várias rodadas do leilão, restaram apenas Banco do Brasil e Bradesco e o BB venceu com um lance de aproximadamente R\$ 2,3 bilhões. Considerando-se os custos relativos aos desembolsos referentes às demais remunerações, este montante somaria mais de R\$ 3 bilhões ao longo dos 66 meses de contrato (Camarotto & Marques, 2016, julho 25; Isto é Dinheiro, 2011, dezembro 1)

A vitória na licitação teve impacto imediato nas ações do Banco do Brasil. Nos dias seguintes, os papéis em bolsa da empresa caíram mais de 2%. Este percentual foi avaliado pela mídia especializada como resultante da opinião do mercado de capitais de que a empresa havia desembolsado um valor alto demais pelo direito de exploração do Banco Postal, e que poderia enfrentar dificuldades para obter retorno dos valores investidos (Zampieri, 2012, março 21).

Portanto, a parceria do BB com a ECT para criar o Banco Postal (ou dar continuidade à estratégia do Bradesco) representaria um custo menor para atingir a determinação de o BB estar presente em todos os municípios do País (Entrevistado 3).

Por outro lado, conforme informação do Entrevistado 3, internamente a Empresa visava usar a estrutura do BP para ampliar sua capacidade de atender a um custo menor do que se engendrasse um crescimento orgânico na sua rede própria de agências. Em outras palavras, o Banco Postal era uma estrutura já existente e se adequaria bem na estratégia pública de bancarização da população brasileira, especialmente das classes de baixa renda, demanda essa que havia sido realizada pelo Governo Federal ao Banco público.

Ao menos no que tange os dados que foram acessados por esta pesquisa, parece não ter havido interferência direta do Governo Federal na aquisição do Banco Postal pelo Banco do Brasil, em parceria com os Correios. De acordo com informações levantadas, a própria presidente da República, ao saber da vitória do Banco do Brasil no leilão, que foi bastante disputado, teria demonstrado surpresa.

Uma determinação da presidente Dilma Rousseff, porém, para que o BB entrasse com mais força no microcrédito e no financiamento à agricultura familiar foi decisiva. Bendine e sua equipe consideraram que esse era o caminho mais rápido, embora Dilma não tenha se referido especificamente à compra do Banco Postal. Tanto que ela reagiu com surpresa quando, logo após o leilão, recebeu um telefonema do ministro das Comunicações, Paulo Bernardo, anunciando o resultado. ‘Nossa! Ganhou?’, disse Dilma ao ministro. (Isto é Dinheiro, 2011, dezembro 1).

Com o passar do tempo, porém, parece ter havido, de acordo com as fontes consultadas, uma frustração das expectativas iniciais do BB sobre o negócio em questão. As avaliações do mercado financeiro no momento da vitória no certame dos Correios em 2011 parecem ter sido corretas. No decorrer do período, o BB realizou um distrato da parceria formada, com uma nova contratação em outros termos, ainda no período de vigência do primeiro contrato.

A entidade cita ainda o distrato de R\$ 2,3 bilhões do Banco Postal com o Banco do Brasil e a destinação de R\$ 300 milhões em patrocínios nas Olimpíadas e pede uma auditoria na contabilidade da empresa (Verdélío, 2017, abril 26).

Após isto, findo o período previsto para o primeiro contrato, os Correios realizaram um novo leilão, que restou deserto, haja vista o desinteresse dos potenciais concorrentes nos termos propostos originalmente:

Nenhum banco entregou proposta na licitação promovida pelos Correios para selecionar o operador do Banco Postal. A sessão marcada para esta segunda-feira, na qual seriam abertas as propostas, foi cancelada por falta de interessados, informou a estatal (Bitencourt, 2016, novembro 14).

O presidente do Bradesco, Luiz Carlos Trabuco, afirmou que a instituição não tem interesse em participar da licitação dos Correios para explorar o serviço de Banco Postal. “Neste momento, não faz sentido”, disse o executivo, em teleconferência com jornalistas (Pinheiro & Moreira, 2016, novembro 10).

Diante da frustração deste certame, os Correios lançaram nova licitação, agora em termos financeiros consideravelmente inferiores ao anterior, para celebrar novamente um contrato de exploração da rede postal com o Banco do Brasil.

Dentro da alta administração do BB, o desempenho do negócio do Banco Postal gerou algum distresse que envolveu a demissão de um ator de alto-escalão da organização, que teria, supostamente, gravado em áudio uma reunião onde, alegadamente, teria ficado claro que o negócio fora malconduzido:

Bendine demitiu em dezembro um outro vice-presidente, Allan Toledo, até então um nome de sua confiança, por suspeitar de que Toledo tenha gravado uma reunião do Conselho Diretor, na qual se tratou da operação de compra do Banco Postal pelo BB, e repassou o conteúdo para Flores. Publicado na revista "Época", o material indicava que o banco teria conduzido mal o negócio (Safatle & Junqueira, 2012, fevereiro 29).

A questão dos valores envolvidos e dos retornos sustentáveis do negócio chamou a atenção do TCU, que solicitou informações ao BB sobre os planos da Empresa de prosseguir ou cancelar o contrato de parceria com os Correios:

Em ofício encaminhado na semana passada ao presidente do BB, Paulo Caffarelli, o ministro do TCU Raimundo Carreiro deu prazo de 15 dias para o banco apresentar as informações. O órgão quer saber, por exemplo, se há estudos sobre a viabilidade econômica da continuidade ou do encerramento do contrato com os Correios (Camarotto & Marques, 2016, julho 25).

O processo de aquisição do direito de operar o Banco Postal, pelo BB, foi complexo, e não é possível afirmar categoricamente, de acordo com os dados levantados, que a percepção negativa do negócio pelo mercado de capitais foi decorrente de um erro estratégico. No período em que este negócio se desenrolou, houve o agravamento da crise econômica que acometeu o País, com reflexos políticos importantes. No entanto, mesmo no período em que a aquisição do direito de explorar a parceria foi primeiramente efetuada, houve a percepção, por parte do mercado, de que o negócio poderia ter sido realizado de maneira excessivamente arrojada. As tentativas posteriores de permanecer no negócio mostraram números decrescentes

Sendo assim, com a consideração das informações já dispostas nesta seção, constrói-se a Tabela 18 de valores para as variáveis QCA do caso da parceria BB e Correios no Banco Postal:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	1 (presente)	Conforme descrição das Empresas realizada no capítulo 3 - METODOLOGIA, o BB é uma organização que tem sido reconhecido pelos atores privados e instituições reguladoras e demais <i>stakeholders</i> como bem-sucedido em relação à estrutura de sua governança e ao foco em uma operação rentável.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	0 (ausente)	O <i>stakeholder</i> público, dentro das reportagens avaliadas, não se mostrou saliente no caso. Havia uma manifestação explícita do Governo Federal em relação à bancarização das classes menos favorecidas da população, mas esta determinação não teria produzido ordem de negócio com os Correios, ao menos nos dados divulgados pela mídia e pelos entrevistados. Assim, considerou-se que o <i>stakeholder</i> público não se mostrou saliente no caso específico da parceria Banco Postal.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	0 (ausente)	Não foi observada manifestação significativa de <i>stakeholders</i> privados sobre o assunto em questão, quando o foco foi a compra do direito de exploração do Banco Postal pelo Banco do Brasil. A queda das ações foi consequência do preço da compra, considerada alto, mas os <i>stakeholders</i> privados não parecem ter se manifestado relevantemente no período de contratação do negócio.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	1 (presente)	Dentro dos dados levantados, foi possível perceber que o Banco do Brasil realizou distrato, prospecção da possibilidade da criação de uma nova Instituição Financeira para explorar o negócio juntamente com os Correios e, posteriormente, endureceu a negociação com esta Autarquia para conseguir preços melhores para os contratos. Entendeu-se, portanto, que houve esforço manifesto do Banco do Brasil por viabilizar financeiramente a estratégia e, com isto, tornar o negócio favorável aos <i>stakeholders</i> privados, além dos públicos. Os dados obtidos mostram que um número considerável de contas-correntes foram abertas no Banco Postal - BP, atendendo à premissa de estratégia social.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	1 (presente)	Pelos motivos apresentados na variável referente à presença de estratégia de balanceamento, entendeu-se que a estratégia de adquirir o BP tinha caráter eminentemente social, por levar bancarização a um público essencialmente apresentando menor poder aquisitivo e de mais custosa rentabilização, quando comparado às classes A e B.
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	0 (ausente)	Apesar de a estratégia BP ter cumprido, ao menos até certo ponto, o objetivo de levar a operação bancária aos locais mais remotos do País, prospectando clientes e realizando atividades operacionais inerentes, entendeu-se que, haja vista os relatos de desentendimentos na alta-administração envolvendo a pauta, o pedido de informações do TCU no caso, o distrato celebrado e a notória dificuldade em estabelecer um preço consensual pela renovação do contrato que resultou após uma licitação deserta e a queda das ações do BB nos dias subsequentes à vitória no primeiro leilão, em 2011, a estratégia <i>não</i> atendeu aos objetivos dos <i>stakeholders</i> privados. Portanto, não foi considerado como obtendo um mínimo de sucesso no balanceamento dos interesses.

Tabela 18: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso Banco Postal

4.2.3. Crédito agrícola

O crédito agrícola é uma das atividades-destaque do Banco do Brasil. A estratégia consiste em oferecer crédito aos produtores rurais pessoa física e pessoa jurídica no Brasil, tanto na atividade de agricultura quanto na atividade pecuarista. O BB é o principal financiador das linhas de crédito rural no País. Os recursos que fornecem financiamento para a contratação de crédito rural para os clientes do segmento agropecuário do BB provêm, majoritariamente, de depósitos em poupança e da venda de títulos como as Letras de Crédito do Agronegócio – LCA, pela própria instituição. A execução da política de financiamento agrícola do Governo Federal pelo BB faz parte dos valores, aparentemente, mais antigos e mais enraizados da Empresa:

É muito importante ter o BB no crédito agrícola, que é um dos pilares da economia do BB (agronegócio) (Entrevistado 3).

O Plano agrícola é um exemplo bastante claro... a gente tem um histórico bastante longo de... de... apoio e de discussão profícua né? [...] é um negócio praticamente feito aqui no... na nossa Casa, no dia-a-dia... tem o Comércio Exterior... e... e é um Banco extremamente relevante para o País! (Entrevistado 7)

De acordo com Zaia (2017, outubro 13), após um período de dificuldades econômicas que acometeram o País como um todo, incluindo a atividade agrícola e a participação do Banco do Brasil no *Market share* da oferta da modalidade aos clientes rurais, em 2017 houve uma retomada do crescimento e da liderança do Banco do Brasil na modalidade:

Os desembolsos totais de crédito agrícola com base na poupança rural cresceram 42% de julho a setembro deste ano, para R\$ 16,8 bilhões, enquanto os financiamentos baseados nos depósitos à vista recuaram 10%, para R\$ 10,4 bilhões (Zaia, 2017, outubro 13)

O crédito agrícola é uma política de desenvolvimento social que não seria interessante ou sustentável em termos econômico-financeiros não fosse uma espécie de pagamento que é praticada pelo Governo Federal ao Banco do Brasil a qual se chama *equalização*. Por meio desta política, a esfera pública repassa ao BB uma compensação pelos serviços prestados no crédito rural, e para a qual é realizada uma negociação periódica para discussão dos termos. O Banco do Brasil parece negociar ativamente os termos e condições da execução da política, mostrando, de acordo com o que foi levantado na pesquisa, uma atitude proativa em questão de condições mínimas de sustentabilidade econômico-financeira:

É o que acontece no crédito rural, somos o agente público de desembolso do crédito rural no país e a gente faz isso com a taxa subsidiada e obviamente não

remunera o nosso capital adequadamente. Então a gente negocia a cada ano qual tem que ser o subsídio ou complemento oriundo do governo, que vem via equalização pra poder atingir o mínimo de rentabilidade esperada pelo acionista (Entrevistado 26).

Esta negociação é acompanhada com proximidade pelo Governo, e os resultados são examinados e controlados com interesse pelo poder Executivo, conforme pode-se perceber no seguinte trecho:

Dilma deu autonomia para que Levy determine os ajustes necessários na política fiscal, mas não abre mão de controlar de perto as políticas conduzidas pelos bancos públicos, como Minha Casa, Minha Vida, no caso da Caixa, linhas de crédito agrícola e programa de redução de juros (Bom para Todos), no caso do Banco do Brasil, e crédito empresarial no caso do BNDES. (Jubé, 2014, dezembro 2).

A política de crédito rural, ou agrícola, foi alvo das atenções dos *stakeholders* privados nacionais em anos recentes, devido às práticas orçamentárias da União, comandadas pelo poder Executivo, que foram consideradas como tendo objetivo de acobertamento de déficit fiscal com efeitos de dar saída divergente às exigências da legislação de responsabilidade fiscal do País, e que culminariam com um processo de *impeachment* da então presidente da República;

A prática do governo tem sido cobrir os créditos das "pedaladas" fiscais depois que a imprensa os descobre. Fez isso recentemente, ao transformar em positivo o saldo negativo que tinha com a Caixa no fim de junho, devido ao atraso no repasse para pagar benefícios sociais; fez com o crédito agrícola do Banco do Brasil [...] (Leo, 2014, agosto 25).

Apesar das críticas negativas reportadas na mídia sobre a atitude do Governo, sendo o Banco do Brasil considerado uma espécie de *vítima* dos atrasos nos repasses dos recursos referentes ao crédito agrícola e outros, a instituição não teria tido prejuízo com este posicionamento do Governo:

[...] E aí, você acompanhou muito esse rolo de pedaladas, né? [ENTREVISTADOR] SIM! [ENTREVISTADO] ...de subsídio, de tudo mais... né? [ENTREVISTADOR] sim! [ENTREVISTADO] ...o Banco não levou um centavo de prejuízo ali! Porque é o seguinte: é... tudo o que... que tinha ali, óbvio que não tava tendo os pagamentos, por isso que teve toda essa questão, mas todo o valor, entre aspas, devido ou recolhido, ele era corrigido pela Selic! Então era assim: "é... pô, você pegar... o negócio desse corrigido pela Selic... tecnicamente eu não perdi dinheiro!" tá? [ENTREVISTADOR] ok... ok... [ENTREVISTADO] nenhum! o... o meu recurso foi remunerado [...] (Entrevistado 4).

Desta forma, percebe-se que, mesmo com o atraso dos pagamentos, estes recursos estariam sendo remunerados com a taxa básica da Economia, que teria atualizado os valores devidos pelo Governo ao Banco do Brasil.

De acordo com os dados da pesquisa, o papel do Banco do Brasil como o principal agente no financiamento da atividade rural do País se mostrou carregado de simbolismo para os funcionários e, apesar de frequentemente gerar discussões na mídia e mesmo entre as esferas políticas do Governo e administrativas do BB, tem se mostrado atrativo e vantajoso para a Empresa. De acordo com as entrevistas, não apenas o Crédito Rural produz resultados financeiros e sociais importantes para a Empresa, como viabiliza novos negócios ao promover contato desta com um grande número de clientes do segmento agropecuário nacional.

Com estas considerações, procede-se para a elaboração da tabela de valores das variáveis para execução da comparação através do método QCA:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	1 (presente)	Conforme descrição das Empresas, já realizada no capítulo 3 METODOLOGIA, o BB é uma organização que tem recebido reconhecimento dos atores privados e das instituições reguladoras e demais <i>stakeholders</i> no que tange à sua governança e ao foco em uma operação rentável.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	1 (presente)	Os dados evidenciam que o Governo direciona consideráveis esforços para a execução da política de financiamento agrícola, da qual o Banco do Brasil é o principal agente. A declaração do Executivo de que a política deveria ser acompanhada com cuidado fornece um indício claro da saliência do Governo, aqui considerado o <i>stakeholder público</i> em questão, no caso em estudo.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	0 (ausente)	As críticas que o Governo recebeu pela prática que a mídia nomeou de <i>pedaladas</i> – a postergação de pagamentos de equalização às instituições financeiras com fins de melhoramento artificial das contas do Tesouro Nacional com vistas a um superávit fiscal foram direcionadas àquele <i>stakeholder</i> . O BB parece ter sido visto como vítima desta política, e os <i>stakeholders</i> privados não foram percebidos, nos dados da pesquisa, como desferindo críticas diretas à Instituição.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	1 (presente)	Diante da indicação de que o Banco do Brasil realiza anualmente revisão das condições para execução da política agrícola junto ao Governo federal, com vistas à obtenção de remuneração adequada aos objetivos da empresa, que incluiriam também a satisfação dos interesses privados, considerou-se que a Empresa utiliza estratégias de balanceamento neste caso.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	1 (presente)	Em vista das declarações de que a política de crédito agrícola não atenderia a um quesito de máximo retorno possível no capital alocado para execução desta estratégia, e das menções do interesse do Governo na implementação desta política, que tem objetivos claramente direcionados a questões sociais, considera-se que o crédito agrícola se trata de uma estratégia com fins mais sociais do que de eficiência econômica/rentabilidade, embora não despreze esta última perspectiva.

Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	1 (presente)	Mesmo em face das críticas que a política recebeu devido às <i>pedaladas</i> fiscais, o crédito agrícola goza de relativa boa-aceitação por parte dos <i>stakeholders</i> público e privados. Apesar de não ser, provavelmente, a estratégia que poderia trazer mais rentabilidade ao BB, há evidências de que a mesma opera em caráter sustentável do ponto de vista econômico-financeiro, e de que esteja, efetivamente, atendendo às populações a que se destina. Por estas razões, o crédito agrícola é enquadrado nesta pesquisa como obtendo pelo menos um mínimo de sucesso no atendimento dos interesses público e privados.
---	--------------	--

Tabela 19: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso Crédito Agrícola

4.2.4. Controle da tarifa de transporte ferroviário urbano na CBTU

Por ser herdeira de parte das operações da RFFSA, antiga estatal responsável pelo desenvolvimento do transporte ferroviário nacional, a CBTU opera linhas de trens em ambiente urbano no Brasil. Conforme já disposto na análise da empresa, a CBTU segue uma estratégia de descentralização das atividades de transporte ferroviário urbano. Além das cidades onde atualmente atua, já operou em diversas capitais cujas atividades de exploração de transporte ferroviário foram posteriormente entregues aos estados e municípios.

A CBTU nasceu como um braço da extinta Rede Ferroviária Federal (RFFSA), em 1984, e transferiu para Estados e municípios boa parte de sua malha. Os últimos trechos descentralizados, na década passada, foram os de Fortaleza e Salvador (Rittner, 2014, agosto 18).

A companhia de trens urbanos ficou com ativos ferroviários sem nenhuma rentabilidade. Malhas lucrativas foram transferidas para a CPTM, em São Paulo, e para a SuperVia, no Rio de Janeiro. A estatal federal CBTU manteve operações em cidades como Natal, João Pessoa e Maceió - onde a tarifa cobrada é de apenas R\$ 0,50 (Rittner, 2017, fevereiro 13).

Há defasagens de quase 90% nas tarifas praticadas, como é o caso dos trens urbanos de Natal, onde a estatal CBTU mantém o bilhete em R\$ 0,50 desde dezembro de 2002. Se fosse atualizada pela inflação oficial do período, hoje a passagem valeria R\$ 0,93 (Rittner, 2014, março 25).

A CBTU, de todas as empresas analisadas, é a que possui a condição econômico-financeira mais desfavorável, dependendo majoritariamente de subvenções do Tesouro Nacional para a sua operação. De acordo com dados da pesquisa - que neste caso foram colhidos somente de fontes externas à organização, como já detalhado - grande parte da situação econômica desfavorável da Empresa se deve à prática de subsídios nas tarifas de transporte ferroviário, sobretudo em algumas capitais como Natal. Os protestos populares de 2013, que foram

inicialmente motivados, em considerável parte, pela tarifa do transporte público em geral, não colaboraram para que a empresa pudesse recompor o valor de suas tarifas. O preço dos bilhetes vem apresentando desvalorização frente aos índices inflacionários e, mais do que isto, o percentual de gratuidades legais às quais a Empresa é obrigada a arcar chega a mais da metade das tarifas em Recife, e se configura em desvantagem financeira em cidades como Natal, João Pessoa e Maceió.

A tarifa "social" em Natal, João Pessoa e Maceió não tem reajustes há mais de uma década. Em Belo Horizonte, o último aumento ocorreu em 2006. Em Recife, a estatal só embolsa efetivamente 42% do valor cobrado por passageiro, já que boa parte dos usuários goza de gratuidade ou entre no metrô pelo sistema integrado de transportes (Rittner, 2014, agosto 18).

Esta situação tarifária tem levado ao sucateamento da frota de trens urbanos e demais equipamentos e infraestrutura para a operação destes veículos. Soma-se a isto o baixo nível de investimento, manutenção e modernização dos trens, apesar dos aportes periódicos do Tesouro Nacional para compensar a operação deficitária. De acordo com Rittner (2014, agosto 18) as despesas operacionais consomem quase a totalidade destes recursos aportados, conforme destaca o texto a seguir:

O relatório do tribunal de contas identificou que, para gerir todo esse sistema, há uma "crescente dependência de subvenções" do Tesouro. Seus custos - incluindo os administrativos - equivalem a 275% das receitas operacionais. A conta fica absolutamente impossível de fechar [...] Nem mesmo em Recife e em Belo Horizonte, onde o estado de deterioração é menos avançado, a situação pode ser considerada satisfatória. A própria CBTU, segundo o relatório do tribunal, trabalha com um índice máximo de seis passageiros por metro quadrado como referência para garantir "padrão mínimo" de conforto ao usuário. Na capital mineira, são 9,1 passageiros por m² nos horários de pico. Na Linha Centro de Recife, essa relação chega a 11,7 passageiros por m² (Rittner, 2014, agosto 18)

A empresa parece direcionar os investimentos que consegue fazer para capitais como Belo Horizonte cidade em que, presumivelmente, as margens de rentabilidade da CBTU sejam maiores, de acordo com alguns indícios analisados nesta pesquisa. Notícias versaram sobre investimentos realizados no sentido de adquirir novos carros e realizar outras benfeitorias nesta capital e em Recife, que totalizariam quase a totalidade dos passageiros transportados.

A CBTU foi reportada como tendo se dirigido ao Ministério das Cidades, em anos recentes, mais de uma vez, para solicitar autorização para o reajuste das passagens nos serviços que oferece, reajuste esse que não foi permitido pelo Controlador. Possivelmente como forma de contornar limitações legais e as negativas do Governo Federal em resposta aos pedidos da

Empresa de autorização para reajuste da tarifa de transporte ferroviário urbano nas cidades citadas acima, a empresa tem vendido espaços em sua estrutura de transporte para fins publicitários. Esta atividade viria proporcionando à CBTU alguns rendimentos extras, haja vista a impossibilidade da expansão do faturamento por vias de aumento tarifário.

Já existem exemplos de receitas alternativas que auxiliam o financiamento do transporte em algumas cidades. Em São Paulo, 15,4% da receita da Linha Amarela do Metrô, transferida para a iniciativa privada via Parceria Público-Privada (PPP), são provenientes de publicidade. Em Belo Horizonte, o Shopping Estação BH é uma fonte de remuneração para a Companhia Brasileira de Transporte Urbano (CBTU), que concedeu o espaço sobre a Estação Vilarinho durante 30 anos à BR Malls e à Cyrela, por um aluguel mensal de R\$ 250 mil (Zaparolli & Rockmann, 2017, junho 05)

A tarifa social da CBTU pareceu, de acordo com os dados levantados nesta pesquisa, ser uma imposição do Governo Federal sobre a Empresa, que teria pouca ou nenhuma oportunidade de gerir os preços das passagens de trem em algumas cidades resultando em defasagem substancial no valor destas. A empresa parece estar colhendo consequências negativas desta interferência do poder público, quando considerados os seus indicadores econômico-financeiros, avaliados anteriormente neste trabalho, e do tom geral da mídia especializada quando se refere à Organização e suas operações.

Diante destes fatores, foi elaborada a Tabela 20 caracterizando o caso para o estudo comparativo através do método csQCA:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	0 (ausente)	As finanças da empresa e seus documentos contábeis publicados (CBTU, 2016) não permitem conclusão positiva no que tange à internalização de instituições de eficiência da administração. A utilização de subvenções do TN não necessariamente faria da Empresa uma estratégia deficitária, mas os prejuízos acumulados e Patrimônio Líquido negativo, além das evidências de má-conservação da sua estrutura depõem negativamente quanto à esta variável. Por não ser uma Sociedade Anônima de capital aberto, a Empresa não é listada em bolsa de valores, o que exigiria a adoção de instituições consideradas eficientes pelos <i>stakeholders</i> privados, como mecanismos de governança do mercado, por exemplo.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	1 (presente)	Foi observado que o Governo direciona consideráveis esforços para a execução da política de controle das tarifas de transportes urbanos junto à CBTU, ao menos em algumas cidades. Diante de solicitações da empresa pelo reajuste da tarifa ferroviária, o Governo ativamente adotou a posição de manter o preço das passagens no patamar em que se encontravam, abaixo do custo. Portanto, considerou-se que o <i>stakeholder</i> público se mostrou saliente neste caso.
Stakeholder privado	0 (ausente)	O Governo é proprietário de quase a totalidade das ações da empresa, havendo apenas algumas poucas ações residuais em poder de atores privados. A mídia tem reportado a situação da CBTU, mas este fato

saliente (Stk_priv)		parece não ter despertado o interesse de <i>stakeholders</i> privados no sentido de exercer influência ou pressão significativa contra o Governo e/ou a Empresa no sentido de cobrar por uma solução para as finanças da mesma na forma de racionalização da operação. Assim, foi considerado que há ausência de saliência dos <i>stakeholders</i> privados para esta variável, no caso da manutenção do preço da tarifa social da CBTU.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	1 (presente)	A empresa, conforme dados levantados, tem se mostrado não-conformada com a situação de sua política de atuação, sendo que tem solicitado repetidamente ao Governo medidas para melhorar sua sustentabilidade econômica. “O levantamento do TCU identificou a existência de seis pedidos formais de reajustes - sem sucesso - encaminhados pela diretoria da empresa ao Ministério da Fazenda” (Rittner, 2014 março 25). Além disso, a adoção da estratégia de venda de espaços publicitários em algumas estações de trens, rendendo certa receita para a empresa, demonstra uma preocupação em diversificação das fontes de financiamento e uma tentativa de minimizar, ao menos em certa extensão, os efeitos negativos da operação deficitária em algumas praças. Portanto, foi considerado que a empresa tem buscado, ainda que limitadamente, adotar estratégias de balanceamento da sua atuação social com a sustentabilidade financeira.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	1 (presente)	Os dados evidenciam uma estratégia de manutenção deficitária das tarifas e o grande percentual de gratuidades em algumas praças indica uma forte orientação ao aspecto social. Desta forma, a variável referente a <i>estratégia social</i> foi definida como sendo presente.
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	0 (ausente)	A preponderância das evidências sugere que os interesses privados da companhia estão, em grande medida, prejudicados no caso da política das tarefas. A situação do Balanço Patrimonial da companhia e dos demais indicadores econômico-financeiros não permitira uma conclusão diferente. Mesmo que haja muito pouco do capital em poder de acionistas privados, ainda assim, pela natureza e constituição da CBTU como Sociedade de Economia Mista, uma Sociedade Anônima, seria adequado aventar-se que a Sociedade e outros <i>stakeholders</i> possuam interesses privados em relação à Companhia. Além disso, mesmo as estratégias sociais parecem estar sendo prejudicadas pela situação econômica da empresa, com indícios apontados pela mídia de falta de qualidade na prestação dos serviços de transporte em alguns centros.

Tabela 20: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso do Controle Federal da tarifa de transporte ferroviário urbano

4.2.5. Adesão da Eletrobrás às disposições da Medida Provisória 579

Em 2012 o poder Executivo editou a Medida Provisória – MP – 579, um instrumento que facultava às empresas do setor elétrico a antecipação dos direitos de concessão de exploração da atividade no País vincendos, com o objetivo de desonerar as faturas de energia elétrica emitidas ao consumidor final. A ação foi considerada, de maneira geral, como eleitoreira e danosa aos interesses das empresas do setor elétrico nacional, mas a Eletrobrás efetivou sua

adesão aos termos da MP, ainda que sob fortes protestos dos acionistas privados nacionais e internacionais.

A adesão da Eletrobras aos termos desta Medida Provisória gerou controvérsia com os acionistas minoritários e os agentes de mercado. Inicialmente, o objetivo da MP foi declarado a ser a desoneração do preço da fatura de energia elétrica ao consumidor final no Brasil:

E aí com base nisso, qual era o objetivo desta, deste novo modelo? Era, evidentemente, trazer um benefício para o consumidor. Era trazer um benefício para a modicidade tarifária. Ou seja, você ter uma redução no preço da tarifa... tá certo? Vamos dizer, essa era a grande questão (Entrevistado 12).

As empresas públicas e privadas do setor elétrico do Brasil operam sob regime de concessão, onde, mediante certame público, as vencedoras ganham o direito de executar atividades de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica em prazos pré-estipulados, geralmente ao longo de décadas. Durante o período de vigência destes contratos, as empresas recebem o direito de incluir na tarifa cobrada dos clientes os custos de amortização de investimentos e depreciação de patrimônio, o que elevaria em percentual não-desprezível as faturas de energia elétrica dos consumidores. Os investimentos do setor elétrico frequentemente são realizados em somas vultuosas, que demandam, de igual forma, muitos anos para que possam ser amortizados sem grande impacto no fluxo econômico do sistema no curto prazo.

De acordo com os dados levantados pela pesquisa, em 2012 uma série de concessões de exploração de atividades do setor elétrico nacional se avizinhava de seu vencimento, sendo que várias empresas teriam seu direito de exploração extinto por volta dos anos 2015 a 2017, entre elas a Eletrobras. Naquele ano, o Governo Federal propôs a antecipação do vencimento das concessões para termo imediato. Em troca, o Governo iria renovar a concessão destas empresas para mais um período de direito de exploração, sem necessidade de participação em novo processo licitatório. Como as organizações-foco da MP-579 haviam projetado seu fluxo de amortizações e depreciações pelo período completo da concessão, isto significaria que as mesmas teriam um saldo ainda considerável a apropriar nestas modalidades, o que representaria uma perda não-desprezível às organizações, caso o vencimento dos contratos fosse, de fato, antecipado. O Governo, portanto, propôs uma indenização que visava compensar as organizações por este saldo diferido não realizado, e que comporia um dos termos mais relevantes da MP-579.

No dia 11 de setembro de 2012, o governo deu o que considerava um presente para as empresas de geração e transmissão de energia elétrica. A MP 579 permitiria que elas renovassem as concessões que venceriam entre 2015 e 2017 sem precisar participar de uma nova licitação com seus competidores. O preço, aceitar derrubar as receitas em cerca de 70% de imediato, a partir do início de 2013 (Torres, 2014, março 5).

O Governo esperava, com esta medida, antecipar o fim das cobranças dos excedentes nas faturas de energia de seus clientes referentes a amortizações e depreciações dos investimentos. Assim, calculou-se que a redução na fatura ao consumidor receberia um rebate de aproximadamente 16,2%, podendo chegar a 28% em alguns casos. O objetivo alegado pelo poder Executivo Federal seria o de desonerar o setor produtivo em um dos insumos mais relevantes na composição do custo industrial, além de prover alívio financeiro aos consumidores pessoas-físicas, estimulando o consumo. Estes objetivos estariam ligados à meta maior de retomar o crescimento da economia nacional no ano subsequente (Valor econômico, 2012, dezembro 03).

No entanto, os *stakeholders* privados do mercado de energia reagiram fortemente à edição da MP-579. Houve acusações de que o Governo estaria editando uma medida populista, com fim de prover suporte popular à candidatura da então presidente da República à reeleição, em 2014. As indenizações prometidas pelo Governo às empresas do setor elétrico também, conforme alegado, não cobririam em considerável medida as perdas reais das mesmas com a antecipação do termo dos contratos de concessão, tampouco a renúncia do valor referente às amortizações e depreciações. Foi relatado que as organizações em disputa não poderiam continuar investindo no setor elétrico sem o acréscimo que vinha sendo cobrado nas tarifas e então se propunha que cessasse. Muito além de saldar contas de patrimônio escrituralmente, as empresas necessitariam destes recursos para atualização do parque tecnológico e mesmo para seus custos operacionais.

A indústria, na figura da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo – Fiesp, em primeiro momento, teria reagido positivamente à MP-579, com vistas à diminuição do custo da energia. No entanto, mesmo os supostamente beneficiados pela medida teriam, em seguida, se posicionado contra a mesma. Foi relatado que investidores internacionais da Eletrobras reclamaram das influências do Governo sobre a empresa e pressionaram o Governo contra a edição da MP-579, embora sem sucesso. A Eletrobras veio a ser processada no mercado de ações norte-americano por práticas que lesavam os princípios deste ambiente de negócios, além de terem sido manifestados veementes protestos de um importante acionista norueguês:

Dessa vez, o recado vem dos mares do Norte. O fundo norueguês Skagen, responsável pela gestão de US\$ 18 bilhões, mandou uma carta aos conselheiros de administração da estatal recomendando a não renovação das concessões e pedem que as decisões desse colegiado sobre o tema sejam tomadas em benefício da empresa e não do controlador - a União Federal, que formulou as novas regras (Valenti, 2012, novembro 13).

Afinal, de acordo com as reportagens, apenas as empresas estatais teriam se submetido à MP-579, sendo que as empresas privadas teriam sido responsáveis por, além de resistir à proposta do Governo, recorrer ao judiciário brasileiro contra a medida. Em função desta decisão estratégica favorável à demanda do Governo, a Eletrobrás sofreu desvalorização em grande escala de suas ações no mercado, enfrentou processos na justiça e perdeu investimentos. Os dados financeiros da empresa também revelaram piora nos seus indicadores, o que foi reportado em detalhe pela mídia, que dedicou substancial atenção a sua situação econômica deteriorada, culpando, em grande extensão, a aquiescência da Eletrobrás à MP-579.

Após causar rebuliço no mercado há uma semana, quando decidiu rebaixar o preço-alvo dos papéis da Eletrobrás para apenas R\$ 1, o Barclays elevou ontem o preço-alvo das ações ordinárias da maior geradora privada de energia, a Tractebel, de R\$ 38,00 para R\$ 39,00, mantendo a recomendação 'overweight' (acima da média do mercado). As concessões da Tractebel vencem apenas em 2028 (Lima & Tauhata, 2012, novembro 27).

A Eletrobrás depois da 579 teve prejuízo de R\$ 15 bilhões! (Entrevistado 13)

A 3G lembra que a Eletrobrás foi a única empresa que aceitou os termos da 579 em geração e que para reverter parte dos problemas o governo atual está propondo a redução parcial dos impactos por meio da "descontização". [...] Outros R\$ 20 bilhões em perdas para a estatal vieram com a MP 579, de 2012, que forçou uma queda artificial dos preços da energia em ano pré-eleitoral, trazendo perdas massivas para todo o setor, desbalanceamento da oferta e demanda de energia, distorções de preços e problemas nos balanços das estatais, segundo a gestora (Schüffner, 2017, agosto 23).

Crescem as expectativas de que o próprio governo federal tenha de socorrer a Eletrobrás, após colocar a saúde financeira da estatal em risco com a Medida Provisória 579, que trata da renovação das concessões no setor elétrico. Em encontro realizado ontem com investidores, Mauricio Tolmasquim, presidente da Empresa de Pesquisa Energética (EPE), admitiu a possibilidade de que Eletrobrás tenha de receber aportes do Tesouro Nacional, segundo escreveu o analista do J. Safra, Sergio Tamashiro (Rostás & Viri, 2012, novembro 8).

Apesar de a MP 579 ter sido criada, alegadamente, com o objetivo de fomentar a economia do País, a percepção do Mercado, dos acionistas privados nacionais e internacionais, da mídia e outros, foi a de que a medida prejudicou sobremaneira o sistema Eletrobrás. Os números da organização não permitem conclusão diferente do que a que foi divulgada pela mídia especializada, sendo que a Eletrobrás teria, possivelmente e de acordo com as fontes, perdido a

capacidade de realizar os investimentos necessários para operação sustentável do seu negócio. O fato de a Empresa estar listada nos índices de bolsas de valores no Brasil e no exterior parece não ter sido suficiente para vencer as pressões do Governo sobre o assunto, sendo que os acionistas privados foram frustrados em suas tentativas de reverter a indicação decisória da Eletrobras em aderir à oferta apresentada na MP 579.

Face esses dados, constrói-se a Tabela 21 caracterizando o caso em termos das variáveis para a análise csQCA:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	0 (ausente)	Apesar de a Eletrobras recentemente ter buscado a internalização de melhores práticas de gestão e governança, adotando as práticas institucionalizadas nos mercados nacional e internacional, avalia-se que, no momento da edição da MP-579, a empresa ainda se distanciava consideravelmente do padrão desejado pelos <i>stakeholders</i> privados. Evidência disso é encontrada no fato de que a Eletrobras foi severamente criticada pelos acionistas privados com respeito à estrutura de representação dos minoritários no Conselho de Administração, que não permitia que estes tivessem peso na votação sobre a adesão ou não à estratégia do Governo. Por este motivo, dentre outros, considera-se que esta variável deva receber o valor <i>ausente</i> .
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	1 (presente)	Observou-se que o Governo exerceu grande pressão sobre a empresa para aceitar os termos da MP-579, conseguindo a adesão da companhia ao texto daquela Medida, apesar da oposição dos interesses privados. Assim, atribui-se o valor <i>presente</i> para a variável de saliência do <i>stakeholder</i> público.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	1 (presente)	De acordo com as fontes, os <i>stakeholders</i> privados, sobretudo os acionistas minoritários, reagiram fortemente à proposta do Governo, apesar de terem sido vencidos na votação do Conselho de Administração da Eletrobras. Os acionistas estrangeiros, notadamente, teriam buscado todas as formas de pressão que estavam disponíveis para impedir que a estratégia fosse adotada pela empresa. Por este motivo, considera-se a variável como <i>presente</i> .
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	0 (ausente)	Considerando-se que a Empresa parece ter adotado simplesmente a estratégia de aquiescência (Oliver, 1991), a conclusão é de que não houve esforço substancial de balanceamento de interesses públicos e privados por parte da organização.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	1 (presente)	A MP-579 foi, desde o princípio, apresentada como uma estratégia social, que visava a desoneração da fatura de energia aos consumidores brasileiros, embora trouxesse a vantagem inicial de facilitar e antecipar o processo licitatório para a renovação das concessões de exploração de atividades ligadas ao setor elétrico nacional. Por esta razão, a variável representando a indicação de uma <i>estratégia social</i> recebe valor <i>presente</i> .
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e	0 (ausente)	O resultado já descrito da adoção da MP-579 pela Eletrobras foi percebido como negativo pelos <i>stakeholders</i> privados. Embora a empresa tenha realizado adesão à medida, alinhando-se com os interesses do Governo, os dados mostram que a

privados (OBS_SUCES)		própria estratégia social não teria sido duradoura, sendo que o valor da fatura elétrica para os consumidores permaneceu com desconto por um período de tempo relativamente curto. Apontam ainda que não seria correto dizer que as tarifas mais baixas proporcionaram economia de R\$ 6 bilhões para os consumidores de energia, pois esse valor é menor do que os R\$ 20 bilhões de perdas da Eletrobras e dos contribuintes. Já os atrasos nos projetos de três gigantescas hidrelétricas, decorrentes das consecuições da MP 579 e seu aparato, trouxeram perdas de R\$ 15 bilhões para os consumidores, considerando o aumento das tarifas provocado pelo despacho de térmicas a gás (Schuffner, 2017, agosto 23). Como não havia pelo menos um mínimo de satisfação dos interesses dos <i>stakeholders</i> público ou privados neste caso, considera-se que não houve sucesso em equilibrar os respectivos interesses.
--------------------------------	--	--

Tabela 21: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso da adesão às disposições da Medida Provisória 579

4.2.6. Federalização de distribuidoras de energia elétrica pela Eletrobrás na década de 1990

Nos anos 1990 o governo de Fernando Henrique Cardoso – FHC promoveu um processo de absorção de seis companhias estaduais de distribuição de energia elétrica pelo grupo Eletrobras. Estas companhias estaduais estariam apresentando prejuízos financeiros recorrentes e, por este motivo, teriam sido adquiridas pela empresa com a finalidade de saneamento objetivando posterior privatização. As companhias estaduais absorvidas pela Eletrobras nestas condições foram: Amazonas Energia, Boa Vista Energia, Eletroacre, Ceron – Estado de Rondônia, Cepisa – Estado do Piauí e Ceal – Estado de Alagoas.

No entanto, no decorrer do tempo, estas estatais, por questões de negociações políticas entre autoridades no cenário federal e também com os governadores e representantes políticos dos estados da federação, não foram alienadas à iniciativa privada. A Eletrobras teria arcado com prejuízos bilionários decorrentes da operação deficitária daquelas empresas ao longo dos anos em que detinha sua gestão e a propriedade. De acordo com as fontes da pesquisa, os *stakeholders* privados têm apontado estas aquisições como desvantajosas para a Eletrobras, atribuindo a esta decisão estratégica o saldo de reveses econômicos e financeiros que prejudica a operação rentável da Empresa, e que são claramente perceptíveis no Balanço Patrimonial e demais demonstrativos contábeis (Goulart, 2011, agosto 22; Schuffner, 2017, agosto 23).

A Eletrobras teria envidado esforços no intuito de aumentar a eficiência econômica destas empresas, sem, no entanto, alcançar o objetivo desejado. Apesar de realizar injeções diretas de

capital nestas subsidiárias, a situação econômica destas não foi revertida. Auditorias externas realizadas nas empresas concluíram que o nível de endividamento das distribuidoras adquiridas tornou uma parte do passivo das empresas descoberta. Em outras palavras, as distribuidoras estariam sem fontes de ingressos correspondentes com capacidade de liquidação das dívidas, correndo risco de encerramento iminente de suas atividades (Goulart, 2011, agosto 22).

Já as perdas acumuladas pelas seis distribuidoras da Eletrobras são calculadas em R\$ 41 bilhões, aplicando-se uma taxa de 10% aos R\$ 31 bilhões investidos em termos reais. As distribuidoras do Acre, Amazonas, Rondônia, Roraima, Alagoas e Piauí foram federalizadas e deveriam ser privatizadas mas com mudança da orientação do governo em 2003 acabaram ficando com a estatal. As perdas incluem o dinheiro colocado pela holding e a dívida de R\$ 16 bilhões na compra de combustíveis: a maior parte com Petrobras (Shcüffner, 2017, agosto 23).

...privado não faria isso! trocou esses créditos em dólar de Itaipu, pra pegar esse mico dessas distribuidoras. [...] O FHC, o pessoal comenta, ele tinha que ter privatizado essas distribuidoras, porque ele ia sanear elas e privatizar. E não fez isso. Gostou do negócio, essa é a verdade. O Governo dele, colocou seus... dirigentes ali... fez a sua política muito bem feita né... política que a gente sabe de indicar políticos pra chefiar essas distribuidoras, elas de 98 até hoje elas deram prejuízo de 20 bilhões de reais. Essas distribuidoras nunca deram lucro. Era um mico para a Eletrobras, até porque... a Eletrobras ela... o que que ela faz bem? geração e transmissão... isso ela faz bem. Geração e transmissão, isso ela faz muito bem... [...] só que ninguém privatizou! essa medida provisória foi editada 19 vezes! e não saiu privatização. Agora, tá saindo de três pelo menos. Elas estão com uma dívida enorme... passivos de 15 bilhões, uma ou outra né? passivo enorme.. .quem assumir vai ter que assumir essa dívida. E parte da Eletrobrás vai ter que assumir parte também, senão não privatiza (Entrevistado 23).

[...] a Eletrobrás morreu!!! MATARAM O VALOR DELA!! a Eletrobrás, hoje, eu estava falando pra você nas distribuidoras, a Eletrobrás colocou mais de R\$ 20 bilhões nessas distribuidoras depois que ela assumiu que foi estatizada! se ela vender, ela não vende por R\$ 2 Bi! não vale NADA! dinheiro jogado FORA! por que? se você for ver é Senador [SENADOR CITADO NOMINALMENTE] que é Usineiro, senador do Governo, que não paga energia... etc. Aí você vai em tal lugar, é fulano... fulano... fulano... fulano... é tudo assim! (Entrevistado 13).

Nos relatos levantados, -foi constatado que as empresas adquiridas pela Eletrobras poderiam estar relacionadas com negociações políticas diversas, incluindo possíveis benefícios a figuras de poder. A estratégia discutida para solução do impasse com a posse destas distribuidoras teria sido a privatização, mas como sugerido pelo Entrevistado 23, poderia haver uma dificuldade em encontrar compradores dispostos a assumir o ônus do passivo das empresas e/ou novas chamadas de capital da Eletrobrás para viabilizar a venda. Mesmo na época em que o Partido dos Trabalhadores, historicamente oposto às privatizações, estava no Executivo Federal teria

havido disposição favorável à venda destes empreendimentos à iniciativa privada, haja vista a dificuldade em rentabilizá-los (Goulart, 2011, agosto, 22).

Com base nestas informações, foi elaborada a Tabela 22 com as características para a análise comparativa:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	0 (ausente)	Apesar de a Eletrobras recentemente ter buscado a internalização de melhores práticas de gestão e governança, segundo as práticas institucionalizadas nos mercados nacional e internacional, avaliou-se que, no momento da aquisição das distribuidoras estaduais e durante a maior parte do período de manutenção das mesmas como subsidiárias da Eletrobras, a empresa não atendeu às expectativas dos <i>stakeholders</i> , como evidenciado pelo fato de que a estrutura do Conselho de Administração da empresa não permitia que os acionistas minoritários privados tivessem peso na votação sobre a adesão ou não à estratégia do Governo. Esta situação perdurava durante muito tempo, sendo a mesma relatada no caso apresentado anteriormente que ocorreu muitos anos depois.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	1 (presente)	O Governo figura como o idealizador e o promotor da decisão estratégica de federalização das distribuidoras estaduais através da Eletrobrás, nos anos 1990. Desta forma, atribui-se o valor <i>presente</i> para a variável de saliência do <i>stakeholder</i> público.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	0 (ausente)	Não há indícios que os <i>stakeholders</i> privados tenham se manifestado de forma saliente no momento da aquisição das companhias distribuidoras estaduais. Apesar de, em anos posteriores, haver manifestações contrárias à manutenção das empresas no grupo Eletrobras, há a percepção de que, no momento da federalização, não havia manifestação contrária expressiva. Possivelmente a estratégia pretendida pelo Governo de preparação para privatização tenha pacificado os <i>stakeholders</i> privados, de forma que tal quadro se firmou, e que a participação dos investidores privados não foi suficientemente saliente para permitir pressões significativas, à época.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	0 (ausente)	Considerando-se que a Empresa parece ter adotado simplesmente a estratégia de aquiescência (Oliver, 1991) quanto ao assunto apresentado, a conclusão é de que não houve esforço substancial de balanceamento de interesses públicos e privados por parte da Eletrobras.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	1 (presente)	Haja vista que a incorporação das distribuidoras tinha por objetivo receber estas empresas com dificuldades de gestão pelos governos estaduais, infere-se que não haveria interesse privado imediato nestas empresas visando o aspecto rentista.
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	0 (ausente)	Ficou evidenciado que a decisão estratégica de incorporação das distribuidoras não atingiu o objetivo de satisfazer os interesses dos <i>stakeholders</i> privados, ainda que em condições mínimas. Os interesses públicos poderiam ter sido atingidos em primeiro momento, mas as somas de recursos investidos nos empreendimentos, aparentemente sem retorno equivalente em benefícios econômicos ou sociais, pode comprometer mesmo esta dimensão. Assim, considera-se que a decisão estratégica não atendeu ao critério da variável de sucesso no balanceamento de interesses público e privado.

Tabela 22: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de federalização de distribuidoras de energia elétrica

4.2.7. Exportação de urânio enriquecido para a Argentina

A INB, apesar de quase a totalidade de seu capital pertencer ao Governo Federal, de não ter capital aberto e de receber subvenções do Tesouro Nacional - consideradas essenciais para a execução das atividades da Empresa - procura alcançar a autonomia financeira na próxima década, a fim de cumprir seu objeto social com maior grau de amplitude. Conforme declarou o Entrevistado 28:

Nós não temos ainda autonomia financeira, isto é, nós precisamos de transferências da União para atuar. A União coloca recursos aqui para o nosso custeio [...] nós somos empresa dependente do Tesouro Nacional que transfere recursos para nós mantermos essa empresa [...] Olha só, a União transfere a ano para nós cerca de 300 milhões de reais, que representa entre 30% a 40% do nosso custeio [...] Há uma preocupação muito grande da INB dela ser a mais eficaz possível, por isso nós fizemos essa interface com a Fundação Getúlio Vargas que vende expertise para o mercado, para nós tornamos uma empresa cada vez mais parâmetro do mercado [...] e] em determinado momento adquirirmos autonomia financeira para que possamos não mais depender do Tesouro, só que a gestão anterior contratou a Fundação Getúlio Vargas para fazer o mapa estratégico da nossa empresa e com ele se programa, prevê que em 2026 nós deixaremos de ser dependentes do Tesouro (Entrevistado 28).

As asserções do Entrevistado 28 são confirmadas pela mídia especializada:

O executivo ressaltou que a empresa é uma das estatais menos dependentes do governo. Apenas 37% dos recursos que a INB precisa são oriundos do Tesouro. Neste ano, a companhia teve uma liberação de recursos pelo governo da ordem de R\$ 190 milhões, para despesas operacionais e investimentos. A INB tem um faturamento anual da ordem de R\$ 630 milhões, porém está sujeita aos contingenciamentos do governo (Polito, 2018, fevereiro 15).

Os dados revelam que a INB tem adotado diversas estratégias de exploração de atividades econômicas associadas à produção de combustível nuclear para as usinas brasileiras, e que podem ser rentáveis para a companhia. A empresa tem manifestado interesse na exploração de terras-raras, que são encontradas frequentemente junto às jazidas de urânio em estado natural, juntamente com parceiros nacionais e internacionais. Também tem realizado negócios com a indústria de fertilizantes nacional para a extração de minérios usados como insumos nesta cadeia produtiva (Castro, 2011, setembro 26; Dezem, 2012, março 29).

Mas, além da atividade extrativista, a empresa vislumbrou a possibilidade de exportar minério de urânio, já enriquecido, para a Argentina, para uso pacífico em usinas nucleares daquele País. Tal estratégia poderia ser produzida pela situação de indefinição dos rumos do mercado

brasileiro para o urânio, uma vez que as usinas nacionais são os principais clientes do combustível, e há incertezas quanto ao início da operação da usina de Angra 3, em construção, e a possíveis novas usinas previstas no plano energético de longo-prazo do Brasil.

“Angra 3 para a INB será fundamental. É um cliente para o qual vamos fornecer [combustível]. Estamos sempre muito preocupados com que Angra 3 evolua, como estamos preocupados com que o Brasil defina a implementação de outros reatores no futuro”, afirmou o executivo [João Carlos Tupinambá] (Polito, 2017, janeiro 6).

Indústrias Nucleares do Brasil (INB) fecharam neste mês o primeiro contrato de exportação de urânio enriquecido da companhia, para a Argentina. Ao todo, serão fornecidas quatro toneladas de pó de dióxido de urânio (UO₂), em três lotes distintos, para a carga inicial do reator nuclear de Carem, no país vizinho. O contrato é avaliado em cerca de US\$ 4 milhões. [...] De acordo com Tupinambá, a ideia é ampliar a exportação de combustível. "Estamos buscando uma parceria mais efetiva com a Argentina. Estamos já em conversações para a recarga do ano que vem desse Carem e também verificando a possibilidade de fornecimento para Atucha 1 [usina nuclear da Argentina]", disse (Polito, 2016, junho 21).

Uma nova remessa de urânio enriquecido estaria sendo negociada para o mesmo País, dando continuidade à estratégia de diversificação dos seus clientes:

A Indústrias Nucleares do Brasil (INB), que atua desde a mineração de urânio à fabricação de combustível para usinas nucleares, vai apresentar este mês uma proposta de exportação de uma nova carga de urânio enriquecido para a Argentina. Se concretizada, essa será a segunda operação do tipo na história da companhia e a primeira que envolverá a exportação do combustível para uma unidade em escala comercial, a usina nuclear de Atucha 1, de 350 megawatts (MW) de capacidade, na província de Buenos Aires (Polito, 2017, janeiro 6).

Após a concretização do negócio de exportação de dióxido de urânio para a Argentina, a INB dá indícios de que esta estratégia tenha corrido a contento da administração da empresa com a intenção declarada de ampliar a parceria com o país vizinho realizando um novo negócio de exportação e continuar a estreitar estas relações comerciais.

A diversificação das atividades da INB parece ter sido uma questão de primeira ordem, dados os problemas que a companhia vem enfrentando nos últimos anos em diversas frentes a indefinição do Governo brasileiro, como já citado, em relação à matriz energética futura; a questão ambiental com a exploração de minérios com alto-impacto no ecossistema circunvizinhante; o desgaste na opinião pública em relação às fontes de energia por fissão nuclear, gerado com o acidente nuclear da usina de Fukushima e a consequente decisão de países como a Alemanha de desinvestir nesta fonte energética; e a constante pressão política

pela indicação de nomes na companhia, dentre outros (Gonsalez, 2013, abril 30). Com metas de adquirir eficiência e independência econômica, buscando fontes privadas como balizadores de atuação, a INB dá indícios de que busca adotar com velocidade valores institucionalizados no ambiente privado brasileiro e internacional.

Com base nos dados disponíveis, foi elaborado a Tabela 23 com as características da empresa para fins de comparação:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	1 (presente)	A despeito de receber indicações políticas para os cargos de administração da Empresa, a ponto de ser considerada moeda de troca pelo Governo em apoio de projetos importantes do Executivo no Congresso, há indícios tanto na entrevista quanto nas reportagens levantadas de que a INB adotou e vem adotando processos voltados à eficiência operacional, com o uso de consultorias e formação do corpo funcional nesta direção, dentre outras medidas. A subvenção do TN parece não ter impedido que a empresa busque estratégias de sustentabilidade econômica, bem como profissionalização da administração. Esta variável, portanto, é considerada presente no caso trazido.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	0 (ausente)	No caso em específico da exportação de urânio, o Governo parece não ter assumido uma posição proativa contra ou a favor da decisão estratégica. O poder público teria atuado, neste caso, apenas como regulador na autorização da exportação sem prejuízo do abastecimento nacional de combustível.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	0 (ausente)	Não há indícios de <i>stakeholders</i> privados atuando diretamente nesta estratégia embora, possivelmente, haja influência destes atores em outros processos que direcionam a empresa para a adoção de políticas de eficiência. Os acionistas minoritários na INB não representam parcela relevante de votos e propriedade de capital da empresa.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	1 (presente)	Observa-se que, frente às contingências do mercado da companhia, a INB tem buscado diversificação estratégica com decisões como a de abrir caminho para as exportações dos produtos para países parceiros comerciais. A estratégia de exportação de urânio enriquecido pode ser entendida como um esforço de buscar melhoria da rentabilidade e melhor alocação de recursos na companhia, sendo assim, uma estratégia que visa balancear interesses públicos e privados.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	0 (ausente)	A exportação de urânio para a Argentina não pôde ser percebida como uma estratégia que se destinava, primariamente, a fins sociais, mas sim a fins estratégicos econômicos e rentistas. A variável, portanto, foi atribuído valor 0 (ausente).
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	1 (presente)	A falta de manifestações contrárias pelos <i>stakeholders</i> público e privados, aliada à evidência de que a decisão estratégica foi bem-sucedida e à manifestação de interesse da companhia em repetir o processo de exportação de urânio, sugere que estaria presente pelo menos um mínimo de sucesso em atender às expectativas dos <i>stakeholders</i> públicos e privados.

Tabela 23: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de exportação de urânio enriquecido para Argentina

4.2.8. Controle dos preços dos combustíveis pela Petrobras

A Petrobras foi instrumento, em anos recentes, de uma política governamental de controle do preço dos combustíveis para o consumidor, mediante a absorção das flutuações da cotação do petróleo no mercado internacional. Apesar de ter havido uma abertura do mercado de exploração, refino e distribuição à iniciativa privada e aos competidores internacionais, a petrolífera estatal ainda é um ator imprescindível no fornecimento da fonte fóssil para a matriz energética brasileira (Schüffner, 2014, fevereiro 24). A estratégia do Governo Federal de controle do preço do insumo se tornou sensível pelo distanciamento do parque nacional de refinarias em atingir a capacidade de produção de forma a tornar o país autossuficiente no refino dos combustíveis com base em petróleo e gás que abastecem a frota, os domicílios e as indústrias nacionais. Este quadro teria sido produzido, ao menos em parte, por ações associadas do Governo, como o incentivo à indústria automobilística e de fomento ao transporte rodoviário de cargas, que impactariam na demanda pelos combustíveis e tornaria a Petrobras incapaz de atender sozinha à demanda nacional.

O ministro criticou ainda a dupla política de estímulo ao consumo de combustíveis, por meio da redução da Cide [Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico] que incidia sobre a gasolina e a desoneração de carros. José Jorge afirmou que desde 2008 o governo deixou de arrecadar R\$ 22 bilhões por meio da Cide, recursos que seriam parcialmente destinados à área de transporte coletivo e pode ter comprometido investimento em projetos de mobilidade urbana[...]. Outro impacto negativo da política do governo destacado pelo tribunal foi a falta de incentivo ao consumo e produção de etanol, que levou à queda de 40% da demanda pelo biocombustível entre 2009 e 2012 (Bitencourt, 2013, junho 27).

Aliada a estas duas situações, os incentivos ao consumo através do estímulo à compra de veículos automotores promovidos pelo Governo teriam apresentado o efeito colateral de aumentar a pressão da demanda por combustíveis:

O agravamento da situação é explicado também, segundo o ministro, pela "manutenção artificial" de preços de derivados de petróleo no mercado interno, aliada às políticas de redução de imposto no setor automotivo. Para ele, isso elevou o consumo de gasolina de 25 milhões de m³ em 2008 para 40 milhões de m³, em 2012 (Bitencourt, 2013, junho 27).

A manutenção artificial de preços de combustíveis abaixo do custo de importação, conjugada ao forte estímulo à produção e venda de veículos, causa estragos muito além dos balanços da Petrobras: pode tornar-se o pior vilão do comércio exterior, no país do pré-sal (Leo, 2013, abril 15).

Relata-se que o consumo de combustíveis teria quase dobrado no intervalo de, aproximadamente, quatro anos. Outras fontes citaram as vendas de caminhões como fruto dos programas de incentivo do Governo para a compra deste tipo de veículo, que teriam sido subestimadas e acabaram por impactar a demanda de óleo diesel. Esta demanda aumentada, frente à relativa incapacidade de refino do total necessário ao consumo interno, teria causado saldo negativo na balança comercial no primeiro trimestre de 2013 (Leo, 2013, abril 15).

Como a Petrobras operava, naquela circunstância, sob contingenciamento de preços promovido pelo Governo Federal, o resultado foi a erosão de valor da companhia por operação deficitária na venda dos derivados de petróleo:

O ministro-relator [da TCU] ressaltou os prejuízos que a Petrobras acumulou nos últimos anos com a política de controle de preço dos combustíveis no país. "A Petrobras é a única empresa do mundo que quanto mais vende [combustível] mais tem prejuízo", disse o ministro [José Jorge Lima] durante a sessão plenária (Bitencourt, 2013, junho 27).

Com a deterioração da capacidade econômica da companhia, os investimentos que haviam sido realizados em grande parte com a exploração das reservas encontradas na camada do Pré-Sal passaram a observar possíveis problemas de fontes de recursos para sua manutenção:

O TCU entende que a situação da empresa brasileira é extremamente delicada. "Hoje, a Petrobras está no pior dos mundos. Ela tem um programa de investimento enorme, uma dívida crescente e a produção de petróleo ficou estagnada. Tem de se ter uma saída para isso", afirmou (Bitencourt, 2013, junho 27).

Mesmo no quesito social a estratégia de controle dos preços dos combustíveis foi apontada como tendo consequências negativas. Com preços menores nas bombas de abastecimento e valores deficitários na contabilidade da Empresa, os lucros reduziram em proporção e, com isto, diminuíram o saldo a pagar da companhia não só junto à Receita Federal como também junto aos Estados, com a diminuição da arrecadação de ICMS. Destaca-se que a Petrobras era vultuosa no recolhimento de tributos, sendo possível e até mesmo adequado medir este montante em percentual do Produto Interno Bruto – PIB do Brasil:

O controle de preços da gasolina, diesel e de outros combustíveis não está apenas corroendo o patrimônio da Petrobras, que tem hoje a maior dívida corporativa do mundo. Ao provocar uma distorção dos preços relativos de diversos energéticos comercializados pela estatal para controlar a inflação, o governo está dando um tiro no próprio pé [...] no mesmo período (2008-2012) o valor total dos tributos gerados pela estatal caiu de 2,1% do Produto Interno Bruto (PIB) para 1,6%, com base nos dados até o terceiro trimestre. Quando excluído dessa conta o ICMS, um imposto estadual que não vai para o caixa

do Tesouro, o valor passa de 1,3% do PIB para 0,73%, queda de 44% (Schüffner, 2014, fevereiro 24)

A visão de que a Empresa estava operando em condições abaixo das mínimas para manter a sua sustentabilidade no longo prazo também foi percebida pelos funcionários:

Isso foi... criou um grande problema para a companhia e estima-se que 60 bilhões de reais foram consumidos para a Petrobrás bancar combustível para o Brasil. E aí acontece, é impossível tecnicamente você provar o contrário, dizer que: “não, foi ótimo”. Qualquer conta que você fizer, você vai dizer, eu comprei... porque boa parte significativa do nosso combustível, dos nossos derivados, diesel e gasolina, são adquiridos no mercado externo, porque a nossa capacidade de refino não dá conta disso, foram adquiridos por um preço maior do que o preço que a Petrobrás estava repassando para as distribuidoras, isso é claro (Entrevistado 17).

Os funcionários também relataram haver certa apreensão interna quanto ao desenrolar da estratégia economicamente deficitária, o que teria se tornado patente à medida em que a mídia começou a divulgar críticas contra aquela política. A forma como a Petrobras se posicionava em relação às orientações do Governo com relação à política de preços do combustível, de acordo com os relatos, se aproximava à aquiescência:

Se você fosse falar na época: “eu vou conversar com o técnico da área de comercialização, para ele mostrar a conta que a Petrobrás faz, para comprar por “x” e vender por “x - y”. Não tem conta, não tem mágica que se faça. É simplesmente uma decisão do governo de: “paga e peguem esse dinheiro emprestado” (Entrevistado 17).

Então [...] o governo usava a empresa para controle da inflação. Eles botavam o preço, mandavam a Petrobrás vender gasolina por determinado valor, a empresa tinha prejuízo com isso, mas a empresa obedecia porque o governo era o maior acionista (Entrevistado 16).

É porque aqui no refino, portanto na venda do diesel e da gasolina para as distribuidoras que residiu aquele conflito do passado, aquele grande conflito que a Petrobrás ficou um período enorme sem aumentar os preços, o consumo do Brasil cresceu bastante e a Petrobrás começou a importar e importar o produto e vendia a um preço abaixo da paridade internacional. Então isso causou um prejuízo muito grande à empresa no período em que essa política foi empregada (Entrevistado 27).

Então a gente tinha esse sentimento, sim, dessa política do Governo, de tentar manter esse preço assim artificialmente controlado, mas a gente não tinha ideia de quanto isso estava sendo prejudicial para o negócio (Entrevistado 20).

Dentro da Empresa, porém, a percepção de que a Petrobras tem um papel não apenas social como estratégico para o País sendo, até certa extensão, perdoáveis as ineficiências da operação

sub-ótima, se esta se der com os objetivos de manter o Brasil soberano no uso deste recurso natural e socializar a sua distribuição:

De alguma maneira, o Brasil por ser um país de dimensões continentais e se fosse trabalhar simplesmente na ótica do mercado, várias regiões do país seriam desabastecidas ou o preço para esse abastecimento seria um preço exorbitante. Então a gente conviveu e aí voltam os benefícios e os malefícios, um dos pilares da companhia foram poder trazer para o Brasil a oportunidade de produzir o petróleo, de refinar e ficar menos dependente do mercado externo (Entrevistado 17).

[...] a questão do Petróleo... eu vejo assim, a não ser que tenha uma regulamentação muito forte, daqui a pouco eles não valorizarem, se for privatizado, né, o mercado nacional... daqui a pouco o petróleo vai estar num valor tão bom que eles vão querer exportar tudo e deixar o mercado brasileiro desabastecido... como acontecia... (Entrevistado 18).

Em síntese, a Petrobras foi um dos instrumentos usados pelo Governo para a operacionalização de políticas de controle de preços com vistas à contenção da pressão inflacionária que se acometeu o Brasil a partir da segunda década do século XXI. A demanda por combustíveis fósseis, aumentada por políticas de incentivo ao consumo do Governo, recaiu praticamente na integralidade sobre a companhia. O resultado da postura da Petrobras em aquiescer a esta posição do Governo, sem maiores estratégias de resistência, ou negociações efetivas para moderar a interferência do representante público, foi o desgaste da imagem da empresa junto aos *stakeholders* privados, justificada pela piora acentuada dos indicadores econômicos e financeiros. Os mitos institucionais de que a Petrobras detém papel fundamental na soberania do País em termos energéticos e de que as estratégias de colocação do combustível no mercado são um insumo com alto poder de produzir justiça social e econômica parecem ter garantido legitimidade a esta política dentro do país por certo tempo. Todavia, o agravamento da crise política e econômica do Brasil, juntamente com os escândalos de corrupção e a deterioração das finanças da Petrobras levaram esta configuração da relação entre a empresa e o seu *stakeholder* público a sucumbir, afinal.

A Tabela 24 resume as características do caso para a comparação na metodologia csQCA, com as respectivas justificativas:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional	0 (ausente)	Embora recentemente a Petrobras tem dado indícios de estar incorporando valores institucionais de eficiência através do seu programa de Governança e Controles Internos, as evidências são que este fenômeno tem ocorrido sobretudo após os desfechos das operações anticorrupção e que no momento da estratégia de controle de preços a

(inst_etic)		empresa não havia iniciado ainda as reformas na sua Governança. Portanto, a variável recebe aqui o valor ausente.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	1 (presente)	Os dados evidenciam que o Governo foi protagonista atuante na estratégia de controle do preço dos combustíveis.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	1 (presente)	Os <i>stakeholders</i> privados tiveram posição de protesto contra a estratégia, conforme veiculado na mídia especializada. Apesar de não terem conseguido barrar a comercialização do combustível de forma deficitária, como resultado direto da política de controle dos preços dos combustíveis, o posicionamento dos <i>stakeholders</i> privados foi manifestado claramente.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	0 (ausente)	As evidências apontam uma estratégia de aquiescência sem tentativas de balanceamento de interesses por parte Petrobras. Em nenhuma das fontes foi possível verificar uma busca efetiva por processos de negociação ou resistência por parte da empresa às pressões do Governo neste sentido. Mesmo que as pressões do último sejam dadas na forma de legislação, os dados da pesquisa mostraram que as organizações de grande porte, quando se esforçam, conseguem exercer influência sobre a legislação que lhes afeta. É possível inferir que neste caso o comprometimento político da alta administração tenha produzido a postura submissa observada.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	1 (presente)	Os motivos alegados pelo Governo para a promoção da decisão estratégica em análise tangeram o controle da inflação ao influenciar o preço de um dos insumos possivelmente mais significantes na composição dos índices de monitoramento do aumento de preços. Não foi observada qualquer orientação à eficiência econômica na estratégia adotada.
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	0 (ausente)	Foi evidenciado que os <i>stakeholders</i> privados não perceberam sucesso mínimo na decisão estratégica de controle de preços e que o próprio <i>stakeholder</i> público sofreu impacto negativo pelos desdobramentos da decisão. Por este motivo, a variável em análise recebe o valor ausente.

Tabela 24: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de controle dos preços dos combustíveis

4.2.9. Oferta Pública de Ações – OPA da BR Distribuidora pela Petrobras

Em anos recentes, de acordo com evidências coletadas, a Petrobras tem passado a incorporar valores de eficiência econômica e financeira advindos do contexto institucional representado pelos mercados de capitais no Brasil e também os internacionais. Medidas de governança corporativa passaram a ser mais rigorosamente adotadas e, face aos problemas econômicos e financeiros que a companhia tem enfrentado diante de escândalos de corrupção e acusações de má gestão, entende-se que a própria estrutura administrativa da companhia possa ter sido redefinida (Romero, 2017 dezembro 20; Rocha, 2017 setembro 5).

Entre as medidas para a busca do saneamento das finanças da Petrobras, está a necessidade da realização de desinvestimentos em ativos que seriam passíveis de oferta no mercado de capitais. Entre eles, destaca-se a BR Distribuidora, empresa de perfil logístico do Grupo Petrobras que é responsável pela atividade de distribuição dos combustíveis das refinarias até os postos de abastecimento.

Para realizar a Oferta Pública de Ações – OPA (IPO na sigla do termo equivalente em inglês), a Petrobras deu evidências de estar buscando um alinhamento com as práticas do contexto do mercado de capitais, assumidamente com o intuito de rentabilizar a venda de parte das ações da sua Empresa Distribuidora. É esperado que a aderência da companhia aos valores aceitos institucionalmente como produtores das saídas organizacionais desejadas faça com que a confiança do investidor seja aumentada em relação às situações de não-adoção dessas normas e que, por isso, haja melhor precificação na venda dos títulos representantes dos ativos da Companhia. Os papéis postos em oferta constituíram-se de ações ordinárias, ou seja, que dão direito a voto no Conselho de Administração das companhias. Além da adoção de práticas em sintonia com o mercado de capitais, o estatuto da BR Distribuidora também foi alterado a fim de prover condições mais rígidas de participação dos acionistas minoritários.

Entre as novas regras estatutárias aprovadas no dia 31 de agosto, a BR Distribuidora pretende aderir ao Novo Mercado, segmento máximo de governança da B3, com a emissão apenas de ações ordinárias (Rocha, 2017 setembro 5).

A BR incluiu a criação da área de governança, risco e conformidade vinculada ao conselho de administração, de novas competências atribuídas ao conselho e à diretoria e de um comitê de assessoramento ao conselho. [...] O conselho de administração da BR será composto de ao menos três representantes dos acionistas minoritários, independentes de participação, além de percentual mínimo de 50% de membros independentes, incluindo os representantes dos minoritários (Rocha, 2017 setembro 5).

Além destas providências no sentido de melhorar a percepção de governança da Distribuidora do grupo Petrobras, houve também, por parte da administração da companhia, a aplicação de mecanismos que teriam por fim limitar as interferências de cunho político na empresa com os papéis em oferta ao mercado:

Nas regras voltadas ao comando da empresa, o estatuto aprovado inclui o atendimento de requisitos de integridade para a indicação dos administradores e membros do conselho fiscal e possui cláusula expressa relacionada à incompatibilidade de participação nos órgãos da administração da BR de membro com candidatura a mandato público eletivo, devendo o interessado renunciar ao cargo (Rocha, 2017 setembro 5).

Mesmo em face dessas medidas para angariar a confiança do investidor privado, a Petrobras não teria, conforme reportado, conseguido colocar os papéis da sua subsidiária com facilidade no mercado, haja vista as constantes manchetes denunciando escândalos bilionários envolvendo partidos políticos, figuras de poder e empresas privadas nas operações do Conglomerado:

Um dos maiores símbolos da nefasta interferência política ocorrida numa estatal é a Petrobras. Desde 2014, policiais, procuradores e juízes federais revelam que funcionários de carreira da companhia, outrora motivo de orgulho da nação, se associaram a políticos para montar o maior esquema de corrupção da história do país, quiçá do planeta. Vá explicar ao pensionista do fundo de professores do Canadá que, apesar da derrama ocorrida na Petrobras, vale a pena investir o dinheiro suado de sua aposentadoria numa subsidiária da... Petrobras! (Romero, 2017 dezembro 20).

A menção de Romero (2017, dezembro 20) a um hipotético fundo de pensões do Canadá não é aleatória. As Sociedades de Economia Mista no Brasil não raramente possuem capital estrangeiro compondo seu quadro de acionistas. À medida que a Petrobras procura recuperar sua credibilidade, é possível deduzir que os acionistas privados brasileiros e estrangeiros passem a deter mais poder de influência nas decisões estratégicas da empresa, embora não estejam esgotados os fatores detratores da participação deste grupo de *stakeholders* naquelas decisões. As condições do cenário político seriam, de igual forma, questão sensível à decisão dos investidores na aquisição de papéis da BR Distribuidora:

Corajoso, o investidor que aceitou tomar os dois riscos mencionados ainda vai ter que respirar fundo ao longo de 2018. Hoje, os dois candidatos que lideram as pesquisas de intenção de voto para a Presidência - Luiz Inácio Lula da Silva (PT) e Jair Bolsonaro (PSC) - não têm compromisso com a agenda reformista do atual governo (Romero, 2017 dezembro 20).

Assim, deduz-se que, para os investidores, não bastariam apenas os aparentemente sinceros compromissos da Petrobras em melhorar substancialmente o seu padrão de governança e controles internos tanto da controladora quanto da subsidiária. A depender do Governo que assume o poder, estas instituições bem-aceitas pelo mercado poderiam ser deturpadas, anuladas ou tornadas sem efeito real. Ao final do processo de lançamento dos papéis no mercado, a análise da mídia, sinteticamente, foi a seguinte:

Mesmo nesse cenário, a diretoria da Petrobras conseguiu vender 33% do capital da BR, colocando-a no Novo Mercado, o melhor em termos de governança da bolsa. O preço da ação saiu pelo menor valor do espectro projetado justamente por causa dos motivos mencionados. O IPO não foi um passeio no parque (Romero, 2017 dezembro 20).

Com base nos dados levantados pela pesquisa, é possível perceber que o lançamento de papéis da BR Distribuidora no mercado de capitais não foi um processo fácil, como evidenciado pelo fato de que os preços de aquisição das ações ficaram próximos da projeção mais pessimista realizada anteriormente pelos analistas. As citadas dificuldades pelas quais o conglomerado da Petrobras passa foram parte das razões para tanto. Contribuíram, também, a instabilidade política e as incertezas quanto ao processo eleitoral de 2018, sobretudo para a presidência da República, possivelmente o cargo a ser preenchido que traga mais consequências para o ambiente de Mercado. Apesar disso, a BR Distribuidora conseguiu fazer colocação de 33% do seu capital nas mãos de acionistas do Mercado, e os preços praticados, embora não tenham atingido a expectativa mais otimista, também ficaram, ao que foi divulgado, dentro das expectativas. Sem a observação de maiores consequências para o ambiente social, o caso que representa a OPA da BR Distribuidora pode ser considerado como tendo alcançado sucesso no equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* público e privado da Petrobras.

Com base nestas informações levantadas, parte-se para a construção da Tabela 25 de variáveis com respectivos valores e justificativas, para posterior elaboração de estudo comparativo:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	1 (presente)	Em anos recentes, a Petrobras tem dado indícios significativos de estar incorporando valores institucionais de eficiência através do seu programa de Governança e Controles Internos. A empresa, por ocasião da OPA da BR Distribuidora já dava curso ao processo de reformas na sua Governança e, por este motivo, a variável recebe aqui o valor presente.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	0 (ausente)	Não há indícios de que o Governo atuou em protagonismo ou salientemente na decisão estratégica de abrir o capital da BR Distribuidora. Por este motivo, a variável referente à demonstração de saliência do <i>stakeholder</i> público no caso em análise recebe o valor ausente.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	0 (ausente)	Embora a OPA da BR Distribuidora se destine sobretudo à captação de investimentos de natureza privada, tampouco há indícios que apontam para saliência dos <i>stakeholders</i> privados na decisão estratégica de ofertar ações da companhia no mercado. Por esta razão, a variável correspondente recebe o valor ausente.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	1 (presente)	A estratégia de oferecer ações da BR Distribuidora no mercado, em primeira análise, seria alinhada aos interesses privados. No entanto, houve a percepção de que as reformas estruturantes da Petrobras recebem não apenas apoio, mas recomendação do poder Executivo. Assim, haja vista a não-oposição dos <i>stakeholders</i> públicos e as evidências de uma busca de eficiência econômica nas empresas estatais por parte do Governo federal, classifica-se a estratégia de balanceamento como presente.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	0 (ausente)	Não há evidências nos dados analisados que permitem caracterizar a OPA da BR Distribuidora como uma decisão

		estratégica primariamente social. Desta forma, a variável aqui descrita recebe o valor ausente.
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e privados (OBS_SUCES)	1 (presente)	Apesar de a decisão estratégica de realizar a OPA da companhia em análise ter levado a uma adesão modesta por parte dos investidores privados, e apesar de a Petrobras não ter recebido o valor máximo potencial calculado para a oferta, conclui-se que houve pelo menos um mínimo de sucesso no equilíbrio de interesses públicos e privados na estratégia. Assim, a variável foi avaliada como <i>presente</i> .

Tabela 25: atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de Oferta Pública de Ações – OPA da BR Distribuidora

4.2.10. Adoção de preços flutuantes na venda de combustíveis pela Petrobrás

Uma das medidas que a Petrobras adotou em tempos recentes para sanear suas finanças, sob instrução do acionista Controlador, ou seja, o Governo, foi a desindexação do preço dos combustíveis vendidos às distribuidoras. Estas medidas foram oficializadas em julho de 2017, e passaram a considerar a variação do preço dos combustíveis no mercado internacional e praticar o ajuste no mercado interno levando em consideração, entre outros fatores, aqueles preços. Até então a companhia, apesar de ser uma Sociedade de Economia Mista, não tinha liberdade para realizar reajustes a critério da administração. Notadamente, conforme visto no caso do controle do preço dos combustíveis, na seção 4.2.8 - Controle dos preços dos combustíveis pela Petrobras, no período de 2011 a 2014 o preço do combustível foi dado abaixo daqueles praticados no comércio internacional da *commodity*. Com a prática do reajuste livre, as flutuações no custo da produção do insumo passaram a ser repassadas integralmente ao consumidor em base diária (Polito, Schüffner, Villas Bôas & Ramalho, 2018 janeiro 26).

A partir do momento em que os preços passaram a ser reajustados nestas condições, os combustíveis teriam sido reajustados em cerca de 28% e 26% para gasolina e diesel, respectivamente, em um período de cerca de seis meses. Estes reajustes seriam devidos, entre outros fatores, às recentes altas no preço do petróleo no mercado internacional, que haveria atingido um pico de valorização nos últimos três anos retroagindo do cômputo destes reajustes citados (Polito *et al.*, 2018, janeiro 26).

Apesar de existirem sinais que os consumidores consideraram que os preços estariam aumentando em proporção demasiada, analistas e autoridades do mercado afirmaram que os reajustes livres se tratavam de uma política necessária para que a empresa pudesse recompor a rentabilidade da sua operação:

"O mercado de combustíveis fica mais eficiente, podendo emitir sinais diários para os consumidores, que os utilizam para tomar decisões sobre a alocação de seus recursos", diz Roberto Castello Branco, ex-diretor do Banco Central (BC) e da Vale. "Até hoje, não existem bons substitutos para preços livremente determinados pelo mercado. Decisões tomadas diariamente por milhares de compradores e vendedores são muito melhores do que aquelas feitas por um pequeno grupo de burocratas sujeito a pressões políticas." (Polito *et al.*, 2018, janeiro 26).

Para o ex-diretor do BC citado no trecho da reportagem acima, a pressão inflacionária causada pelo aumento dos combustíveis teria caráter não-cumulativo, que poderia ser absorvido pelo mercado sem provocar, necessariamente e no longo prazo, o aumento em cascata dos produtos de consumo e dos demais custos. O reajuste diário dos preços dos combustíveis teria surgido no final do governo de Fernando Henrique Cardoso – FHC, mas não teria sido posto em prática deste então.

Entre especialistas do setor petróleo, a política atual é eficaz tanto para a Petrobras quanto para o país. "Temos que entender que os preços de gasolina, diesel, GLP [gás liquefeito de petróleo], vivem de oscilações. Claro que um problema geopolítico [que afete os preços] não pode ser transferido para o país. Mas as menores oscilações, sim. Tem que se dar transparência e não enganar o consumidor", diz Adriano Pires, diretor da consultoria CBIE (Polito *et al.*, 2018, janeiro 26).

Não muito tempo depois da publicação de tais manifestações, no entanto, em maio de 2018, foi deflagrada uma das maiores paralizações de profissionais do setor de transporte rodoviário de cargas da história do Brasil. Estes trabalhadores, provavelmente apoiados pelas empresas transportadoras, conforme investigações reportadas na imprensa, não apenas cruzaram os braços por todo o País como também impediram por completo a circulação de caminhões em todas as direções, levando a um grave desabastecimento dos centros urbanos brasileiros em poucos dias.

As demandas, ao menos em princípio, seriam referentes a deterioração da renda deste segmento em virtude da taxaço sofrida pelos veículos nos pedágios rodoviários das estradas sob concessão de empresas operadoras privadas e, principalmente, no aumento significativo do preço do óleo diesel nas bombas de abastecimento. De acordo com representantes da categoria, o desempenho da atividade teria ficado insustentável nas novas condições. Apesar de esforços concomitantes com cunho político objetivando a derrubada do governo do Presidente Michel Temer, conforme o que foi reportado pela mídia, as reivindicações pareceram concentradas no tópico do preço dos combustíveis.

Sem muitas alternativas à disposição, o Governo buscou uma trégua com os caminhoneiros oferecendo benefícios em troca da retomada imediata das atividades. Por ocasião destas negociações, já havia filas multi-quilométricas para abastecimento em praticamente todas as grandes cidades do Brasil, com acentuada escassez de combustível e também de vários alimentos, sobretudo os perecíveis. No entanto, a categoria não se mostrou transigente senão pela redução do custo do abastecimento de diesel nos postos pelo País. Os grevistas exigiam a retirada dos impostos federais do preço do combustível e a desoneração dos pedágios. O Governo, no entanto, não estaria disposto a renunciar a uma importante fonte de receita que compõe o já alegadamente prejudicado orçamento anual de 2018, com os respectivos agravos legais em termos de responsabilidade fiscal e saldo operacional do exercício em curso.

Lopes disse só aceitar encerrar o movimento após o Senado votar a redução do PIS/Cofins sobre combustíveis. "Não vamos encerrar o movimento enquanto o Eunício [Oliveira, presidente do Senado] não chegar aqui, convocar os senadores e votar o projeto [de reoneração da folha com redução a zero do PIS/Cofins sobre combustíveis]", disse Lopes (Graner, Ribeiro, Bitencourt & Murukawa, 2018, maio 25).

Em termos, o Governo Federal realizou a promessa da redução do combustível nos postos de distribuição, mas sem a isenção, ao menos por completo, dos tributos federais sobre os derivados de petróleo. De acordo com os últimos dados levantados na pesquisa, o Governo iria discutir com a Petrobras uma forma de subsidiar o combustível sem que fosse às expensas da companhia, como foi reportado que ocorreria no passado. Outra consequência de relevância deste movimento foi o de que os ajustes do combustível dos transportadores estariam congelados por 60 dias a partir da celebração do acordo. Assim, a política de reajustes diários implementada pela Petrobras no ano anterior foi, em grande medida, rechaçada pela paralização promovida pelos trabalhadores do transporte rodoviário de cargas e, até os últimos dados levantados, estaria sob avaliação da administração da Petrobras e do Governo Federal.

O governo anunciou ontem que obteve uma trégua de 15 dias com os caminhoneiros, após garantir por 30 dias o tempo de congelamento com 10% de desconto no preço do óleo diesel, com o Tesouro bancando o subsídio para a Petrobras. O Palácio do Planalto também aceitou estabelecer uma política de periodicidade mensal de reajustes do combustível, com os eventuais impactos econômicos causados pelo não reajuste diário na Petrobras também sendo bancados pelo Tesouro Nacional (Graner *et al.*, 2018, maio 25).

O ministro da Fazenda, Eduardo Guardia, informou ontem que a volatilidade de preços será repassada pela Petrobras aos consumidores após os primeiros 60 dias de vigência e depois em bases mensais. Em entrevista coletiva na qual explicou o programa do governo para reduzir o preço do diesel, o ministro explicou que o subsídio de R\$ 0,30 que será pago à Petrobras para garantir a

redução de preços não cobre a mudança de política de reajuste diário da empresa. Eventuais perdas na nova política serão compensadas por meio de aumento nos preços cobrados pela empresa. "Volatilidade dentro do mês será repassada para o mês seguinte" (Graner & Marchesini, 2018, maio 29).

Desta forma, a política de reajustes diários no preço dos combustíveis, implementada pela Petrobras a partir de 2017 não obteve êxito, sendo repelida principalmente pela paralização nacional dos profissionais do transporte rodoviário de cargas. Apesar de este caso ter sido observado como não obtendo sucesso na conciliação de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, cabe notar que é abordado basicamente o mesmo objeto observado na seção 4.2.8 - Controle dos preços dos combustíveis pela Petrobras, ou seja a política de reajustes de preço dos combustíveis. Em ambos os casos foi percebido o não balanceamento dos interesses públicos e privados. No entanto, o objeto em análise recebeu tratativas diferentes: - no primeiro caso, o controle do preço dos combustíveis atendeu demanda do Governo e, no segundo caso, o preço dos combustíveis foi determinado pela empresa no regime de mercado. Este fato deixa claro que o equilíbrio de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas Sociedades de Economia Mista é complexo e demanda uma abordagem que considere mais fatores do que meramente o objeto em discussão. Evidencia que os contextos interno e externo da organização, além de possivelmente outros fatores, exerçam influência significativa neste equilíbrio dos interesses. Mais discussões sobre estes achados serão desenvolvidas na seção 4.5 - Discussão e no capítulo 5 - CONCLUSÃO.

Na base dos dados levantados sobre caso, foi elaborada a seguinte a Tabela 26 das características do caso para a comparação usando a metodologia csQCA:

Variável em análise	Valor atribuído	Justificativa
Internalização de valores de eficiência do contexto organizacional (inst_etic)	1 (presente)	Em anos recentes, a Petrobras deu indícios significativos de estar incorporando valores institucionais de eficiência através do seu programa de Governança e Controles Internos. A empresa, por ocasião da OPA da BR Distribuidora já dava curso ao processo de reformas na sua Governança e, por este motivo, a variável recebe aqui o valor presente.
Stakeholder público saliente (Stk_pub)	0 (ausente)	Não foi possível perceber o Governo atuando em protagonismo ou salientemente na decisão estratégica de permitir o

		ajuste diário do preço dos combustíveis frente à cotação do mercado internacional e variação cambial, embora tal estratégia tenha demandado anuência do Poder Público Federal. Por este motivo, a variável referente à demonstração de saliência do <i>stakeholder</i> público no caso em análise recebe o valor ausente.
Stakeholder privado saliente (Stk_priv)	0 (ausente)	A esfera privada vinha demandando o regime de preços livres para a operação de comercialização da Petrobras. No entanto, não foi possível observar uma influência direta e saliente dos atores privados no sentido de promover a adoção da ação estratégica, razão pela qual a variável recebe aqui o valor de ausente.
Uso de estratégia de balanceamento (Balanc)	0 (ausente)	Não houve a percepção de balanceamento dos interesses públicos na ação estratégica de aumento diário do preço dos combustíveis. A percepção obtida das fontes foi a de que a petrolífera teria concentrado seu foco nos aspectos econômicos de operação e teria imposto uma penalização a qual ao menos um setor da sociedade brasileira considerou demasiadamente elevada e que, por fim, este setor usou poder para impor suas reivindicações.
Estratégia com objetivo público-social (Est_soc)	0 (ausente)	Não houve razões para, dentro dos dados analisados, avaliar-se a flutuação diária no preço dos combustíveis como uma decisão estratégica primariamente social. Desta forma, a variável aqui abordada recebe o valor <i>ausente</i> .
Sucesso no balanceamento de interesses públicos e	0 (ausente)	Pelo fato de que a vultuosa mobilização social contra a decisão estratégica de reajustes diários nos preços

privados (OBS_SUCES)		dos combustíveis teria atacado diretamente o Governo como responsável pela atuação da Petrobras neste caso, bem como o retrocesso forçoso da companhia a níveis mais modestos de reajustes e precificação, considera-se que a decisão estratégica não percebeu sucesso ao menos mínimo no equilíbrio de interesses públicos e privados neste caso. Desta forma, a variável é dada com o valor <i>ausente</i> .
--------------------------------	--	--

Tabela 26: - atribuição de valores às variáveis de análise e respectivas justificativas para a atribuição dos valores no caso de adoção de preços flutuantes na venda de combustíveis

4.3. Comparação dos casos utilizando o método csQCA

Com a criação das tabelas com os valores binários das variáveis para cada um dos casos individuais, é possível então realizar o agrupamento de todas as tabelas a fim de formar uma tabela única de entrada para realizar a análise através do método csQCA (Ragin, 2014). A Tabela 27, apresentada a seguir, sintetiza as dez tabelas dos casos individuais, descritas na seção 4.2 - Caracterização dos casos estudados, foi construída.

Caso	INST_EFIC	STK_PUB	STK_PRIV	BALANC	EST_SOC	OBS_SUCES
FIES	1	1	0	1	1	1
BP	1	0	0	1	1	0
CREDAGRI	1	1	0	1	1	1
TARSOC	0	1	0	1	1	0
MP579	0	1	1	0	1	0
FEDDIST	0	1	0	0	1	0
EXPU	1	0	0	1	0	1
GASCONG	0	1	1	0	1	0
IPOBR	1	0	0	1	0	1
PRECODD	1	0	0	0	0	0

Tabela 27: Tabela de valores das variáveis e casos analisados na pesquisa. Fonte: dados da pesquisa.

Com a inserção dos dados da Tabela 27 no *software* Tosmana, foi possível gerar a tabela-verdade para as entradas fornecidas. O resultado da tabela verdade está no Quadro 1:

Truth Table:						
v1:	INST_EFIC	v2:	STK_PUB			
v3:	STK_PRIV	v4:	BALANC			
v5:	EST_SOC					
O:	OBS_SUCES	id:	Caso			
v1	v2	v3	v4	v5	O	id
0	1	0	0	1	0	FEDDIST
0	1	0	1	1	0	TARSOC
0	1	1	0	1	0	MP579, GASCONG
1	0	0	0	0	0	PRECODD
1	0	0	1	0	1	EXPU, IPOBR
1	0	0	1	1	0	BP
1	1	0	1	1	1	FIES, CREDAGRI

Created with Tosmana Version 1.54

Quadro 1: Tabela-verdade gerada pelo software Tosmana. Fonte: dados da pesquisa.

O Quadro 1 mostra o resultado do cálculo da tabela-verdade realizado pelo *software* Tosmana. A tabela-verdade, conforme discorrido na Capítulo 3 - METODOLOGIA, agrupa os casos em possíveis configurações binárias para o número de variáveis em cálculo. Como a presente pesquisa se desenvolveu em torno de seis variáveis, incluindo a variável de saída, o número de arranjos de valores binários possíveis para esta quantidade de variáveis é 2^6 , ou seja, 64 possibilidades. O *software* automaticamente filtra apenas os arranjos binários que tenham algum caso correlacionado, portanto, as possibilidades sem observação são descartadas no Quadro 1, restando apenas as sete combinações observadas nos dados. A variável *O* apresenta a variável de saída observada para os casos. Como se observa no Quadro 1, apenas dois arranjos, compreendendo quatro casos, tiveram saída positiva, ou seja, para as quais foi constatado algum grau de sucesso para a empresa na conciliação de interesses público-privados. O software agrupa casos com a mesma configuração de variáveis dependente e independentes em uma mesma linha, como é possível perceber na coluna *O* representada no Quadro 1. Destaca-se a ausência de casos contraditórios (Ragin, 2014) nesta análise, que seriam representados com um caractere *C* na coluna *O*, caso presentes. Os casos contraditórios seriam aqueles configurados em um conjunto de dois ou mais casos com a mesma configuração de variáveis independentes mas que produzissem saídas com valores divergentes. Na pesquisa ora apresentada, a existência de casos contrários seria o equivalente a dizer que casos apresentando as mesmas condições de

contexto, conteúdo e processo produzissem resultados contrários em termos de observação de sucesso no equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM. No entanto, conforme já observado, o modelo das variáveis gerado neste estudo não apresentou tal contradição. Caso uma situação como esta tivesse ocorrido, seria necessário revisar o embasamento teórico, a formulação das variáveis e a respectiva valoração das mesmas.

A partir da tabela-verdade, é possível realizar a dedução e a simplificação de fórmulas que representem as condições causais e respectivas saídas para os casos, com a criação de fórmula descritiva da teoria e observação dos fenômenos. Esta operação também foi realizada com o uso do software Tosmana, com os resultados apresentados a seguir no Quadro 2.

```

Tosmana Report

Algorithm: Quine
File: [caminho do arquivo de saída].xml
Settings:
    Minimizing:    1
    including      0 C

Variable Settings:

Name      Thresholds
INST_EFIC --
STK_PUB   --
STK_PRIV  --
BALANC    --
EST_SOC   --
OBS_SUCES --

Truth Table:

v1:  INST_EFIC      v2:  STK_PUB
v3:  STK_PRIV       v4:  BALANC
v5:  EST_SOC

0:   OBS_SUCES      id:   Caso

v1  v2  v3  v4  v5  0   id
0   1   0   0   1   0   FEDDIST
0   1   0   1   1   0   TARSOC
0   1   1   0   1   0   MP579, GASCONG
1   0   0   0   0   0   PRECODD
1   0   0   1   0   1   EXPU, IPOBR
1   0   0   1   1   0   BP
1   1   0   1   1   1   FIES, CREDAGRI

Result(s):

    INST_EFIC * stk_priv * BALANC * EST_SOC +    INST_EFIC * stk_pub * stk_priv * BALANC
    (FIES,CREDAGRI) (EXPU,IPOBR)

Simplifying Assumptions:

    INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}

    Number of Simplifying Assumptions: 1
-----

```

Simplifying AssumptionsINST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}Number of Simplifying Assumptions: 1

Simplifying Assumptions:

INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}

Number of Simplifying Assumptions: 1

INST_EFIC * stk_priv * BALANC * EST_SOC + INST_EFIC * stk_pub * stk_priv * est_soc
(FIES, CREDAGRI) (EXPU, IPOBR)

Simplifying Assumptions:

INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{0}EST_SOC{0} +
INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}

Number of Simplifying Assumptions: 2

Simplifying AssumptionsINST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{0}EST_SOC{0}
+INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}Number of Simplifying Assumptions: 2

Simplifying Assumptions:

INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{0}EST_SOC{0} +
INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}

Number of Simplifying Assumptions: 2

STK_PUB * stk_priv * BALANC * EST_SOC + INST_EFIC * stk_pub * stk_priv * BALANC
(FIES, CREDAGRI) (EXPU, IPOBR)

Simplifying Assumptions:

INST_EFIC{0}STK_PUB{1}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1} +
INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}

Number of Simplifying Assumptions: 2

Simplifying AssumptionsINST_EFIC{0}STK_PUB{1}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}
+INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}Number of Simplifying Assumptions: 2

Simplifying Assumptions:

INST_EFIC{0}STK_PUB{1}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1} +
INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}

Number of Simplifying Assumptions: 2

STK_PUB * stk_priv * BALANC * EST_SOC + INST_EFIC * stk_pub * stk_priv * est_soc
(FIES, CREDAGRI) (EXPU, IPOBR)

Simplifying Assumptions:

INST_EFIC{0}STK_PUB{1}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1} +
INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{0}EST_SOC{0}

Number of Simplifying Assumptions: 2

Simplifying AssumptionsINST_EFIC{0}STK_PUB{1}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1}
+INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{0}EST_SOC{0}Number of Simplifying Assumptions: 2

Simplifying Assumptions:

```

INST_EFIC{0}STK_PUB{1}STK_PRIV{0}BALANC{1}EST_SOC{1} +
INST_EFIC{1}STK_PUB{0}STK_PRIV{0}BALANC{0}EST_SOC{0}

Number of Simplifying Assumptions: 2
-----

Created with Tosmana Version 1.54

```

Quadro 2: Comparação dos casos com uso do *software* Tosmana. Fonte: dados da pesquisa.

O Quadro 2 apresenta os resultados a análise do *software* Tosmana dos dados da tabela-verdade apresentada anteriormente. Para a execução deste procedimento, foram utilizadas as configurações exibidas na Figura 3, mostrada a seguir.

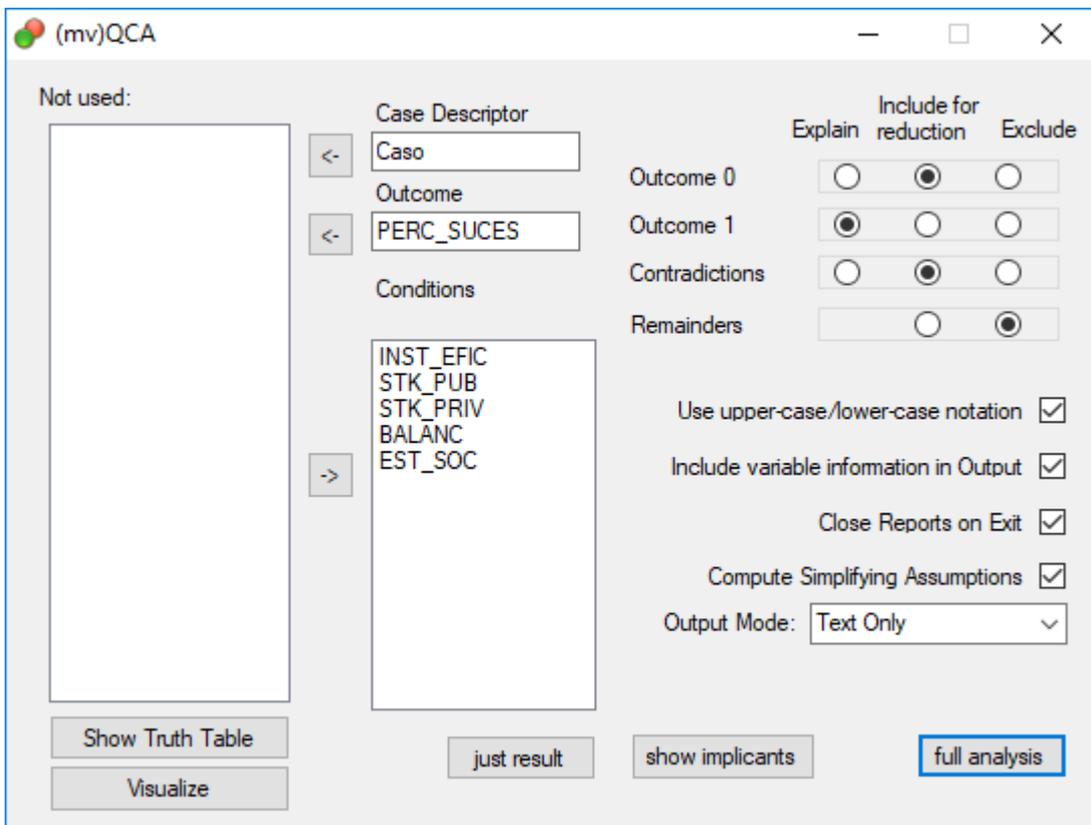


Figura 3: configurações para cálculo da comparação dos casos da pesquisa no software Tosmana.

A Figura 3 mostra que a variável de saída e as condições foram ajustadas conforme preconizado na seção de metodologia. Na configuração de explicação, redução e exclusão foi incluída para explicação apenas a variável de saída presente, ou valor 1, pois desejou-se apenas produzir a fórmula que explicasse a saída *presente*, indicando presença de sucesso na conciliação de

interesses públicos e privados nos casos estudados. Todavia, os casos com saída zero e possíveis contradições foram incluídos para serem considerados pelo *software* para produzir a redução da fórmula final. O objetivo desta escolha foi o de gerar as fórmulas mais simples possíveis, ou seja, com menos variáveis. As configurações com saídas ausentes, de fato, auxiliaram neste objetivo, permitindo simplificações de redução.

A fórmula resultante da análise *csQCA*, destacada Quadro 2 apresentada anteriormente, é a seguinte:

$$INST_EFIC * stk_priv * BALANC * EST_SOC + INST_EFIC * stk_pub * stk_priv * BALANC$$

(FIES, CREDAGRI) (EXPU, IPOBR)

No Quadro 2, abaixo da fórmula gerada, são exibidas as demonstrações das simplificações utilizadas pelo *software* para produzir a fórmula final da análise comparativa. Ao todo, duas suposições simplificantes foram realizadas pelo procedimento, na geração da fórmula-resultado. Este procedimento de simplificação não elimina condições causais, mas utiliza a lógica booleana para produzir eliminações possíveis com os dados inseridos, razão esta pela qual foi inserida no *software* a instrução de considerar tanto as saídas classificadas como *ausente* quanto as saídas classificadas como *presente* para o cálculo, conforme mostra a Figura 3. As configurações de casos com a saída com valor *ausente*, apesar de não serem a prioridade do trabalho, inserem poder explicatório ao modelo, o que permitiu, neste trabalho em específico, duas reduções por simplificação. Caso não fosse utilizado este recurso, conforme teste efetuado, não haveriam simplificações e a fórmula resultante seria consideravelmente maior.

Como procedimento de validação, o mesmo cálculo foi realizado no *software* R, no pacote *QCA*. O objetivo deste duplo-cálculo foi o de reduzir o risco de falha de *software* ou de erros diversos de configuração. Caso o resultado se apresente o mesmo, advindo de dois *softwares* diferentes, entendeu-se que o risco de erro de configuração e *software* tenha sido minorado. A Figura 4 mostra a configuração utilizada na verificação redundante do teste no *software* R:

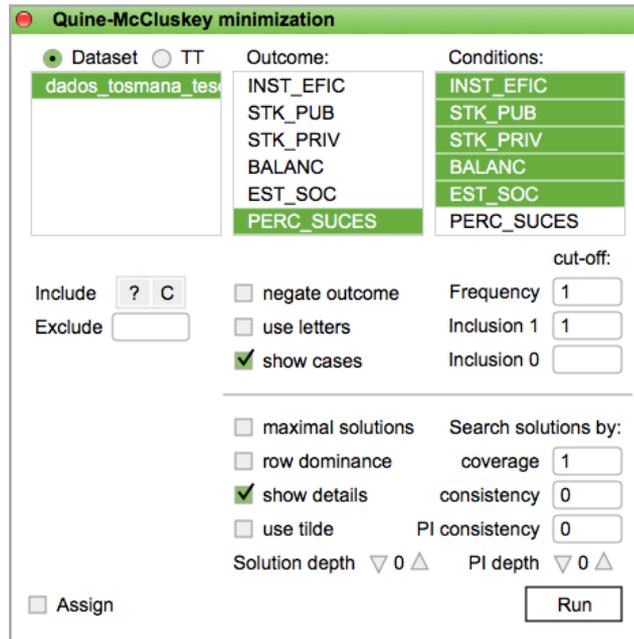


Figura 4: Configuração da comparação QCA no software R, para redundância de validação.
Fonte: dados da pesquisa.

O resultado produzido sobre os mesmos dados de entrada pode ser visto no Quadro 3:

```

OUT: output value
  n: number of cases in configuration
incl: sufficiency inclusion score
PRI: proportional reduction in inconsistency

  INST_EFIC STK_PUB STK_PRIV BALANC EST_SOC  OUT   n  incl  PRI  cases
10      0      1      0      0      1      0   1  0.000 0.000 FEDDIST
12      0      1      0      1      1      0   1  0.000 0.000 TARSOC
14      0      1      1      0      1      0   2  0.000 0.000 MP579,GASCONG
17      1      0      0      0      0      0   1  0.000 0.000 PRECODD
19      1      0      0      1      0      1   2  1.000 1.000 EXPU,IPOBR
20      1      0      0      1      1      0   1  0.000 0.000 BP
28      1      1      0      1      1      1   2  1.000 1.000 FIES,CREDAGRI

n OUT = 1/0/C: 4/6/0
Total      : 10

Number of multiple-covered cases: 0

M1: INST_EFIC*STK_PUB*stk_priv*BALANC*EST_SOC + INST_EFIC*stk_pub*stk_priv*BALANC*est_soc
<=> OBS_SUCES

                                     inclS  PRI    covS  covU  cases
-----
1  INST_EFIC*STK_PUB*stk_priv*BALANC*EST_SOC  1.000  1.000  0.500  0.500  FIES,CREDAGRI
2  INST_EFIC*stk_pub*stk_priv*BALANC*est_soc  1.000  1.000  0.500  0.500  EXPU,IPOBR
-----
M1                                     1.000  1.000  1.000

```

Quadro 3: Dados de saída do software R para o cálculo de csQCA sobre os dados da pesquisa.
Fonte: dados da pesquisa.

Observa-se no Quadro 3 que a tabela-verdade apresentada pelo *software* R foi calculada da mesma forma que no *software* Tosmana. A fórmula gerada como resultado final também é a mesma, porém, sem a redução por simplificação. Os casos resultantes também foram agrupados da mesma maneira: FIES e CREDAGRI para a primeira condição verdadeira da fórmula e EXPU e IPOBR para a segunda condição verdadeira da fórmula. Desta forma, conclui-se que há consistência suficiente de método de cálculo da comparação dos casos através de *software* na forma csQCA.

4.4. Interpretação dos resultados

A fórmula gerada pelo *software* Tosmana, utilizada na discussão deste ponto em diante, apresentou os seguintes fatores:

$$\text{INST_EFIC} * \text{stk_priv} * \text{BALANC} * \text{EST_SOC} + \text{INST_EFIC} * \text{stk_pub} * \text{stk_priv} * \text{BALANC}$$

Conforme abordado no capítulo 3 METODOLOGIA, as variáveis apresentadas em caixa-alta representam condição presente necessária, e as variáveis apresentadas em caixa-baixa representam condição-ausente necessária. O operador sinal de multiplicação * entre as variáveis, de acordo com a lógica booleana, corresponde ao operador lógico *E* ou *AND*, e o operador sinal de adição + representa o operador lógico *OU* ou *OR*. Desta forma, a fórmula dada é interpretada como segue:

Para a ocorrência de sucesso em equilibrar os interesses conflitantes públicos e privados nas SEM, é necessário:

que haja a presença de institucionalização de valores de eficiência E não haja saliência do stakeholder privado E haja estratégia de balanceamento E haja estratégia com foco social

OU

que haja presença de institucionalização de valores de eficiência E não haja saliência do stakeholder público E não haja saliência do stakeholder privado E haja estratégia de balanceamento

A primeira explicação compreende os casos do Financiamento Estudantil – FIES e do CREDIAGRI - Crédito Agrícola, ambos da empresa Banco do Brasil, e a segunda compreende

os casos da exportação de urânio enriquecido para a Argentina - EXPU, da empresa INB e da Oferta Pública de Ações da BR Distribuidora - IPOBR, da empresa Petrobras, conforme pode ser observado na linha inferior à fórmula final gerada no software Tosmana, exibida no Quadro 2.

A partir destas fórmulas poder-se-iam realizar algumas inferências, a primeira com respeito à configuração:

$$\text{INST_EFIC} * \text{stk_priv} * \text{BALANC} * \text{EST_SOC}$$

Esta parte da fórmula pode ser traduzida da seguinte maneira: *para obter sucesso no equilíbrio de interesses públicos e privados nas SEM, quando houver estratégia social, é necessário que haja a presença de institucionalização de valores de eficiência, que não haja saliência dos stakeholders privados e que haja estratégia de balanceamento dos interesses públicos e privados por parte da direção da SEM.*

Nesta configuração, se as outras condições estiverem como preconizadas, a saliência do *stakeholder* público não afetará o resultado. Assim, o método csQCA, através do *software*, ignorou a existência de saliência do *stakeholder* público. É necessário lembrar que a fórmula foi baseada nos casos estudados e alimentados no *software*. Desta forma, a condição necessária de ausência de saliência dos *stakeholders* privados não deveria ser interpretada como um objetivo a ser buscado pela organização para que a estratégia tenha sucesso e, sim, à luz dos casos estudados, que, quando *não* houve saliência dos *stakeholders* privados e as demais condições estiveram tais como se dispuseram, houve uma saída positiva para a empresa. Isto implicaria que, de acordo com os casos analisados, a estratégia adotada e o contexto em que foi implementada não despertaram a oposição dos *stakeholders* privados. Esta interpretação é apoiada pelo fato de que a fórmula apresenta a necessidade de observância da institucionalização de valores de eficiência do contexto organizacional e de estratégias de balanceamento de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, ou seja, que para que haja pelo menos um mínimo de sucesso observado para a estratégia adotada pela empresa, há a necessidade da presença de valores e objetivos tanto públicos quanto privados, em se tratar de estratégias de objetivo social.

A outra configuração que resultou na saída de sucesso para a empresa na conciliação de interesses públicos e privados, foi o seguinte:

A leitura desta segunda parte da fórmula seria: *quando há ausência de saliência por parte tanto de stakeholders públicos quanto stakeholders privados, a presença de institucionalização de valores de eficiência do mercado e a adoção de estratégias de balanceamento de interesses públicos e privados* bastariam para produzir ao menos um mínimo de sucesso para a empresa.

De relevância para o desenvolvimento da teoria é a observação que em ambas as partes da fórmula gerada, ou seja, nas duas maneiras a chegar a um resultado de sucesso para a empresa, a institucionalização de valores de eficiência e a realização de ações para balanceamento de interesses públicos e privados se mostraram necessárias. Em outras palavras, para produzir a saída positiva de sucesso no equilíbrio de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, é condição necessária - embora não suficiente, já que outras condições influenciam o resultado - que as empresas tenham institucionalizado os valores de eficiência econômica vigentes no contexto em que atuam. Da mesma maneira é também condição necessária, porém não suficiente, que a empresa tenha envidado ações concretas para equilibrar os interesses públicos e privados.

Ainda, considerando-se a fórmula final gerada pelo método csQCA no software Tosmana, percebe-se que a não-saliência do *stakeholder* privado é condição necessária, mas não suficiente, para a observação do sucesso da estratégia de equilíbrio de interesses público e privado nas Sociedades de Economia Mista no Brasil. Esta produção, derivada do conhecimento dos casos, poderia ser explicada pelo fato de que os *stakeholders* privados salientes podem, efetivamente, influenciar na observação da capacidade da empresa em gerar sucesso mínimo no equilíbrio de interesses entre os *stakeholders* proprietários privado e público. Apesar de ser uma conclusão aparentemente óbvia, através das teorias estudadas e dos dados levantados, foi possível perceber que a legitimidade de uma SEM pode ser afetada se esta não for considerada por seus *stakeholders* como buscando o equilíbrio dos interesses público e privado nas suas ações, e em termos de interesses especificamente privados, provavelmente a eficiência econômica. Neste caso, é possível que a organização observe decréscimo na sua capacidade de financiamento a baixo custo e nas negociações em que depende em grau substancial dos atores dos mercados de capital e financeiro privado. Novamente, rememora-se que a interpretação de melhor ajuste para esta condição observada, de o *stakeholder* proprietário privado não estar saliente, não é a de que as empresas que buscam a neutralização deste ator obtêm mais sucesso nas suas estratégias de equilíbrio de interesses. Poderia significar, sim, que o *stakeholder* proprietário

privado não foi saliente porque tenha concedido, no período analisado, legitimidade à empresa, por esta atender às pressões institucionais de eficiência do contexto organizacional.

Ainda sobre a análise da fórmula resultante gerada pela aplicação do método *csQCA*, considera-se que, apesar de as organizações realizarem estratégias no intuito de procurar o balanceamento de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, nem sempre este balanceamento foi suficiente para a produção da observação de que houve sucesso no balanceamento dos interesses daqueles atores. Em outras palavras, a simples tentativa de balancear as expectativas dos proprietários público e privado não necessariamente produziria o sucesso da decisão estratégica na forma do equilíbrio dos interesses de ambos os lados.

Finalmente, observa-se que a fórmula gerada evidencia o fato de que o sucesso na conciliação de interesses de natureza público-privada não seria uma tarefa simples ou meramente casuística. Envolve a conjugação de um conjunto de variáveis. Observa-se, ainda, que a fórmula resultante da análise dos dados da pesquisa, ou seja, as duas configurações de variáveis geradas com aplicação da metodologia *csQCA* foi robusta, conseguindo explicar todos os casos que exibiram valor positivo para a variável de saída, ou variável dependente.

4.5. Discussão

As empresas estudadas, de onde foram extraídos os casos para análise, apesar de fazerem parte do universo em foco deste estudo – as Sociedades de Economia Mista – SEM, são significativamente diversas entre si, tanto em termos de sua área de atuação quanto em termos do contexto e período em que foram criadas. O contexto das empresas selecionadas para estudo, tanto no espectro externo quanto interno, se revelou, com o desenrolar da pesquisa, profundamente ligado aos processos de tomada de decisão, o que teria ficado mais explícito nas entrevistas realizadas, mas também foi amplamente evidenciado nos dados das reportagens e dos documentos de acesso público que foram recuperados para análise.

Percebeu-se que cada uma das organizações analisadas surgiu em momentos diferentes da história do Brasil e com objetivos diferentes, mas que poderiam ser mais ou menos agrupados. Esta origem teria a influência de estabelecer uma história organizacional que guiaria seus mecanismos de institucionalização, fazendo com que as organizações se tornem diferenciadas de acordo com a sua experiência passada. Haveria, neste sentido, pressões divergentes e

convergentes em torno de isomorfismo destas organizações. Por exemplo, o fato de o Banco do Brasil ter sofrido um processo de alteração significativa no papel que vinha desempenhando tanto para o Governo como para o Mercado a partir de 1986, conforme explorado por Silva e Alperstedt (2013), expôs esta empresa a um nível de concorrência que a teria aproximado em grande medida às práticas das instituições financeiras privadas. Assim, pressões institucionais privadas em termos de regulação e adoção de práticas legitimadas do contexto organizacional teriam sido intensificadas sobre a organização, fazendo-a tanto mais semelhante às formas privadas quanto mais influentes seriam estas forças verticalmente e horizontalmente, ou seja, em termos de intensidade e duração (DiMaggio & Powell, 1983; Meier & Rowan, 1977; Oliver, 1991; Scott, 2014). Empresas que se mantiveram, em certa medida, menos dependentes do Mercado por terem sido menos expostas à concorrência, por operarem em segmentos com exclusividade garantida por questões de legislação ou políticas de governo, teriam configuração de pressões de institucionalização diferenciadas, o que faria com que as mesmas tivessem conflitos e arranjos díspares de tensões entre os aspectos público e privado dos *stakes* sobre estas. Seria possível considerar Petrobras e Eletrobras operando nesta condição. Como discorrido, um movimento aparentemente contínuo tem trazido ao contexto destas organizações um processo de desinstitucionalização da burocracia estatal, burocracia esta cujas características foram traçadas e linhas gerais por Pereira (2008; 2001). Este processo envolveria, entre outros fatores, a inserção paulatina destas empresas em um contexto de competição, tornando a exploração das atividades outrora exclusivamente estatais uma atividade de mercado, onde, em maior ou menor grau, competidores privados nacionais e estrangeiros passam a atuar em certa medida. Já a INB e a CBTU seriam empresas criadas, ambas, nos anos 1980 sobre as reminiscências de uma atividade da Eletronuclear e da antiga RFFSA, respectivamente. A INB possui característica de exclusividade na exploração da atividade de produção de combustível nuclear, e a CBTU, embora não seja caracterizada pela exclusividade de exploração da atividade de transporte coletivo, em termos práticos acabaria detendo o monopólio do transporte ferroviário urbano nas regiões geográficas onde atua, por ausência de competidores e as características inerentes do serviço prestado.

Estas características externas, conforme a pesquisa, poderiam em certa medida explicar determinadas práticas e estruturas encontradas em cada uma das empresas. No entanto, percebe-se que, pelos resultados, não há uma simetria que aporia estas empresas em uma esteira de saída definida apenas pelo seu contexto. Por exemplo, percebeu-se, pelos dados, que apesar de INB e CBTU compartilharem diversas características, conforme abordado anteriormente, os

resultados divulgados nos documentos publicados por ambas as companhias, a narração da mídia especializada sobre os fatos econômicos e sociais envolvendo as mesmas e as estratégias e planos futuros colocam estas organizações em posições significativamente diferentes. Da mesma forma, Eletrobras, Petrobras e Banco do Brasil compartilham similaridades, todavia também demonstram disparidade entre as suas estruturas, valores e forma de atuação. Não é do escopo deste trabalho analisar comparativamente e metodologicamente a morfologia organizacional das cinco empresas estudadas, tampouco produzir uma análise longitudinal que explique as formas e decisões estratégicas empreendidas nos casos estudados neste trabalho. Todavia, traz-se com este racional a ideia de que o ambiente organizacional que envolve e, de certa forma, define as SEM, é complexo e demanda aprofundamento.

Nos casos estudados, foi possível perceber que as características organizacionais das empresas nos quais os casos surgiram influenciaram, mas não determinaram a saída da comparação. A influência se torna patente quando se considera que *a variável de institucionalização de valores de eficiência do contexto organizacional se refere à empresa, e não ao caso*. Assim, o resultado dos casos, pode-se considerar, foi diretamente influenciado pelas organizações onde os mesmos ocorreram. No entanto, não houve empresas que se posicionaram como eminentemente vitoriosas e incólumes dadas as suas características organizacionais, mesmo que nesta variável tenha sido observada a internalização de valores de eficiência do contexto organizacional em determinado caso. Em termos, cada caso apresenta uma configuração única de arranjos de interesses dos *stakeholders* proprietário público e privado, de adoção de estratégias de abordagem às pressões institucionais e características organizacionais com maior ou menor legitimidade do contexto, dependendo, inclusive, de sua observação no tempo. Assim, a internalização de valores de eficiência do contexto organizacional, apesar de ter sido encontrada como importante no presente estudo, não pode ser considerada como suficiente para a observação de sucesso no equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado das SEM. Além disso, cada caso apresentou sua idiosincrasia, traduzida no conteúdo da decisão estratégica que o mesmo representou, dicotomizada na pesquisa em termos de estratégia com foco público-social ou privado-rentista. Este nexos de configurações, correlacionado com a saída observada na pesquisa em termos de sucesso na estratégia de equilíbrio de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, permitiu o aprofundamento dos fatores influenciadores dos casos e não necessariamente das empresas. O sucesso observado e avaliado das organizações-hospedeiras destes fenômenos demandaria estudo à parte, o que é sugerido no capítulo de conclusão.

Ressalta-se aqui que, o que foi de interesse nesta análise de cada um dos casos, foram as suas consequências para as respectivas SEM, a sustentabilidade econômico-financeira destes: a satisfação dos acionistas público e privados e de outros *stakeholders* das SEM medida através de indicadores e de reações dos *stakeholders* à implantação dos casos selecionados para estudo. Assim sendo, é possível que um caso avaliado como bem-sucedido, ou ao menos como equilibrando, satisfatoriamente, as pressões públicas e privadas sobre a organização, possa não ser considerada de sucesso para o contexto em geral, sobretudo se considerado o longo prazo. Da mesma forma, eventuais críticas e insucessos percebidos através das fontes foram consideradas dentro desta perspectiva, ou seja, foi realizada isenção da responsabilidade da empresa em relação ao Governo no que se referiu à ideação da política e sua parametrização. Em outras palavras, as ações do Governo, na forma de políticas, programas e projetos, não foram atribuídas como tendo sua origem na empresa em estudo, a menos que esta situação tenha sido explicitamente configurada. Os casos em que se entendeu que os fracassos e críticas foram derivados de fatores e adversidades alheios às empresas em estudo foram tratados desta forma, podendo não terem sido necessariamente considerados como fracassos das decisões estratégicas estudadas.

De forma geral, as proposições criadas sobre a fórmula final gerada pelo método adotado demonstram que, nas observações realizadas na pesquisa, o equilíbrio de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado é alcançado *não apenas* no contexto interno da organização, que envolveria a institucionalização de valores do contexto externo e a consequente legitimação institucional. Em termos, seria insuficiente que apenas as condições internas da empresa, envolvendo a adoção de tais instituições, legitimadas pelos *stakeholders* mais salientes, fossem suficientes para aquela observação de sucesso no citado equilíbrio. De igual forma, a configuração dos *stakeholders* externos, nos cenários diversos que foram pesquisados, sem uma ação aparentemente proativa e intencional das organizações em prover a institucionalização de valores do contexto externo e sem as estratégias de balanceamento de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, seriam igualmente ineficazes para a percepção do sucesso no equilíbrio dos interesses discutidos. Percebe-se, pela pesquisa, que a observação de sucesso no equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado adviria, então, de fatores associados, quando considerados os contextos interno e externo das organizações. De acordo com os dados empíricos e com as teorias estudadas, a organização influenciaria o seu contexto externo em maior ou menor grau assim como seria influenciada por este no seu contexto interno. A eficaz negociação de constituintes

institucionais com os *stakeholders* externos produziria resultados percebidos como minimamente satisfatórios para os *stakeholders* proprietários público e privado.

Durante a pesquisa foi possível perceber um relativamente intenso movimento de ideias dos entrevistados e em fontes de mídia especializada em torno da percepção de uma polarização das filosofias políticas que regem o País. Houve disparidade de entendimento, nas fontes, em quais seriam os reais papéis das SEM no contexto nacional, sendo que não se intenta aqui realizar qualquer tipo de avaliação ou julgamento sobre qual seria a visão mais apropriada para abordar o papel destas empresas no cenário nacional e internacional. Houve a sedimentação da ideia, em parte considerável das fontes, de que o poder público deve prover o bem-estar social e que os interesses privados atuariam significativamente contra este objetivo por focarem no interesse rentista em detrimento do interesse geral público, sobretudo se houver investimento de recursos em ações que não dividam maximização de renda para a empresa e seus acionistas. Além disto, a manifestação de mitos institucionais de cada uma das organizações parece ter sido bastante relevante na legitimação da atuação da empresa (DiMaggio & Powel, 1983; Meyer & Rowan, 1977). Isto produziria um aparente paradoxo de que as SEM poderiam ser injustificadas por não serem tão eficientes quanto possíveis pares privados, mas que, devido à função social destas empresas e consequente legitimação atribuída pelo contexto às mesmas, a sua existência nesta forma seria justificada.

Entre os mitos e valores apresentados pelos entrevistados, durante a pesquisa, está a ideia de que as empresas controlam recursos que são estratégicos e demasiadamente valiosos para a Nação para serem deixados em mãos de agentes privados. Receios de que o País perderia o controle sobre as fontes de energia, de que as informações estratégicas com potencial uso militar associadas ao mapa e ciclo hidrológico no Brasil poderiam ser usadas por outros países para fins detratores do interesse nacional, dentre vários outros exemplos, parecem ter sido importantes para diversas fontes. Isto possivelmente influenciaria na definição não apenas da orientação política dos respectivos entrevistados, mas também representaria uma cadeia de valores que justificaria moralmente aos mesmos a própria atuação nas empresas em que são colaboradores. Ainda, a visão de outras fontes, agora tanto entrevistados quanto a mídia especializada, seguiu em direção oposta, se manifestando veementemente contra a intervenção do Governo nas SEM como um exemplo da aversão da intervenção na própria economia em si. Para estas fontes, parece ter ficado claro que a atuação pública na administração das SEM é, quase sempre, indesejável, por ocasionar a perda de eficiência das organizações em termos de

usos subótimos de recursos e por perdas associadas à alegada incompetência técnica de figuras políticas dentro da organização e a fragilidade desta frente aos esquemas de corrupção.

Percebeu-se que a influência da discussão político-partidária nacional pode ter efeito significativo no posicionamento dos atores dentro das organizações, sendo que não foram raras as manifestações a favor ou contra presidentes e ex-presidentes, como Michel Temer, Dilma Rousseff, Lula e Fernando Henrique Cardoso – FHC. Da mesma forma, citações ao Partido dos Trabalhadores – PT e ao Partido da Social Democracia Brasileira – PSDB foram realizadas em diversos pontos. A característica pública das SEM faria destas empresas possivelmente uma arena onde as discussões políticas ganhassem maior vulto dada a proximidade e a susceptibilidade destas ao Governo Federal, ao mesmo tempo em que este modelo organizacional mantém portas abertas aos *stakeholders* privados. Parece que, para vários entrevistados, a discussão da temática do conflito de interesses público e privado nas SEM seria uma instância de um conflito maior, entre ideologias políticas socialistas e neoliberais, entre partidos políticos e mesmo entre presidentes e ex-presidentes da república onde, de um lado, estariam Michel Temer e FHC e, de outro, Lula e Dilma Rousseff. Estes foram os quatro últimos presidentes que abrangeram praticamente a totalidade dos casos estudados, e as manifestações dos entrevistados e mesmo da mídia especializada frequentemente apresentam juízo de valor aplicado diretamente a estas figuras políticas e seus partidos. Estas visões parecem ter se distribuídas de forma mais ou menos homogênea entre os entrevistados, sendo que nas fontes da mídia especializada, a visão de eficiência tenha sido mais frequente em relação à preocupação com o aspecto social na atuação das SEM. Com a consideração desta característica e deste possível viés inerente das fontes estudadas, na análise dos dados da pesquisa se buscou neutralizar as influências de visão política e ideológica daquelas. Isto foi buscado pela consideração dos fatos apresentados, na medida do possível excluídos de opiniões e juízos de valor, e pela própria consciência da existência destes direcionamentos existentes na visão das fontes.

Neste cenário de discussão política e social, com as conseqüências das operações do Poder Judiciário e da Polícia Federal sobre os casos de corrupção nas estatais e mesmo empresas privadas no Brasil, um debate sobre a pertinência do modelo não apenas das SEM, mas das estatais como um todo parece ter sido levantado:

“Chegou o momento de a sociedade brasileira debater a utilidade da existência de tantas estatais no país - para ser exato, 149 apenas no âmbito federal: 48

sob controle direto da União e 101, subsidiárias das controladas; do total, 41 são ligadas à Petrobras, 38 à Eletrobras e 16 ao Banco do Brasil. O que o país ganha mantendo todas essas empresas sob o manto do Estado? (Romero, 2017, dezembro 6).

Na pesquisa houve uma percepção de que, como resultado das investigações dos esquemas de corrupção nas Estatais envolvendo, por vezes, empresas privadas de grande porte, ações de transformação das organizações estariam sendo engendradas. Estas transformações seriam relativamente significativas, envolvendo mudanças na estrutura de gestão, adoção de valores institucionais de eficiência advindos do contexto sobretudo privado, diminuição da ingerência do Governo nas empresas, empoderamento dos acionistas privados, participação em índices especiais de bolsas de valores, dentre outros. No entanto, como observou uma das fontes:

Um ex-presidente do Banco do Brasil, que falou sob a condição de anonimato, acha que o fortalecimento dos mecanismos de governança tem efeitos apenas temporários - por isso ele propõe a privatização. "O BB já teve o seu momento de reconstrução, equivalente ao que está acontecendo na Petrobras agora", disse, referindo-se à criação de comitês de crédito e outras salvaguardas adotadas a partir de 1996, quando o banco foi socorrido com uma capitalização de R\$ 8 bilhões do Tesouro. "Mas as bases daquela reconstrução não resistiram ao desmonte. O melhor seria privatizar o BB." (Ribeiro, 2018, março 5).

A visão de que os mecanismos institucionalizados e controle e governança seriam insuficientes para garantir a operação isonômica das SEM no mercado nacional e internacional estaria de acordo com a ideia apresentada por Meyer e Rowan (1977) sobre o processo de institucionalização nas organizações. Para os autores, o processo de institucionalização pode desacoplar meios e fins nas estruturas organizacionais, fazendo com que os controles existentes sejam praticamente inefetivos sob certas circunstâncias. As organizações se fundamentariam, sobretudo, na legitimidade de processos obtidos do ambiente organizacional, considerados eficazes pelas fontes institucionais – neste caso os *stakeholders* privados, mas a eficácia destes estaria limitada pelo interesse da organização em auferir benefícios com a não-execução efetiva dos mesmos.

Outros defendem transformar os bancos em "corporações", empresas com capital diluído em bolsa. Nesse caso, o governo teria uma "golden share" para manter as políticas públicas nas instituições. "Acho que transformar em corporação com governança pode ser uma solução", diz o ex-BC Armínio Fraga. "Não tenho esperança no modelo que deixa o governo como acionista controlador." (Ribeiro, 2018, março 5).

No entanto, a depender do contexto interno das organizações, tais processos poderiam, efetivamente, ser levados a cabo para produzir as saídas desejadas. Neste sentido, a teoria de

stewardship proveu evidências de que os administradores das organizações poderiam, efetivamente, se posicionar em favor do interesse da empresa no longo-prazo, e este posicionamento das figuras de poder teria influências na formação de cultura dentro da organização.

[ENTREVISTADOR] E esses, digamos assim, cientistas dentro do Banco do Brasil, quais são as fontes que eles bebem para trazer essas inteligências para dentro do Banco? [ENTREVISTADO] Eu estou falando de cientistas no *stricto-sensu* mesmo, estou dizendo que fez o doutorado, o cara que fez o mestrado, pós-doutores ou na própria universidade corporativa do Banco, processos estruturados que permitem que venham essas novas ideias. *Benchmarking*, então eu acho que não só essa formação de academia, mas também a experiência que essas pessoas, juntando essas coisas, eu acho que nós temos boas cabeças pensando em um futuro melhor. Mesmo que tenham alguns direcionamentos, como conviver, igual você falou no início, com a parte pública que gera manutenção e o outro lado que quer ter o retorno. (Entrevistado 22).

Conforme declarado pelo Entrevistado 22, o comportamento *steward* de agentes dentro da organização pode ter aberto novos canais de institucionalização, como a internalização de valores advindos da academia e dos cursos de formação externos à organização. Um ambiente favorável a *stewardship* poderia influenciar, conforme sugerido, o processo de estruturação da tomada de decisão estratégica na empresa. O indivíduo também parece ter tido papéis pontualmente relevantes, de acordo com o declarado pelo Entrevistado 12, da Eletrobras:

E quando você... quando você [se referindo ao entrevistador] diz assim... "Por que você fez?" primeiro... pessoal. Segundo, eu não tinha nenhum compromisso de político. Né? Nunca fui afiliado a nenhum partido... tá certo. Terceiro: fui empregado da empresa, tá certo? ...e sabia das mazelas da empresa. E chegando lá, o meu plano-missão foi exatamente resolver as questões estruturais, pra deixar a empresa sadia, sabendo que isso poderia estar até comprometendo a minha carreira. Mas aí tem um detalhe que você anotou: competência, ...é uma coisa que ninguém tira de ti, e é reconhecida. Tá certo? Mesmo que você não tenha apoio político, mas competência... você é reconhecido dentro da empresa pública... é reconhecido fora... e isso ninguém vai te tirar não. E eu acho que vale a pena você ter a coragem de fazer diferente, e de fazer acontecer. Isso é uma questão de princípio, de valores. Porque eu acho que princípio e valor é algo... sacrossanto. Você não pode dizer e não praticar. Você tem que praticar. (Entrevistado 12).

Um dos fatores que favoreceria o comportamento em torno de *stewardship* nas organizações seria, até certo grau e dentro de dadas possibilidades, a independência do tomador de decisão. Miller e Sardais (2011) relacionaram a característica de independência dos líderes organizacionais como um dos fatores que levariam ao desenvolvimento do comportamento *steward*, citando o caso da Renault, na França, nos anos 1950, curiosamente em uma relação

com o Governo francês, como exemplo de uma empresa onde este fenômeno teria ocorrido. A identificação do agente ou *steward* com os objetivos do principal seria, possivelmente, talvez a principal característica do comportamento *steward* (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Portanto, condições que permitam o alinhamento destes interesses possivelmente abririam as portas para o tipo de comportamento *steward* descrito na teoria.

A INB, no meu ponto de vista, tem como força o seu passado tecnológico que ela adquiriu. Então ela tem quadros técnicos que estão relacionados ao objetivo da INB, essa é uma força. A segunda força é que ela tem um bom corporativismo, isto é, são empregados preocupados em vender qualidade da empresa e também empregados que tem na INB seu projeto definitivo de carreira profissional (Entrevistado 28)

Se os empregados, conforme descrito pelo Entrevistado 28, da INB, tiverem incentivos para o alinhamento de interesses com a organização, é possível que haja, portanto, majoração do comportamento *steward* e, assim, menor comportamento *agente* (Jensen & Meckling, 1976). Desta forma, a empresa estaria apta a colher benefícios de *stewardship* de seus agentes e menos danos e custos de controle do comportamento oportunista descrito na teoria da agência.

A retomada da mineração e o PDV fazem parte do planejamento estratégico de dez anos da companhia, cujo objetivo principal é chegar a 2026 "gerando lucro independentemente de recursos do Tesouro, sendo capaz de investir em seus processos com recursos próprios", afirmou Gonzaga, funcionário de carreira da INB, onde ingressou em 2000. (Polito, 2018, fevereiro 18).

Apesar de a INB ter sido mencionada pela mídia especializada como tendo forte influência política na indicação dos cargos, a pesquisa desenvolvida também mostrou que haveria uma preferência por formação técnica na liderança, com endogenia, como o caso descrito por Polito (2018, fevereiro 18). Por outro lado, um ambiente interno ausente das características de *stewardship* e/ou contrário às mesmas poderia ter o efeito oposto:

Com certeza, o valor e a própria gestão, porque os próprios empregados que estariam ali bem-intencionados, querendo produzir, quando eles começam a ver essas coisas eles se sentem desestimulados também a continuar produzindo. Eu vou continuar mais para que? Dar o meu sangue aqui na empresa para que? Para que continuem se beneficiando disso? Que não seja aquele que o objeto social da empresa permite? (Entrevistado 24).

Desta forma, a pesquisa proveu evidências de que o comportamento de *stewardship* pode ter influência na importação de valores institucionais e no desenvolvimento de cultura interna com vistas à manutenção da sobrevivência da empresa no longo-prazo, diminuindo mesmo os custos associados ao oportunismo dos agentes. Este comportamento poderia influenciar a variável

institucionalização dos valores de eficiência do contexto organizacional, usada nesta pesquisa, conforme descrito na Tabela 12. Assim, é possível delinear que o comportamento de agência, que de acordo com a teoria de *stewardship* não seria a única explicação possível dentro do ambiente organizacional (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997), teria custos que impactariam a eficiência da empresa. Esta díade de comportamento *agente-steward* presumivelmente assumiria valores contínuos nas empresas, sendo que aquelas mais suscetíveis ao oportunismo do agente, ou onde este comportamento estivesse presente em maior grau, teriam maior desvantagem.

Uma outra inferência permitida para esta constatação seria a de que os processos institucionais nas organizações não seriam apenas reativos, ou seja, a empresa seria passiva nas forças institucionais que se apresentam no intuito de influenciá-la. A postura dos gestores organizacionais poderia, até certo ponto, como discorrido acima, selecionar fontes de pressões institucionais, em maior ou menor grau, para que a organização seguisse um determinado objetivo. Assim, as fontes de pressões institucionais seriam heterogêneas, talvez mesmo conflitantes, e as organizações poderiam, conforme o próprio contexto interno destas, exercer discricionariedade na exposição e atendimento a estas fontes a fim de determinar os rumos a serem seguidos.

Ainda de interesse para esta pesquisa foi a evidência de que haveria um processo de transformação das SEM que poderia seguir certos padrões que tenderiam a produzir saídas possivelmente com semelhanças. Conforme descrito por Ribeiro (2018, março 5), o Banco do Brasil passou por um processo de influência política intensa no passado, o que teria levado a uma crise organizacional que culminaria com o aporte de massivo suporte do Tesouro Nacional na organização em meados dos anos 1990 (Silva & Alperstedt, 2013). Este fato teria levado a organização a receber um ultimato não apenas do Governo como, de certa forma, da própria sociedade em termos de legitimação, no sentido de tornar a sua operação sustentável e gerar valor para a companhia e para a sociedade. Um processo semelhante poderia estar ocorrendo em anos recentes na Petrobras e na Eletrobras, haja vista escândalos de corrupção e severas críticas quanto a possível má-gestão dos recursos destas companhias, conforme já abordado anteriormente neste capítulo. Percebe-se que há pressões consideráveis dos *stakeholders* público e privado no sentido da transformação da estrutura de gestão, governança e controles internos destas organizações em alinhamentos que conformar-se-iam aos valores do mercado de capitais e financeiro. Isto seria necessário para que os fluxos de investimento continuem

aportando na empresa, tanto na alienação e comercialização dos seus papéis quanto em possível menor custo de financiamento das suas operações. De acordo com a pesquisa efetuada, o BB teria passado por este processo, estando mais adiantado na incorporação destes valores, o que daria a esta empresa certa vantagem em termos de angariação de legitimidade frente aos *stakeholders* privados.

Marcado por iniciativas de entidades de mercado para estimular a governança corporativa nas companhias de capital aberto, o ano de 2015 serviu para as estatais como um momento de repensar se os instrumentos adotados para as melhores práticas foram suficientes para tranquilizar investidores em relação ao comprometimento com o tema. [...] Há algum tempo, o ambiente de negócios para as empresas tem piorado. Além das dificuldades do governo em aprovar o ajuste fiscal e da crise de confiança em que o país mergulhou, analistas citam a falta de transparência e de governança das estatais como fator para o aumento das incertezas [...] "Estamos confortáveis com o modelo de governança e das práticas que adotamos e que nos coloca em um status de reconhecidamente boa gestão. É evidente que estamos buscando evoluir e identificando os problemas que aparecem, mas não vemos grandes temas pendentes que já não estejam colocados em discussão", avalia Luis Aniceto Cavicchioli, diretor estratégico da marca do Banco do Brasil, em entrevista ao Valor. (Machado, 2016, janeiro 13).

Empresas que estivessem passando por situações similares àquelas pelas quais o BB passou nos anos 1990 poderiam seguir uma trajetória similar em questões de assimilação de instituições do contexto organizacional, adotando, em maior ou menor grau, valores, processos e estruturas verificáveis no primeiro. No entanto, percebeu-se na pesquisa, conforme já discorrido, que existem mitos institucionais aparentemente arraigados não apenas nas SEM como na própria sociedade com relação ao papel destas empresas no provimento do bem público, o que garantiria, até certa extensão, a legitimação da necessidade da existência destas empresas no cenário nacional. Como observado nas fontes pesquisadas, haveria uma tendência de os *stakeholders* privados focarem os indicadores econômicos e financeiros das SEM como mensuração para sua eficácia e uma possível aversão às estratégias de implementação de políticas públicas e sociais através destas organizações. Em um possível cenário onde esta visão fosse levada ao extremo de alijar das SEM a exclusividade ou relevância na implantação destas políticas, é possível que estas empresas perdessem substancial vantagem em termos de legitimação pública e que estejam, desta forma, mais expostas a formas de extinção como privatização, falência e segmentação. No entanto, o desenvolvimento destas possibilidades foge ao escopo deste trabalho, sendo colocado como sugestão na seção 5.4 - Sugestões para futuras pesquisas e para a administração das SEM.

Sendo assim, conclui-se este capítulo com a consideração de que o conflito de interesses observado na pesquisa se dá em um contexto dinâmico nas dimensões externa e interna, com variação ao longo do tempo. As organizações estudadas são diversas em áreas de atuação, tamanho, sistema de gestão, mercados e alinhamento com interesses públicos e privados, além de políticas internas de recursos humanos e outros. No entanto, apresentam também similaridades e parece ter havido evidência de que possa existir um processo no qual estas organizações assumem certos valores que podem torna-las mais ou menos isomórficas no final do mesmo.

No capítulo 5 CONCLUSÃO, a seguir, além das conclusões retiradas do presente estudo, são apresentadas proposições para futuros estudos construídas com base nas discussões realizadas neste trabalho.

5. CONCLUSÃO

Neste capítulo são realizadas as conclusões finais da pesquisa produzida, respondendo à pergunta de pesquisa inicialmente efetuada, no primeiro capítulo, e a consideração dos objetivos da pesquisa, tanto o geral quanto os específicos. Também neste capítulo serão apresentadas proposições com base nos dados trazidos do capítulo de análise e discussão dos resultados, em um total de dez, com vistas a futuras pesquisas sobre a temática. Em seguida, serão apresentadas as limitações da pesquisa e então as sugestões para pesquisas futuras. Finalmente, serão abordadas, as contribuições deste trabalho para as teorias e o ambiente empresarial.

5.1. Resposta à pergunta e consecução dos objetivos de pesquisa

A pesquisa descrita neste trabalho objetivou responder à seguinte pergunta:

Como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes dos stakeholders proprietários público e privado das mesmas e sob quais condições se conseguiria balanceamento destes interesses?

Diante dos trabalhos realizados, com a pesquisa produzida e a respectiva comparação dos casos estudados através da metodologia de estudo de casos qualitativos comparativos, conclui-se que, sob certas circunstâncias, as Sociedades de Economia Mista no Brasil conseguem o equilíbrio de interesses entre *stakeholders* proprietários público e privado. Cabe notar que a palavra *equilíbrio* foi escolhida intencionalmente ao invés da palavra *conciliação*, comumente usada para expressar o ato de dirimir conflitos, por produzir um entendimento mais acurado do processo que ocorre nas Sociedades de Economia Mista quando abordando os interesses públicos e privados. O equilíbrio aqui descrito presume uma pacificação de demandas conflitantes sem, contudo, implicar necessariamente em satisfação plena dos *stakeholders* envolvidos ou ainda uma convergência total de objetivos dos proprietários público e privado. Conforme observado no capítulo de análise e discussão, os *stakeholders* proprietários possuem objetivos diferentes, que podem ser convergentes em alguns momentos e sob certas configurações de fatores internos e externos às organizações, mas que, também, podem divergir em outros momentos e outras configurações de fatores. A palavra equilíbrio também não

denotaria satisfação plena das expectativas de ambos os lados desta balança de interesses, mas satisfação ao menos suficiente a permitir que os proprietários público e privados mantenham sua participação na empresa, por extensão, a sustentação da organização no formato de sociedade de economia mista.

Da mesma maneira, foi respondida uma questão subjacente contida na pergunta de pesquisa: a existência de interesses conflitantes, deixou de ser uma potencialidade ou suposição e tornou-se uma constatação. Foi apurado que, de fato, existem interesses conflitantes que geram tensões entre os objetivos dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM. Basicamente, o que o *stakeholder* proprietário privado procura em uma SEM pode ser definido sinteticamente em termos de renda com menor risco, oportunidades de ganhos diferenciadas em relação a empresas privadas e alinhamento de valores de responsabilidade socioambiental. Isto adviria da consideração por parte do investidor privado que as empresas públicas teriam uma função social inerente e, portanto, que desenvolveriam suas atividades com consciência de suas responsabilidades sociais. A dicotomização de interesses se daria na medida em que o *stakeholder* público procura maximizar o uso da sua função controladora nas SEM para busca de interesses que possam produzir alocação sub-ótima de recursos. Por exemplo, a oferta de crédito com uma taxa de juros abaixo da praticada usualmente pelo mercado em linhas e condições semelhantes representaria um custo de oportunidade para a Empresa, *ceteris paribus* diminuindo as receitas e consequentes lucros ao final do exercício. No entanto, esta estratégia poderia representar uma política de acesso a crédito considerada importante para o desenvolvimento de uma atividade avaliada como importante para o País, como o financiamento da produção agropecuária ou ainda a viabilização da formação superior de uma importante parcela de jovens entrando no mercado de trabalho. Em linhas gerais, o *stakeholder* proprietário privado teria a tendência de se posicionar contrariamente a qualquer atividade que resulte em menores dividendos pagos por ação da companhia ou ainda desvalorização dos papéis no mercado devido a uma percepção de redução da eficiência da mesma ou da sua capacidade de gerar valor no futuro. Da mesma forma, a manutenção de uma política de preços de energia elétrica e combustíveis para o consumidor final com vistas a baratear o custo produtivo e conter pressões inflacionárias pode ser interessante para o *stakeholder* proprietário público, pelos possíveis objetivos de desenvolvimento adotados pelo Governo em um dado período. Ainda assim, o *stakeholder* privado irá se posicionar contrariamente à decisão estratégica favorável a esta situação se houver a conclusão de que o valor presente e/ou futuro da Empresa foi minorado ou que afeta as suas rendas atuais e futuras.

No entanto, existem ainda outros fatores a serem considerados. Por exemplo, o Governo, com uma dada política, poderia estar usando os recursos das SEM para perseguir objetivos de interesse próprio, como a sua continuidade no poder, a angariação de créditos eleitorais mediante uma melhora na percepção de sua imagem diante do público ou a manobra de recursos para parceiros políticos como pagamento de dívidas extraoficiais da última campanha eleitoral. Da mesma forma, o *stakeholder* proprietário privado poderia pressionar a empresa em questão a favor de decisões que visam melhoria da cotação das ações da companhia em descon sideração da sua sustentabilidade econômica futura ou auferir lucros no curto-prazo através de ganhos especulativos.

A presente pesquisa mostrou que a capacidade da organização em equilibrar os conflitos depende de múltiplos fatores que podem não ser facilmente observados em uma análise superficial. Os *stakeholders* proprietários privados, apesar de se posicionarem frequentemente contrários ao desenvolvimento de políticas públicas e sociais através das SEM, poderiam estar dispostos a receber menor remuneração pelo seu capital e/ou menor valor de mercado em termos de valorização das ações das SEM se puderem ter segurança de que obterão algum tipo de ganhos no presente ou no futuro. Estes ganhos podem ser, conforme discorrido, uma expectativa de sobrevivência mais elevada do que nas alternativas disponíveis com as empresas privadas, baseada na percepção que *o Governo não deixa quebrar as suas empresas*, ou que estatais não vão à falência. Da mesma forma, as evidências da pesquisa sugerem que a adoção de boas práticas de governança, e de estabelecimento de limites à ingerência governamental por parte das SEM contribuem para dar confiança ao *stakeholder* proprietário privado de que seus interesses são respeitados, não existindo esta confiança quando tais práticas não são observadas.

De forma semelhante, o Governo estaria mais disposto a arcar com custos maiores de implementações de políticas e estratégias associadas às boas práticas mencionadas e a compartilhar as decisões administrativas das SEM com acionistas privados cujos objetivos são frequentemente divergentes, se puder também auferir ganhos com isso. Como já visto, estes ganhos envolveriam a legitimação da atuação do Governo por meio das SEM representada pela participação privada nestas organizações, assim como reforço de capital, o estabelecimento de um canal eficiente de sondagem do ambiente no qual possivelmente o *stakeholder* público tenha interesse, desenvolvimento de políticas públicas e outros.

Para que as SEM consigam sucesso em equilibrar os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, o posicionamento das empresas se mostrou importante. Estratégias de

balanceamento de interesses dos *stakeholders* proprietários se mostraram condição necessária, como também é condição necessária à internalização de práticas legitimadas pelo contexto organizacional em que a empresa atua. Estas duas condições, porém, parecem derivar de uma capacidade interna da organização e de seus gestores em resistir ou desviar pressões que sejam no sentido de erodir o valor da empresa no longo prazo em favor de ganhos de curto prazo, seja qual for a fonte destas pressões, pública ou privada.

Alguns dos valores citados como desejáveis nas SEM pesquisadas, coletados através de entrevistas e fontes da mídia especializada, tangem a qualidade técnica e o profissionalismo dos funcionários, este especialmente definido em termos de isenção e honestidade. No entanto, foi observado que algumas dessas empresas parecem mais efetivamente prover condições para que tais valores se desenvolvam, através do alinhamento do interesse do corpo funcional com os objetivos da organização. Apesar de a decisão do comportamento *steward* parecer ser, efetivamente, uma discricionariedade do funcionário, a literatura, como em Miller e Sardais (2011) e Hernandez (2012), aponta que condições organizacionais podem incentivar o desenvolvimento deste comportamento nos funcionários. Hernandez (2012) afirma que o exemplo da liderança da organização tem um papel importante no ajustamento do comportamento dos subordinados em torno dos valores da organização, podendo favorecer o comportamento *steward*. Assim, se o comportamento *steward* for considerado um fator favorável a gestão não-oportunista, infere-se que aquelas empresas em que predomine o oportunismo tenham menos condições de execução eficiente da sua operação e da implementação de suas estratégias e processos.

Outro fator de interesse é o de que o investimento em formação e capacitação dos funcionários, além de uma preocupação em buscar no contexto externo o conhecimento de melhores práticas com vistas à evolução da eficiência e qualidade dos processos, como no caso da contratação de consultorias, por exemplo, dá indícios de ter contribuído para a adoção de práticas institucionais que seriam valorizadas pelo *stakeholder* proprietário privado. Estas práticas, além de satisfazerem os acionistas, também seriam desejáveis pelos demais *stakeholders* privados e públicos na função de regulação, incluindo órgãos reguladores, *brokers* de mercado e organismos internacionais. Quando é abordado o tema da formação dos funcionários, não pode ser descartada a questão dos incentivos ao alinhamento destes com os objetivos da empresa, manifesto também com a possibilidade real de encarecimento dentro da organização. Nas entrevistas, em alguns casos este tópico despontou como sendo de especial importância para

mostrar uma acreditada lisura no processo de formação de líderes da empresa, ao menos mitigando o efeito das indicações políticas, que são, via de regra, percebidas como deletérias para a organização, conforme abordado no capítulo 4 - RESULTADOS E DISCUSSÃO.

Em síntese, a interpretação dos resultados e a análise geral dos casos em seu contexto pareceu prover a conclusão de que as SEM demandariam, para a observação de sucesso no balanceamento dos conflitos de interesses de seus *stakeholders* proprietários público e privado:

1. Posicionamento proativo no intuito de prover adequação do comportamento da Empresa ao interesse do *stakeholder* proprietário público e do *stakeholder* proprietário privado;
2. Adoção de uma estrutura de processos, controles e tomada de decisões pautada por valores percebidos pelos *stakeholders* como sendo de eficiência;
3. Uma característica interna que favoreceria a manifestação das duas condições anteriores, possivelmente gerada ou ao menos influenciada por indivíduos nas organizações, especialmente os detentores de poder, que exibem um comportamento *steward*. O desenvolvimento desta característica parece relacionada à história e à cultura da organização angariadas da sua experiência passada.

Por fim, restaria dizer que, se as SEM possuem capacidade de equilibrar os interesses público e privado, é esperado que os mecanismos de governança abordados tenham capacidade de prover condições para que estratégias de resistência ocorram quando da manifestação de pressões ilegítimas, tanto de fonte pública quanto de fonte privada. Ou seja, organizações que podem resistir ou manipular pressões ilegítimas seriam aquelas que possuem mecanismos efetivos de governança, não apenas de maneira proforma. Aquelas organizações que não detiveram poder ou interesse suficientes para apresentar tais comportamentos de resistência, balanceamento, manipulação e evasão no sentido oposto ao da influência, de acordo com os dados levantados, parecem ter demonstrado perda de vantagens de legitimação ao longo do tempo, por tornarem estas empresas mais suscetíveis, ao longo do tempo, a influências detratoras do valor da organização. No momento em que estes fenômenos estivessem sendo observados nestas organizações, as estratégias de aquiescência seriam no sentido de aquiescer às pressões ilegítimas, e as estratégias de resistência, manipulação e evasão ocorreriam

favorecendo estas pressões ilegítimas, deixando espaço para que casos de corrupção, ilícitos diversos e comportamento antiético angariassem espaço. Como é presumível, a reconquista da confiança dos *stakeholders* em casos assim pode demandar mais recursos e tempo do que em caso de estas situações não se manifestarem tão explicitamente, conforme evidenciado nas reportagens trazidas para a pesquisa.

Desta forma, considerando-se o objetivo geral da pesquisa:

Identificar como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes de seus stakeholders proprietários público e privado e sob quais condições seria possível balancear estes interesses.

Considera-se que este objetivo tenha sido alcançado com o presente trabalho, conforme discorrido acima, assim como os respectivos objetivos específicos:

- a) Identificar quais seriam os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM;
- b) Identificar casos que possam ser ilustrativos e que permitam comparação entre si;
- c) Descrever sob quais condições se conseguiria balancear os interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado;
- d) Criar um modelo explicativo e testável das condições que levam ao balanceamento dos interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM.;

Foram levantados os interesses de natureza pública e privada nas SEM, conforme discorrido no capítulo de resultados e discussão. Através da análise dos casos, foi possível identificar as condições, nos casos, que levaram à observação do sucesso no equilíbrio de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado nas SEM. Com base nas etapas anteriores, um modelo explicativo foi criado utilizando-se os *softwares* Tosmana e RQDA para produzir este artefato.

A fórmula final produzida como modelo explicativo e testável do equilíbrio descrito foi:

INST_EFIC * stk_priv * BALANC * EST_SOC +INST_EFIC * stk_pub * stk_priv * BALANC

A discussão desta fórmula foi dada no capítulo de resultados e discussão. Optou-se por não produzir uma fórmula dos casos negativos, embora pudesse ser interessante para a pesquisa, por questões de tempo e limitação de recursos para análise. Uma fórmula negativa dos casos (Breiger, 2009; Ragin, 2014; Rihoux & Lobe, 2009) utilizaria as linhas da tabela-verdade do método csQCA que possuíssem variável dependente negativa, ou seja, zero, representando saída ausente. Em termos, isto seria o equivalente a produzir uma fórmula considerando todos os casos em que a observação de sucesso no equilíbrio dos interesses dos *stakeholder* proprietários público e privado *não* foi percebida. Uma análise poderia ser construída apenas sobre esta fórmula com os casos negativos a fim de enriquecer as produções teóricas. Contudo, apenas a fórmula positiva foi utilizada neste estudo. Destaca-se, no entanto, que conforme apresentado na seção 4.3 - Comparação dos casos utilizando o método csQCA, o software Tosmana foi configurado para prover minimização da fórmula utilizando os casos negativos, para aprimoramento da fórmula com as saídas positivas. Assim, a fórmula positiva apresentou a compreensão total dos casos, considerando todas as combinações, o que permitiu o refinamento e aumento da assertividade da mesma. Sobre a fórmula final, positiva, que se constitui no modelo proposto nos objetivos específicos, foram realizadas oito proposições, ao todo, considerando-se as proposições e as derivadas destas. Além das proposições construídas sobre a fórmula gerada pelo método csQCA, foram realizadas duas proposições não derivadas diretamente da fórmula apresentada, mas que se originaram na análise das teorias de *stewardship* e institucional aplicadas ao presente estudo.

5.2. Proposições

A primeira proposição apresentada a partir da fórmula gerada deriva das diferenças observadas entre as duas possibilidades de observação de sucesso no equilíbrio de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado. Nota-se que uma das diferenças entre os flancos justapostos pela única disjunção lógica *OU*, representado pelo sinal de adição, é a presença de estratégia com foco social na primeira parte da fórmula. Analisando as diferenças encontradas entre os dois termos da disjunção, propõe-se:

Proposição 1a: para obter sucesso no equilíbrio de interesses público e privado nas Sociedades de Economia Mista, quando o objetivo da ação ou estratégia pretendida é de natureza predominantemente social, é necessário que haja a institucionalização de valores de eficiência por parte da empresa assim como

o uso de estratégias de balanceamento, e que não haja saliência do *stakeholder* proprietário privado.

Ainda, é possível se derivar uma segunda proposição a partir da primeira, a saber, derivar a proposição 1b da proposição 1a, pois percebe-se que não é necessário que haja saliência ou não-saliência do *stakeholder* público neste tomo:

Proposição 1b: para obter sucesso no equilíbrio de interesses público e privado nas Sociedades de Economia Mista no Brasil quando o objetivo da ação ou estratégia pretendida é de natureza predominantemente social, a saliência ou não do *stakeholder* proprietário público não será decisiva se houver a presença da internalização de valores de eficiência juntamente com a não-saliência do *stakeholder* privado, e se houver estratégia real de balanceamento de interesses público e privado.

Com base no segundo caminho ao sucesso apontado pela equação, se constrói uma proposição para futuros estudos, a partir do segundo termo da disjunção apresentada na fórmula final:

Proposição 2a: caso não haja saliência de ambos os *stakeholders* proprietários - o público e os privados - na estratégia em análise, para que haja um mínimo de sucesso no equilíbrio de interesses público-privados nas Sociedades de Economia Mista no Brasil, é necessário que haja a internalização de valores de eficiência pela organização e estratégias reais de balanceamento dos interesses público e privado.

Ainda, de acordo com a segunda parte da fórmula e também com a proposição 2a, é possível derivar uma nova proposição, identificada como proposição 2b. Nesta proposição, percebe-se que, *ceteris paribus*, a segunda parte da disjunção não demanda a manifestação do foco da estratégia, se pública-social, se rentista-privada:

Proposição 2b: caso não haja saliência de ambos os *stakeholders* proprietários - o público e os privados - na estratégia em análise, para que haja um mínimo de sucesso no equilíbrio de interesses público-privados pelas Sociedades de Economia Mista no Brasil, quando existir a internalização de valores de eficiência pela organização, assim como o emprego de estratégias reais de balanceamento dos interesses público e privado, o foco da estratégia, se for público-social ou se for rentista-privado, não afetará o resultado.

Outra característica possível e de fácil observação nos termos da disjunção da fórmula é a presença necessária, mas não suficiente, da manifestação positiva das variáveis de institucionalização de valores de eficiência do contexto e de balanceamento de interesses entre os *stakeholders* proprietários público e privado:

Proposição 3: para que haja sucesso no equilíbrio de interesses público-privados nas Sociedades de Economia Mista no Brasil, é necessário, mas não suficiente, que haja a internalização de valores de eficiência por parte da companhia juntamente com estratégias reais de balanceamento dos interesses público e privado.

A proposição 4 apresenta a ideia de que o *stakeholder* privado não seja saliente quando houver a internalização efetiva de valores de eficiência do contexto pela SEM. Esta proposição é derivada da análise comparativa dos dados da pesquisa. A variável *internalização de valores de eficiência* foi adotada da teoria institucional:

Proposição 4: a não manifestação de urgência ou uso de poder por parte do *stakeholder* proprietário privado se associa com a percepção da legitimidade, por parte deste, para com a SEM e a ação sendo implementada por esta.

A proposição 5 versa sobre a incapacidade observada das estratégias de balanceamento de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado, engendradas pelas organizações, em produzir saída positiva para a observação de sucesso no equilíbrio dos interesses, se for desacompanhada dos demais fatores presentes na fórmula final:

Proposição 5: a adoção de estratégias reais de balanceamento, desacompanhada da internalização de valores de eficiência do contexto organizacional, da não saliência do *stakeholder* privado e da presença de estratégia com foco social ou, alternativamente, da internalização de valores de eficiência do contexto organizacional e da não-saliência dos *stakeholders* público e privado, não é suficiente para produzir sucesso no equilíbrio dos interesses público e privado nas Sociedades de Economia Mista no Brasil.

Ainda considerando as estratégias de balanceamento como foco momentâneo da análise, é possível assumir que:

Proposição 6a: para haja sucesso no equilíbrio de interesses público-privados nas Sociedades de Economia Mista no Brasil, é necessário, mas não suficiente, que as estratégias reais de balanceamento de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado estejam associadas à internalização de valores de eficiência do contexto organizacional.

A proposição 6a afirma que é demandada a institucionalização de valores de eficiência do contexto organizacional, juntamente com as estratégias de balanceamento de interesses descritas, para que haja condição necessária, embora não suficiente, para observar sucesso no equilíbrio dos interesses daqueles atores. Dada a proposição 6a e considerando-se a fórmula final obtida na análise dos casos através do método csQCA, propõe-se o pensamento inverso, ou seja, a institucionalização de valores de eficiência não é suficiente para observação de

sucesso no balanceamento de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado dissociadamente da atitude de balancear estrategicamente estes interesses:

Proposição 6b: a internalização de valores de eficiência do contexto organizacional somente produzirá sucesso no equilíbrio de interesses público-privados nas Sociedades de Economia Mista no Brasil se houver, como condição necessária, mas não suficiente, estratégias reais de equilíbrio de interesses dos *stakeholders* proprietários público e privado.

Por fim, diante das teorias apresentadas, não estando diretamente relacionada com a fórmula gerada pela comparação dos casos estudados, constrói-se a proposição 7, que traz a ideia de que o comportamento *steward* pode produzir influência na eficiência das organizações:

Proposição 7: Empresas com maior observação de comportamento de *stewardship* em relação a outras com maior observação de relações clássicas de principal-agente terão menores custos de agência associados e tenderão a apresentar maior eficiência em longo prazo.

Sugere-se que a aplicação destas proposições em pesquisas futuras possa auxiliar no enriquecimento do estudo desta temática, tendo o potencial de corroborar ou descreditar asserções realizadas neste trabalho.

5.3. Limitações da pesquisa

A presente pesquisa foi desenvolvida com o objetivo de identificar como as Sociedades de Economia Mista no Brasil lidam com os interesses potencialmente conflitantes de seus *stakeholders* proprietários público e privado e sob quais condições seria possível balancear estes interesses. No entanto, houve limitações para a pesquisa, as quais são relacionadas a seguir.

A primeira limitação para esta pesquisa foi a restrição de tempo. Uma fonte de dados considerada importante para o trabalho foram as entrevistas com pessoas constantes dos quadros ou diretamente ligadas com as Empresas pesquisadas. Estas entrevistas, para que produzissem condições de análise profícua, preferencialmente deveriam ser efetuadas com funcionários de escalão em nível estratégico e decisório das organizações. No entanto, por questões de sigilo e confidencialidade das informações, também de disponibilidade de agenda destes indivíduos que, por sua função, apresentam bastante dificuldade de alocação de tempo para disponibilização de entrevistas, o acesso a estas pessoas que, por vezes, se encontram em trânsito ou em outras cidades, além de outros fatores, o tempo tomado para esta etapa foi maior

do que o inicialmente planejado. A consequência desta situação é a de que nem todas as entrevistas que seriam desejáveis puderam ser efetuadas. Como decorrido, a empresa CBTU não dispôs em tempo hábil nenhuma pessoa para ser entrevistada para esta pesquisa. No entanto, admite-se que outros fatores possam também estar envolvidos no não-provimento de entrevistas para este caso em específico. Buscou-se diminuir o impacto da assimetria de quantidade de entrevistas nas organizações com um estudo objetivo produzido pela comparação das nuvens de palavras, conforme descrição realizada no capítulo 3 - METODOLOGIA.

A sensibilidade do momento em que várias destas organizações experienciam, com o contexto geral de processos, investigações criminais e críticas expoentes da mídia sobre a gestão das estatais e os escândalos de corrupção, foi percebida como um detrator importante da vontade destas organizações em disponibilizar o acesso aos dados internos. Apesar de tentativas diversas terem sido realizadas para acessar atas e documentos internos das organizações, estes esforços restaram desertos. Assim, a pesquisa pode ter não angariado toda a riqueza de detalhes e nuances que poderiam ter sido obtidos caso se tivesse conseguido acesso a esta fonte.

Outra limitação da pesquisa foi a quantidade relativamente pequena de organizações pesquisadas para produzir generalizações de amplo espectro. Apesar de o número de casos ser adequado aos principais expositores do método de análise qualitativa comparativa empregado no método deste trabalho, possivelmente a inclusão de outras empresas nesta pesquisa seria dada no sentido de enriquecer as conclusões e possivelmente fornecer novos *insights* para a discussão. No entanto, a diversidade das organizações trazidas parece ter produzido, ao menos em certa extensão, tais efeitos. Mesmo a diversidade das organizações, que objetivou-se ser um fator favorável da pesquisa, pode ter seu efeito limitante. A comparação de empresas muito diversas pode dificultar a análise e favorecer a perda de algumas características importantes por excesso de simplificação. A comparabilidade dos casos é uma questão de maior importância neste tipo de pesquisa, mas houve a conclusão de que, mediante análise inicial, a mesma poderia ser levada adiante. Todavia, o risco associado à comparação de casos muito diversos pode permanecer.

A exploração da versão negativa da fórmula no método csQCA poderia prover informações importantes para o enriquecimento da discussão e a produção de conhecimento. No entanto, devido ao limite de tempo e demais recursos para a produção deste trabalho, foi feita a opção de não se gerar tal fórmula. Contudo, a técnica de simplificação das fórmulas utilizada pelo *software* Tosmana empregou os parâmetros de saída negativa da tabela inicial, auxiliando na

minoração desta limitação. Assim, em outras palavras, a fórmula final obtida para casos de saída positiva foi reduzida incluindo a lógica contida nos casos de saída negativa.

O pesquisador responsável pela execução do presente trabalho é funcionário de uma das empresas pesquisadas. Embora esforços determinados tenham ocorrido no sentido de neutralizar ao máximo possível esta assimetria oriunda da experiência do pesquisador, não seria reprovável assumir como limitação a quantidade maior de informações obtidas pelo autor na sua empresa de origem. De outra forma, a experiência obtida como um *insider* de uma das organizações também, crê-se, produziu conhecimentos de utilidade para a pesquisa como um todo, inclusive auxiliando na compreensão de fenômenos ocorrendo nas demais organizações abordadas na pesquisa.

A abordagem csQCA, de igual forma, possui críticas, embora haja discussão favoráveis e contrárias às críticas trazidas. Um estudo amparado por método quantitativo como os modelos de equações estruturais com métodos de análise multivariada, por exemplo, poderia fornecer robustez maior aos achados desta pesquisa.

Finalmente, entende-se que a geração de um modelo representaria uma redução da realidade, por descartar muitas variáveis que, descobertas ou não, poderiam influenciar a descrição dos casos e resultados. Desta forma, a pesquisa aqui apresentada deve ser analisada sob a perspectiva das limitações expostas, as quais sugere-se também que não tenham sido possivelmente esgotadas nesta seção.

5.4. Sugestões para futuras pesquisas e para a administração das SEM

Tomando-se por base as limitações da pesquisa efetuada, bem como as proposições realizadas, propõem-se possibilidades de estudos futuros sobre o tópico dos conflitos de interesses nas Sociedades de Economia Mista no Brasil.

Um termo que foi observado como recorrente em algumas entrevistas foi o da cultura organizacional. Um estudo como o apresentado neste trabalho construído sobre a ótica de cultura organizacional poderia prover conhecimento significativo sobre o tema do conflito de interesses público-privados. Supõe-se que os mitos, ritos e valores organizacionais, abordados

en passant nesta pesquisa, possam prover ainda maior riqueza de detalhes e maior poder explicativo para os fenômenos observados.

Outra pesquisa de possível interesse para as teorias, academia e o próprio ambiente organizacional seria uma construída sobre a perspectiva longitudinal, analisando as empresas, ou um exemplar delas, em seus movimentos de transformação ao longo do tempo, e como estas transformações influenciaram sua estrutura, sistema de valores e o processo de tomada de decisão.

Outro estudo que poderia ser de grande valia para a temática abordada neste trabalho seria sobre o processo de transformação das organizações frente à crise organizacional, como enfrentou o Banco do Brasil, no passado, e estão enfrentando, no momento, Petrobras e Eletrobras, esta última inclusive recebendo, recentemente, sinalização do Governo Federal de intenção de privatização. Este estudo poderia focar a estrutura organizacional, principalmente, analisando possível isomorfismo entre as organizações que passaram por situação de crise em termos mais ou menos similares, e buscando encontrar similitudes nos contextos externo e interno que levem as empresas a enfrentar tais crises.

Acredita-se que tais pesquisas tenham relevância e ineditismo se encampadas, com potencial aumento de conhecimento teórico e empírico.

Para a administração pública e das SEM, sugere-se a avaliação dos mecanismos de governança e de controles internos, a fim de detectar quais seriam os mais eficazes no alcance dos objetivos organizacionais. Conforme visto neste trabalho, houve a sugestão de que controles em excesso poderiam agir contra os interesses da empresa, sobretudo se tratassem-se de controles proforma, com desacoplagem de meios e fins e, em última instância, inefetivos (Meyer & Rowan, 1977).

Outra sugestão de maiores desenvolvimentos seria o estudo do papel dos programas de formação, treinamento e encareiramento de funcionários, com a formação de liderança cujos interesses estejam alinhados com os interesses da organização. A coibição de práticas antiéticas dentro das Empresas, bem como da institucionalização destas, pode ser importante no sentido de não inibir o surgimento do comportamento *steward* e manter elevados os padrões de Governança.

Ainda, sugere-se às SEM a avaliação das estratégias de balanceamento de interesses públicos e privados, utilizando-se de estratégias já difundidas de relacionamento com os *stakeholders*,

como por exemplo as elaboradas por Freeman (1984). Ainda, o estudo de competências-chave das SEM pode ser importante para a maximização da eficiência no cumprimento do seu fim social, uma vez que esta pesquisa sugeriu que as SEM que possuam atribuições e competências vistas como essenciais e não-substituíveis pelo Governo e pela população em geral possam desfrutar de maior legitimidade junto a esta. Isto poderia ser importante na manutenção das SEM com a estrutura de capital que possuem, se os administradores destas não desejarem que as mesmas passem pelo processo de privatização. Caso contrário, a estratégia de diversificação, aliada ao repasse das atividades sociais para outros atores no mercado pode facilitar a aceitação da privatização das mesmas.

Para o Governo, sugere-se o estudo de legislação que possa manter as SEM atrativas para os *stakeholders* privados sem, contudo, impedir estas empresas da execução da sua função pública-social de maneira eficaz. Sistemas de remuneração baseados em premissas de mercado, com termos claros e definidos de compensação, como as formas de equalização e remuneração por serviços prestados parecem ter sido observados como mais aceitos pela iniciativa privada do que o simples subsídio do Tesouro Nacional, principalmente se aliado de *accountability*, transparência e governança por parte das SEM. A utilização destas empresas deveria, de acordo ainda com os levantamentos, restringir-se ao *core business* das mesmas ou atividades muito próximas, uma vez que a deturpação do uso das SEM, além de ter potencial de produzir ineficiências, foi apurado como mal recebido pelos *players* privados, afetando a legitimidade tanto das empresas quanto do Governo. Em última instância, o processo de *impeachment* sofrido pela ex-presidente Dilma Rousseff se baseou, essencialmente, no alegado mal-uso de uma SEM para produzir uma espécie de financiamento não-previsto em Lei, que teria influenciado os relatórios das contas públicas a favor do Governo.

5.5. Contribuições da pesquisa

Propõe-se que a presente pesquisa tenha realizado as contribuições nas teorias abordadas, preenchendo lacuna existente no estudo das *State-Owned Enterprises*, especificamente nas Sociedades de Economia Mista, aqui consideradas como subgrupo daquelas. As contribuições ora levantadas e propostas seguem conforme abaixo:

1. Para a teoria de *stakeholders*: a observação da saliência desenvolvida por Mitchell Agle e Wood (1997) nos casos estudados contribuiu para a consecução da pesquisa e pode

ter colaborado para a validação da proposta destes autores, que proveram uma forma de produzir distinção entre *stakeholders* organizacionais, o que auxiliaria no processo de delimitação dos conceitos da teoria de *stakeholders* (Freeman *et al.* 2010; Fassin, 2008; Frooman, 1999; Jones & Wicks, 1999; Mitchell, Agle & Wood, 1997; Donaldson & Preston, 1995; Freeman, 1984). Como possível colaboração para a teoria, percebeu-se nesta pesquisa que, de acordo com os levantamentos, os *stakeholders* comumente observados na literatura como sendo entidades da sociedade civil, citando-se associações de consumidores, ONG's e outros, não foram observados com o mesmo nível de saliência em relação às empresas estudadas. Interessantemente, estes papéis de proteção dos interesses sociais, ambientais, animais, indígenas, minoritários *etc.* foram, usualmente, de maneira direta ou indireta, desempenhados pelo Governo ou agências governamentais. Este fenômeno observado poderia ser derivado de um cenário democrático, institucional e cultural que poderia ser diferente nos países em desenvolvimento e nos menos desenvolvidos. Assim, aventa-se a possibilidade de que a sociedade civil poderia ser menos empoderada nestes países do que nos países desenvolvidos, para exercer, efetivamente, seus *stakes* nas organizações e no próprio Governo.

2. Para a teoria institucional: foram observados nesta pesquisa fenômenos que podem ser razoavelmente descritos pela teoria institucional, em termos de adoção de instituições legitimadas do contexto, desacoplagem de meios e fins em empresas altamente institucionalizadas, processos institucionais que não são efetivamente agregadores de valor, porém são legitimados e outros. Notavelmente neste estudo percebeu-se uma intersecção da teoria de *stakeholders* com a teoria institucional, onde os primeiros poderiam ser vistos como fontes de pressões institucionais ao exercer seus interesses nas Sociedades de Economia Mista. Houve, durante a pesquisa, a percepção de que existiriam fontes ambíguas de institucionalização, sendo um destes sentidos no objetivo de inculcar nas SEM os valores institucionalizados privados, advindos, por exemplo, do mercado de capitais e do mercado financeiro. Outro sentido iria, *a priori*, na direção oposta, atuando no objetivo de manter ou transformar as SEM em organizações mais sociais, com melhores condições de trabalho aos funcionários, melhores salários e melhor atendimento aos clientes e à população, com fonte, de acordo com levantamento, em sindicatos, associações de classe e em uma parcela significativa dos empregados de maneira geral. Estas seriam pressões em torno de objetivos sociais e em torno de

objetivos de eficiência, que poderiam resumir o conflito já abordado de visões políticas que se estenderia para as esferas pública e privada, gerando forças institucionais, se não opostas, ao menos divergentes.

3. Teorias de agência e *stewardship*: nos dados analisados, percebeu-se que o comportamento de agência, preconizado nesta teoria (Shapiro, 2005; Eisenhardt, 1989, Frontodona & Sison, 2006; Jensen & Meckling, 1976; Waterman & Meier, 1998) foi manifesto fortemente em diversas ocasiões. No entanto, este comportamento não foi ubíquo. Também foi evidenciado que agentes estavam alinhados em diversas ocasiões aos interesses da organização, em curto, médio e longo prazos. O comportamento *steward* foi perceptível mesmo quando, em dados momentos, haveria desvantagem de renda ou outros benefícios para o agente com a postura adotada, reforçando os preceitos da teoria de *stewardship*. Uma possível contribuição para estas teorias seria a observação de que ambas não seriam mutuamente excludentes e que, de fato, um mesmo agente pode manifestar alinhamento com o interesse da empresa e em outro momento manifestar comportamento oportunista. Isto poderia ser derivado de influências do contexto e de discricionariedade do agente. O comportamento *steward*, de acordo com o levantado, poderia ser um importante arrefecedor de pressões de natureza ilegítima advindas do contexto sobre as SEM. No entanto, ficou também evidente na pesquisa que o ambiente pode desestimular o comportamento *steward* e mesmo transformá-lo em comportamento oportunista caso os valores da empresa não apoiem ou desestimulem o primeiro e avalizem o segundo, embora com o consentimento do indivíduo.
4. Para o estudo das *State-Owned Enterprises*, um campo em grande medida inexplorado pela academia, este trabalho pode contribuir de várias formas. Primeiramente, ao demonstrar a relevância e o protagonismo deste tipo de organização no cenário econômico e político nacional e internacional, fato este que justificaria estudos mais aprofundados e dedicados exclusivamente a este tipo de organização. Outra contribuição seria a de que o Governo assumiria diferentes papéis relacionados às SOE's, a depender das suas intenções para com estas companhias, dos arranjos sociais do País, e que, entre estes papéis, o de controlador seria de especial interesse, uma vez que o Governo não estaria, como os *stakeholders* privados, limitado apenas ao interesse de renda e expansão econômica. Uma outra contribuição para o estudo das SOE's seria

o reconhecimento da relevância deste tipo de organização ao examinarem-se os indicadores das SEM e delinarem-se as influências das mesmas no contexto organizacional, econômico e social. Isto tudo se admitindo que se tratam de um tipo especial de organização que não poderia ser facilmente adaptado integralmente às teorias existentes destinadas a descrever as organizações privadas ou a administração pública. Finalmente, este estudo pode ter provido um método de abordagem a estas organizações ao apresentar um rol de teorias embasadoras e também a aplicação de estudo de casos comparativos para a elaboração empírica e teórica sobre a matéria.

5. Para a administração pública, este estudo pode ter contribuído no sentido de demonstrar como a dinâmica da transformação do Estado pode estar afetando as empresas estatais, e como a sociedade tem reagido a tais fenômenos. A sucessão de governos com visões diferentes, variando do social ao neoliberal ou gerencialista, pode ser beneficiada com os estudos deste trabalho e seus possíveis desdobramentos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adachi, V., Mandi, C., & Torres, F. (2017, outubro 18). Temor de ingerência política pode provocar desconto no IPO da BR. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5159676/temor-de-ingerencia-politica-pode-provocar-desconto-no-ipo-da-br>.
- Agle, B., Mitchell, R., Sonnenfeld, J. (1999). Who matters to CEO's? an investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance, and CEO values. *Academy of management journal*, 42 (5), 507-525.
- Amaral, D. C. (2012). *Sociedades de economia mista: exercício de controle pelo Estado*. Monografia não-publicada, Fundação Getúlio Vargas, Recife, Pernambuco, Brasil.
- Andion, C. (2012). Por uma nova interpretação das mudanças de paradigmas na administração pública. *Cadernos EBAPE*, 10 (1), 1-19.
- B3. (2018). Governança de estatais. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/.
- Banco do Brasil. (2018). *Sobre nós*. Disponível em: <http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/sobre-nos/elbb#/>
- Banco do Brasil. (2010). *A História do Banco do Brasil*. Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do Brasil. 2. Ed. Belo Horizonte: Del Rey, Fazenda Comunicação & Marketing Ltda. 208 p.
- Bansal, P. & Clelland, R. (2004). Talking trash: legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of management journal*, 47 (1), 93-103.
- Basu, K., Palazzo, G. (1988). Corporate social responsibility: a process model of sensemaking. *Academy of management review*, 33 (1), 122-136.
- Baxter, P. & Jack, S. (2008). Qualitative case-study methodology: study design and implementation for novice researchers. *The qualitative report*, 13 (4), 544-559.
- Berman, S., Wicks, A., Kotha, S. & Jones, T. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of management journal*, 42 (5), 488-506.
- Bitencourt, R. (2016, novembro 14), Correios não recebem proposta pelo Banco Postal e sessão é cancelada. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4775577/financas/47755...>
- Bitencourt, R. (2013, junho 27). TCU crítica relatório da Petrobras e diz que país está longe da autossuficiência. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3176258/tcu-critica-relatorio-da-petrobras-e-diz-que-pais-esta-longo-da-autossuficiencia>.

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social [BNDES]. (2016). *Quem pode ser cliente*. Disponível em:
<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/quem-pode-ser-cliente/>

Bonfim, N. T. (2011). *O interesse público nas sociedades de economia mista*. Dissertação de Mestrado não-publicada, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

Bowen, G. (2009). Document Analysis as a Qualitative Research Method. *Qualitative Research Journal*, 9 (2), 27-40.

Buchholz, R., Rosenthal, S. (2004). Stakeholder theory and public policy: how governments matter. *Journal of business ethics*, 51, 143-153.

Breiger, R. L. (2009). On the duality of cases and variables: correspondence analysis (CA) and qualitative comparative analysis (QCA). In D. Berne, & C. C. Ragin (Orgs.). *The Sage handbook of case-based methods*. London: Sage Publications Ltd.

Brey, N., Camilo, S., Marcon, R. & Bandeira-de-Mello, R. (2014). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 15 (1), 98-124.

Brigman, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhardt, M. C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Atlas.

Castro, G. (2011, setembro 26). Oportunidades de negócios para os minérios raros. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/impreso/empresas/oportunidades-de-negocios-para-os-minerios-raros>.

Camarotto, M., & Marques, F. (2016, julho 25). TCU questiona BB sobre processo de renovação de parceria com Correios. *Valor econômico*. Disponível em:
<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4645349/financas/46453...>

Campbell, J. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of management review*, 32 (3), 946-967.

Companhia Brasileira de Trens Urbanos [CBTU]. (2018). *História [da CBTU]*. Disponível em: <https://www.cbtu.gov.br/index.php/pt/a-cbtu/a-companhia/historico>.

Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. (1998). Brasília. Recuperado em 10 abril 2007, de
http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/Constituicao/Constitui%C3%A7ao.htm

Chaebo, G. (2015). *Coprodução na implementação de políticas públicas: controle vetorial do Dengue em Campo Grande – MS*. Tese de doutorado, Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA), Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.

Christians, G. (2006) A ética e a política na pesquisa qualitativa. IN: Denzin, Norman K.; Lincoln, Yvona S. *O planejamento da pesquisa qualitativa: teorias e abordagens*. Tradução de Sandra Regina Netz. Porto Alegre.

Cristoni, I. (2014, novembro 27). Conflitos nos conselhos das estatais. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/3794898/conflitos-nos-conselhos-das-estatais>.

Davis, J., Schoorman, F. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of management review*, 22 (1), 20-47.

Decreto-Lei n. 900, de 29 de setembro de 1969 (1969). Altera disposições do Decreto-Lei n. 200, de 25 de fevereiro de 1967, e dá outras providências. Brasília. 1969. Recuperado em 04 fevereiro, 2016, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del0900.htm#art5iii

Decreto n. 89.396, de 22, fevereiro, 1984 (1984). Autoriza a Rede Ferroviária Federal S.A. - RFFSA a, mantida a condição de subsidiária, mudar a denominação e objeto social da Empresa de Engenharia Ferroviária S.A. - ENGEFER e dá outras providências. Recuperado em 25, maio, 2018, de <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1980-1987/decreto-89396-22-fevereiro-1984-439846-publicacaooriginal-1-pe.html>

Decreto-Lei n. 2.464, de 31, agosto, 1988 (1988). Altera a denominação da Empresas Nucleares Brasileiras S.A. - NUCLEBRÁS, transfere bens de sua propriedade, e dá outras providências. Recuperado em 25, maio, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del2464.htm

Denhardt, J. & Denhardt, R. (2007). *The new public service: serving, not steering*. New York: M. E. Sharpe Inc.

DiMaggio, P., & Powell, W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 48 (2), 147-160.

Donaldson, T., & Preston, L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of management review*, 20 (1), 65-91.

Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of management review*, 14 (1), 57-74.

Eletrobras. (2018a). *História* [da Eletrobras]. Disponível em: <http://eletrobras.com/pt/Paginas/Historia.aspx>.

Eletrobras. (2018b). *Sobre a Eletrobras*. Disponível em: <http://eletrobras.com/pt/Paginas/Sobre-a-Eletrobras.aspx>

Eletrobras. (2018c). *Empresas Eletrobras*. Disponível em: <http://eletrobras.com/pt/Paginas/Empresas-Eletrobras.aspx>

Estadão. (2009). *Veja a história e os números da Petrobras*. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,veja-a-historia-e-os-numeros-da-petrobras,405587>.

Fassin, Y. (2009). The stakeholder model refined. *Journal of business ethics*, 84, 113-135.

Fassin, Y. (2008). Imperfections and shortcomings of the stakeholder model's graphical representation. *Journal of business ethics*, 80, 879-888.

- Ferlie, E., Asburner, L., Fitzgerald, L.; Pettigrew, A. (1999) *A nova administração Pública em Ação*. Brasília: Editora da Universidade de Brasília: ENAP.
- Flick, U. (2014). Mapping the field. In Flick, U. (Ed.). *The Sage handbook of qualitative data analysis*. Sage publications.
- Fontes, J., Fo. & Picolin, L. (2008). Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de administração pública*, 42 (6) 1163-1188.
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- Freeman, R. (2011). Managing for stakeholders: trade-offs or value creation. *Journal of business ethics*, 96, 7-9.
- Freeman, R., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B. & Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: the state of the art*. Cambridge University Press.
- Freeman, R. & Reed, D. (1983). Stockholders and stakeholder: a new perspective on corporate governance. *California management review*, 25 (3), 88-106.
- Frooman, J. (1999). Stakeholder influence strategies. *Academy of management review*, 24 (2), 191-205.
- Frontodona, J. & Sison, A. (2006). The nature of the firm, agency theory and shareholder theory: a critique from philosophical anthropology. *Journal of business ethics*, 66 (1), 33-42.
- Galdi, F. C., & Gonçalves, A. M. (2018). Pessimismo e incerteza das notícias e o comportamento dos investidores no Brasil. *Revista de administração de empresas*, 58 (2), 130-148.
- Gibson, K. (2012). Stakeholders and sustainability: an evolving theory. *Journal of business ethics*, 109, 15-25.
- Gitman, L. J. (1997). *Princípios da administração financeira* (7.a. ed.). São Paulo: Editora Harbra.
- Gonzalez, A. (2013, abril 30). Alternativa nuclear divide as opiniões. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/3105326/alternativa-nuclear-divide-opinioes>.
- Goodpaster, K. (1991). Business ethics and stakeholder analysis. *Business ethics quarterly*, 1, 53-71.
- Goulart, J. (2011, agosto 22). Governo discute privatização de federalizadas. *Valor econômico*. Disponível em <https://www.valor.com.br/empresas/982246/governo-discute-privatizacao-de-federalizadas>.
- Graner, F., & Marchesini, L. (2018, maio 29). Petrobras compensará fim do ajuste diário. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/5556165/petrobras-compensara-fim-do-ajuste-diario>

Graner, F., Ribeiro, M., Bitencourt, R., & Murukawa, F. (2018, maio 25). Acordo abre trégua de 15 dias na greve. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/5548843/acordo-abre-tregua-de-15-dias-na-greve>

Greening, D., & Gray, B. (1994). Testing a Model of Organizational Response to Social and Political Issues. *Academy of management journal*, 37 (3).

Hannan, M. & Freeman, J. (1977). The population ecology of organizations. *American journal of sociology*, 82 (5), 929-964.

Hannan, M. & Freeman, J. (1984). Structural inertia and organizational change. *American sociological review*, 49 (2), 149-164.

Hernandez, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of management review*, 37 (2), 172-193.

Humber, J. M. (2002). Beyond stockholders and stakeholders: a plea for corporate moral autonomy. *Journal of Business Ethics*, 36, 207-221.

Indústrias Nucleares do Brasil. (2016a). *Relatório Anual da Administração e Demonstrações Contábeis Anuais*. Disponível em: <http://www.inb.gov.br/Portals/0/Conteudo/Images/fc75f602-9d97-4257-a65b-f1a961b99372.pdf>

Indústrias Nucleares do Brasil [INB] (2018). *História [da INB]*. Disponível em: <http://www.inb.gov.br/pt-br/A-INB/Quem-somos/Hist%C3%B3ria>

Isto é Dinheiro. (2011, dezembro 1). *A cartada do BB*. Disponível em: <http://www.istoedinheiro.com.br/noticias/economia/20110608/cart...>

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3, 305-360.

Jones T., Wicks, A. (1999). Convergent stakeholder theory. *Academy of management review*, 24 (2), 206-221.

Jubé, A. (2014, dezembro 2). Dilma põe bancos públicos em sua cota pessoal. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3800622/politica/38006...>

Kaler, J. (2003). Differentiating stakeholder theories. *Journal of Business Ethics*, 46, 71-83,

Keinert, T. M. M., 1994. Os paradigmas da administração pública no Brasil (1900-92). *Revista de administração de empresas*, 34 (3), 41-48.

Kettl, D. F. (2006). A revolução global: reforma da administração do setor público. In: Pereira, L. C. B.; Spink, P. K. *Reforma do estado e administração pública gerencial*. Rio de Janeiro: FGV, 2006 p/ 75-121.

Koike, B. (2016, julho 21). Faculdades questionam viabilidade do Fies. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/4641381/faculdades-questionam-viabilidade-do-fies>.

Koike, B. (2016, agosto 30). MEC deve ao menos R\$ 700 milhões para Banco do Brasil e CEF. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4691861/empresas/469...>

Kowalski, P., Büge, M., Sztajerowska, M. & Egeland, M. (2013). State-owned enterprises: trade effects and policy implications. *OECD Trade Policy Papers*, 147.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (2002). Government ownership of banks. *The journal of finance*, 57 (1), 265-301.

Lafer, C. (2001). O Brasil e o mundo. In I. Sachs, J. Wilhelm, & P. S. Pinheiro (Org.). *Brasil: um século de transformações* (Cap. 5, pp. 162-183). São Paulo: Companhia das Letras.

Lazzarini, S., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R. & Marcon, R. (2014). What do development banks do? Evidence from BNDES, 2002-2009. *Social science research network*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1969843>.

Lewins, A., Silver, C. (2007). *Using software in qualitative research: a step-by-step guide*. Sage publications.

Lei n. 2.004/53, de 3, outubro, 1953 (1953). Dispõe sobre a Política Nacional do Petróleo e define as atribuições do Conselho Nacional do Petróleo, institui a Sociedade Anônima, e dá outras providências. Recuperado em 25, maio, 2018, de <http://presrepublica.jusbrasil.com.br/legislacao/109500/lei-2004-53>

Lei n. 3.890-A, de 25, abril, 1961 (1961). Autoriza a União a constituir a empresa Centrais Elétricas Brasileiras S. A. - ELETROBRÁS, e dá outras providências. Recuperado em 25, maio, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L3890Acons.htm

Lei n. 9.478, de 6, agosto, 1997 (1997). Dispõe sobre a política energética nacional, as atividades relativas ao monopólio do petróleo, institui o Conselho Nacional de Política Energética e a Agência Nacional do Petróleo e dá outras providências. Recuperado em 25, maio, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9478.htm

Lei n. 13.303, de 30, junho, 2016 (2016). Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Recuperado em 25, maio, 2018, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm.

Lei n. 13.530, de 7, dezembro, 2017 (2017). Altera a Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001, a Lei Complementar nº 129, de 8 de janeiro de 2009, a Medida Provisória nº 2.156-5, de 24 de agosto de 2001, a Medida Provisória nº 2.157-5, de 24 de agosto de 2001, a Lei nº 7.827, de 27 de setembro de 1989, a Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996 (Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional), a Lei nº 8.958, de 20 de dezembro de 1994, a Lei nº 9.766, de 18 de dezembro de 1998, a Lei nº 8.745, de 9 de dezembro de 1993, a Lei nº 12.101, de 27 de novembro de 2009, a Lei nº 12.688, de 18 de julho de 2012, e a Lei nº 12.871, de 22 de outubro de 2013; e dá outras providências. Recuperado em 29, julho, 2018, de <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2017/lei-13530-7-dezembro-2017-785887-norma-pl.html>

- Leo, S. (2014, agosto 25). “Pedaladas” fiscais fazem o governo tropeçar. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3665976/brasil/3665976...>
- Lima, S. N. (2012). *O controle compartilhado em sociedade com participação de sociedade de economia mista integrante da administração pública indireta: aspectos relevantes*. Monografia não-publicada, Fundação Getúlio Vargas, Brasília, Distrito Federal, Brasil.
- Lima, F. & Tahuata, S. (2012). Elétricas sem choque. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/financas/2917874/eletricas-sem-choque>.
- Lima, V., Murukawa, F., & Koike, B. (2016). Crédito para educação é destravado no congresso. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/politica/4749255/credito-para-educacao-e-destravado-no-congresso>.
- Machado, J. (2016, janeiro 13). Após Lava-Jato, empresas públicas fortalecem governança. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4388664/apos-lava-jato-empresas-publicas-fortalecem-governanca>.
- Maia, C. (2015, outubro 15). Lupa nas estatais. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4270092/lupa-nas-estatais#>
- Maxwell, J., Chmiel, M. (2014). Notes toward a theory of qualitative data analysis. In: Flick, Uwe (Ed.). *The Sage handbook of qualitative data analysis*. Sage publications.
- Mazzoleni, E. M. (2001). *Estrutura e dinâmica da governança e da coordenação interorganizacional em cadeias de suprimentos de lácteos no Brasil: emprego de um modelo tecnológico-relacional na análise do agronegócio*. Tese de doutorado, Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA), Universidade de Brasília, Brasília, DF, Brasil.
- Mazzucato, M. (2015). *O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado*. São Paulo: Editora Schwarcz.
- McGregor, D. (1966). *Leadership and motivation*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Meyer, J. & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. *American journal of sociology*, 83 (2), 340-363.
- Miles, M., Huberman, A. & Saldanha, J. (2013). *Qualitative data analysis: a method sourcebook*. Sage publications.
- Miller, D., & Sardais, C. (2011). A concept of leadership for strategic organization. *Strategic organization*, 9(2), 174-183.
- Mitchell, R., Agle, B., & Wood, D. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *The academy of management review*, 22(4), 853-886.
- Morgan, G. (1998). *Images of organization*. Thousand Oaks, CA; Sage Publications.
- Motta, P. R., (2007). A modernização da administração pública brasileira nos últimos 40 anos. *Revista de administração pública*. p. 87-96.

- O'Leary, Z. (2014). *The essential guide to doing your research Project*. 2.ed. Sage publications.
- Oliver, C. (1991). Strategic responses to institutional processes. *The academy of management review*, 16(1), 145-179.
- Orts, E. W., & Strudler, A. (2010). Putting a stake in stakeholder theory. *Journal of business ethics*, 88, 605-615.
- Osborne, D., & Gaebler, T. (1992). *Reinventing government: How the entrepreneurial spirit is transforming the public sector*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Pereira, L. C. B. (2008). O modelo estrutural de gerência pública. *Revista de administração pública*, 42 (2), 391-410.
- Pereira, L. C. B. (2001a). Do Estado patrimonial ao gerencial. In I. Sachs, J. Wilhelm, & P. S. Pinheiro (Org.). *Brasil: um século de transformações* (Cap. 8, pp. 222-259). São Paulo: Companhia das Letras.
- Pereira, L. C. B. (2001b). ENAP. *Administração pública gerencial: estratégia e estrutura para um novo estado*. Brasília: MARE/ENAP.
- Petrobras. (2018). *Nossas atividades*. Disponível em: <http://www.petrobras.com.br/pt/nossas-atividades/>
- Pettigrew, A. (1990). Longitudinal field research on change: Theory and practice. *Organization Science*, 1 (3): 267-292.
- Pettigrew, A. (1987). Context and action in the transformation of the firm. *Journal of management studies*, 24 (6), 649-670.
- Pettigrew, A. (1985). Context and action in the transformation of the firm. *Journal of management studies*, 24(6), 22-2380
- Pinheiro, V., & Moreira, T. (2016, novembro 10). Banco Postal, neste momento, não faz sentido, avalia Trabuco. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4772629/financas/47726...>
- Pinto, B. (1952). O declínio das sociedades de economia mista e o advento das modernas empresas públicas. *Conferência da Fundação Getúlio Vargas – DF*.
- Pollitt, C. (1993). *Managerialism and the Public Services*, 2nd edn. Blackwell, Oxford, UK.
- Polito, R. (2018, fevereiro 15). INB quer retomar extração de urânio e lançar um PDV. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5322579/empresas/532...>
- Polito, R. (2017, janeiro 6). INB negocia exportação de nova carga de urânio para Argentina. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/4827832/inb-negocia-exportacao-de-nova-carga-de-uranio-para-argentina>.

- Polito, R. (2016, junho 21). INB fecha contrto para exportação de urânio enriquecido para a Argentina. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/4608103/inb-fecha-contrato-para-exportacao-de-uranio-enriquecido-para-argentina>.
- Polito, R., Schüffner, C., Villas Bôas, B., & Ramalho, A. (2018). Analistas aprovam atual política de reajustes de combustíveis. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/5283521/analistas-aprovam-atual-politica-de-reajustes-de-combustiveis>
- Ragin, C. (2014). *The comparative method: beyond the qualitative quantitative approach*. Oakland: University of California Press.
- Rainey, H., Backoff, R. & Levine, C. (1976). Comparing public and private organizations. *Public administration review*, 36 (2), 233-244.
- Ribeiro, A. (2018, março 5). Tamanho dos bancos divide especialistas. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/5361475/tamanho-dos-bancos-divide-especialistas>.
- Rihoux, B., & Lobe, B. (2009). The case for qualitative comparative analysis (QCA): adding leverage for thick cross-case comparison. In D. Berne, & C. C. Ragin (Orgs.). *The Sage handbook of case-based methods*. London: Sage Publications Ltd.
- Rittner, D. (2014, agosto 18). TCU vê déficit e passivos em estatal. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/3657088/tcu-ve-deficit-e-passivos-em-estatal>
- Rittner, D. (2014, março 25). Tarifa congelada gera prejuízo superior a R\$ 1 bi para operadoras. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/3492614/tarifa-congelada-gera-prejuizo-superior-r-1-bi-para-operadoras>.
- Rittner, D. (2017, fevereiro 13). Futuro do modelo gera debates no governo. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/4866674/futuro-do-modelo-gera-debates-no-governo>.
- Rocha, R. (2017). BR Distribuidora vai aderir ao Novo Mercado. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5108438/br-distribuidora-vai-aderir-ao-novo-mercado>.
- Romero, C. (2018, fevereiro, 7). Como anda a faxina na casa da Petrobras. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/5311347/como-anda-faxina-da-casa-na-petrobras>.
- Romero, C. (2017, dezembro 20). A saga do IPO da BR Distribuidora. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/5232903/saga-do-ipo-da-br-distribuidora>.
- Romero, C. (2017, dezembro 6). A origem da corrupção. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/brasil/5219051/origem-da-corrupcao>.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (1995). *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas.

Rostás, R., & Viri, N. (2012, novembro 8). Grupo Eletrobras pode precisar de ajuda do Tesouro. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/2896108/grupo-eletobras-pode-precisar-de-ajuda-do-tesouro>.

Safatle, C., & Junqueira, C. (2012, fevereiro 29). Dilma intervém em briga entre BB e Previ. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/2547764/politica/25477...>

Saldaña, J. (2015). *The coding manual for qualitative researchers*. Sagepub.

Sanen, C., & Donegá, G. (2018). Transparência em relatórios corporativos: as 100 maiores empresas e os 10 maiores bancos brasileiros. Disponível em: <http://transparenciacorporativa.org.br/trac2018/download/#wpcf7-f31-o1>

Schüffner, C. (2017, agosto 23). Governo perde R\$ 228 bi com Eletrobras. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/5090856/governo-perde-r-228-bi-com-eletobras>.

Schüffner, C. (2014, fevereiro 24). Controle de preços gera perda de arrecadação. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/3440644/controle-de-precos-gera-perda-de-arrecadacao>.

Scofano, P. Jr. (1997). O estado, as sociedades de economia mista e o público: a perspectiva do marketing. *Revista de administração pública*, 31 (3), 59-73.

Scott, W. R. (2014). *Institutions and organizations: Ideas, interests, and identities*. London: Sage Publications.

Scott, W. R. (1998) *Organizations: rational, natural and open systems*. 4 ed. Upper Saddle River, NJ, Prentice Hall.

Selznick, P. (1972). A liderança na administração: uma interpretação sociológica. Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 1972.

Secretaria de Coordenação de Governança das Empresas Estatais [SEST]. (2018). *Planejamento divulga indicador de governança das empresas estatais*. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/igsest1>. Acesso em 2018, julho 29.

Shapiro, S. (2005). Agency theory. *Annual review of sociology*, 31 (1), 263-284.

Silva, A., & Alperstedt, G. (2013). Mudança organizacional estratégica em um banco público: uma análise a partir da perda da conta movimento. *Revista de administração pública*, 47(4), 827-848.

Tolbert, P., Zucker, L. (1983). Institutional sources of change in the formal structure of organizations: the diffusion of Civil Service reform, 1880-1935. *Administrative Science quarterly*, 28, 22-39.

Torres, F. (2017, julho 7). Há risco de restabelecerem a 'barbárie' na gestão de estatais. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5029794/financas/50297...>

Torres, F. (2014, março 5). Depois da MP 579, a MP 627 é novo presente de grego. *Valor econômico / Valor investe*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/3450812/depois-da-mp-579-mp-627-e-novo-presente-de-grego>

Torres, F. (2012, dezembro 3). Conflito na Eletrobras? *Valor econômico / Valor investe*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/valor-investe/casa-das-caldeiras/2926634/conflito-na-eletobras>.

Valenti, G. (2012, novembro 13). Fundo Skagen questiona Eletrobras. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/empresas/2901632/fundo-skagen-questiona-eletobras>.

Valor Econômico. (2018a). *INB quer retomar extração de urânio e lançar um PDV*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5322579/empresas/532...>

Valor Econômico. (2018b). *Como anda a faxina da casa na Petrobras*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5311347/brasil/5311347...>

Valor Econômico. (2018c). *Privatização da Eletrobras depende de solução para Angra 3*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5413435/privatizacao-da-eletobras-depende-de-solucao-para-angra-3>.

Valor Econômico. (2018d). *Banco público começa a retomar tamanho de antes da crise de 2008*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5361479/financas/53614...>

Valor Econômico. (2018e). *BC já terá palavra final em indicação para Caixa*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5410243/financas/54102...>

Valor Econômico. (2017a). *Temer demite indicados de deputados que votaram contra reforma*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4954446/politica/495444>

Valor Econômico. (2017b). *Futuro do modelo gera debates no governo*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4866674/empresas/4866674/...>

Valor Econômico. (2017c). *Petrobras e Eletrobras são afetadas*. Disponível em: http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/4973736.

Valor Econômico. (2017d). *Pedro Parente diz que Petrobras é credora da União na cessão onerosa*. Disponível em: http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/5169858.

Valor Econômico. (2017e). *BR Distribuidora vai aderir ao Novo Mercado*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5108438/empresas/510...>

Valor Econômico. (2017f). *Geração solar ficará mais competitiva com mudanças no marco regulatório*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5150804/geracao-solar-ficara-mais-competitiva-com-mudancas-no-marco-regulatorio>.

Valor Econômico. (2017g). *Governo perde R\$ 228 bi com Eletrobras*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5090856/governo-perde-r-228-bi-com-eletobras#>.

Valor Econômico. (2017h). *Estrangeiras devem avançar sobre espaço das estatais elétricas*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/5055718/estrangeiras-devem-avancar-sobre-espaco-das-estatais-eletricas>.

Valor Econômico. (2017i). *Ação do Banco do Brasil lidra alta entre estatais no governo Temer*. <http://www.valor.com.br/financas/4919766/acao-do-banco-do-brasil-lidra-alta-entre-estatais-no-governo-temer#>

Valor Econômico. (2017j). *BB deixa varejo em países onde tem pouca escala*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5115066/financas/51150...>

Valor Econômico. (2017k). *BB e Petrobras aderem a programa da B3 e veem mercado mais confiante*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5074368/financas/50743...>

Valor Econômico. (2017l). *BB obtém nota máxima em indicador de governança do Planejamento*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5189301/financas/51893...>

Valor Econômico. (2017m). *Gestores veem maior apelo em estatais*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5094136/financas/50941...>

Valor Econômico. (2017n). *Participação da União no BB cairá para 50,7%*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4960186/participacao-da-uniao-no-bb-caira-para-507#>

Valor Econômico. (2016a). *Brasil exportará urânio enriquecido pela primeira vez*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4622203/brasil>

Valor Econômico. (2016b). *INB fecha contrato para exportação de urânio enriquecido para a Argentina*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4608103/empresas>.

Valor Econômico. (2016c). *Sem caixa, Estados avaliam alternativas*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4617569/brasil/4617569/se...>

Valor Econômico. (2016d). *Uso político das estatais já preocupa*. Disponível em: http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/4557129...

Valor Econômico. (2016e). *Petrobras investiga gestão sindical na sua política de RH*. Disponível em: http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/4489810.

Valor Econômico. (2016f). *Após Lava-Jato, empresas públicas fortalecem governança*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4388664/apos-lava-jato-empresas-publicas-fortalecem-governanca>.

Valor Econômico. (2016g). *BB inicia mudanças em vice-presidências*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4766859/bb-inicia-mudanca-em-vice-presidencias#>.

Valor Econômico. (2015a). *Minérios radioativos*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4072358/legislacao/4072358>

Valor Econômico. (2015b). *BrasilOzônio abre novas frentes para mineradoras*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4218470/empresas/>

Valor Econômico. (2015c). *Falta de consenso trava decisão sobre geração nuclear*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3917620/brasil/3917620/>

Valor Econômico. (2015d). *Trem sem condutor é mais veloz e eficiente*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4185372/empresas/4185372/>

Valor Econômico. (2015e). *Youssef envolve Denatran e Cetip*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3945522/politica/3945522/>

Valor Econômico. (2015f). *Espanhola CAF vive fase de indefinição no Brasil*. Disponível em: [http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4226416/empresas/4226416.](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4226416/empresas/4226416/)

Valor Econômico. (2015g). *A república sem Eduardo Cunha*. Disponível em: [http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4281358/politica/4281358.](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4281358/politica/4281358/)

Valor Econômico. (2015h). *O papel da Petrobras no governo Lula*. Disponível em: [http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/4289690.](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/4289690/)

Valor Econômico. (2015i). *Murilo Ferreira será primeiro não ministro à frente do conselho*. Disponível em: [http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/3982232.](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/3982232/)

Valor Econômico. (2014a). *TCU vê déficit e passivos em estatal*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3657088/brasil/3657088/tcu...>

Valor Econômico (2014b). *Tarifa congelada gera prejuízo superior a R\$ 1 bi para operadoras*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3492614/brasil/3492614/>

Valor Econômico. (2014c). *Projetos de VLTs ficam na promessa*. Disponível em: [http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3749492/brasil/3749492/.](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3749492/brasil/3749492/)

Valor Econômico. (2014d). *Cade abre processo para apurar cartel em quatro Estados e no DF*. Disponível em: [http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3487302/politica/3487302/.](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3487302/politica/3487302/)

Valor Econômico. (2014e). *SEC apura denúncias contra a Petrobras*. Disponível em: http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/3740418...

Valor Econômico. (2014f). *Energia mais cara preocupa trens e metros*. Disponível em: [http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3772722/brasil/3772722/.](http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3772722/brasil/3772722/)

Valor Econômico. (2014g). *Eletrobras negocia dívida com compra de óleo da Petrobras*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/3654714/eletrobras-negocia-divida-com-compra-de-oleo-da-petrobras.>

Valor Econômico. (2013a). *BNDES dá R\$ 9,6 milhões a projeto para tratar solo contaminado em MG*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/2967094/brasil/2967094>

- Valor Econômico. (2013b). *Dispensas na INB irritam partido no Rio*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3062252/politica/30622...>
- Valor Econômico. (2013c). *Funcionários ligados ao PSB são demitidos*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3062248/politica/306224...>
- Valor Econômico. (2013d). *Antecipação da campanha tem riscos para o governo*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3067230/opiniaio/30672...>
- Valor Econômico (2013e). *Alternativa nuclear divide as opiniões*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/3105326/brasil/3105326/...>
- Valor Econômico. (2012a). *MbAC Fertilizantes quer encabeçar exploração de terras-raras no Brasil*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/2592828/empresas/259...>
- Valor Econômico. (2012b). *Brasil investiga apreensão de material radioativo na Bolívia*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/2809752/internacional/>
- Valor Econômico. (2012c). *Minoritários da Eletrobras reagem*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/2916516/minoritarios-da-eletobras-reagem>.
- Valor Econômico. (2012d). *Fundo Skagen questiona Eletrobras*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/2901632/fundo-skagen-questiona-eletobras>.
- Valor Econômico. (2011a). *Entidade prepara ofensiva para aprovar controle privado sobre usinas nucleares*. Disponível em: http://www.valor.com.br/imprimir/noticia_impresso/1124818
- Verdério, A. (2017, abril 26). Trabalhadores dos Correios entram em greve por tempo indeterminado. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/4949834/brasil/4949834/...>
- Waterman, R. & Meier, K. (1998). Principal-agent models: na expansion? *Journal of public administration research and theory*, 8 (2), 173-202.
- Warlich, B. (1984). A reforma administrativa no Brasil: experiência anterior, situação atual e perspectivas – uma apreciação geral. *Revista de administração pública*, 18 (1), 49-59.
- Webjur (n.d.). *Estrutura da administração pública*. Recuperado em 13 dezembro, 2015, do http://www.webjur.com.br/doutrina/Direito_Administrativo/Estrutura_da_Administra_o.htm
- Weber, M. (1978). *Economy and society: an outline of interpretative sociology*. University of California press.
- Williamson, O. (1979). Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of law and economics*, 22 (2), 233-261.
- Williamson, O. (1991). Comparative economic organization: the analysis of discrete structural alternative. *Administrative Science quarterly*, 36 (2), 269-296.
- Yin, R. (2014). *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Bookman.

Zaia, C. (2017, outubro 13). BB recupera mercado no crédito rural. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/5154500/agro/5154500/...>

Zampieri, A. C. (2012, março 21). BB deve precisar de capital novo para Basileia 3, calcula HSBC. *Valor econômico*. Disponível em: <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/2579530/financas/25795...>

Zaparolli, D., & Rockmann, R. (2017, junho 5). For a da linha. *Valor econômico*. Disponível em: <https://www.valor.com.br/brasil/4991934/fora-da-linha>.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 - ROTEIRO BÁSICO SUGESTIVO PARA ENTREVISTA

Por favor, discorra sucintamente, sobre sua carreira na empresa X? (busca verificar grau de identificação do indivíduo com a organização, útil na percepção do comportamento agente ou mordomo, principalmente através de informações e percepções acessórias. Levantar quais são as motivações de carreira do entrevistado, se tendem mais ao utilitarismo ou se existe alguma identificação pessoal com os objetivos da empresa)

Na sua percepção, a empresa X tem uma função pública? Caso sim, qual é essa função, a seu ver? De que maneiras a empresa X cumpre a sua função pública? (buscar entender a visão do entrevistado sobre a função pública da empresa, bem como as formas pelas quais a organização tem atuado no interesse público)

Na sua opinião, o que leva os acionistas da empresa X a investir na empresa? Que tipo(s) de retorno o investidor recebe por seu investimento na empresa? Quais seriam as vantagens para o investidor colocar seu dinheiro nesta empresa em vez de uma empresa privada? (verificar qual é o entendimento do entrevistado sobre o cumprimento da função privada na SEM em questão)

De onde vêm as demandas de natureza pública para a empresa X? E de que forma elas chegam? (levantar os stakeholders de interesses públicos na organização, bem como a forma pelas quais eles interagem com a mesma)

De onde vêm as demandas de natureza privada para a empresa? E de que forma elas chegam? (levantar os stakeholders de interesses privados na organização, bem como a forma pelas quais eles interagem com a mesma)

Você já esteve presente ou deliberou em uma situação em que uma demanda de natureza pública não era interessante do ponto de vista econômico/privado ou vice-versa? Como a situação foi tratada e resolvida? Existiram outras situações em que o desfecho foi diferente? Por favor, dê exemplos concretos. (entender o conflito público-privado)

Você já esteve em uma situação em que seu interesse pessoal ou de sua organização estava em conflito com o que a empresa X estava decidindo? Que tipo de interesses particulares estavam envolvidos e como você lidou com a situação? (verificar o comportamento principal-agente ou principal-mordomo)

Com que frequência os interesses político-partidários se manifestariam na tomada de decisões sobre a atuação da empresa X? De que maneiras eles ocorrem? (determinar se o Governo e seus agentes são, de fato, o stakeholder que representa o interesse público somente ou se podem ter interesses privados através de sua função pública)

Você tem observado conflitos de interesses entre atores públicos e atores privados em nos processos decisórios da empresa? Caso sim, por favor dê alguns exemplos concretos. A seu ver, quais são os principais fatores levados em consideração na resolução desses conflitos? O que é levado em conta? Existe um padrão para a resolução deste tipo de conflito? (como os conflitos são resolvidos, sobre que pressupostos e condições)

Se você pudesse influenciar a decisão do governo de manter a empresa X na forma de SEM atual, o que você diria? (verificar a crença de que o objetivo público está sendo atendido e em que extensão)

O que os funcionários da empresa X buscam ao trabalhar na organização? (verificar tendência mordomo ou agente do entrevistado e dos seus colegas, em sua visão)

APÊNDICE 2 - ROTEIRO PARA PESQUISA DOCUMENTAL

Levantamento de Missão, Visão, Valores Corporativos e documentos de responsabilidade social corporativa – CSR: identificar elementos institucionais e valores públicos e privados na organização

Levantamento de dados em cartas e outros documentos direcionados a investidores: verificar as metas de caráter privado da organização.

Levantamento de dados econômicos e financeiros nos documentos organizacionais obrigatórios da Lei das S.A., tais como Balanço Patrimonial e Demonstrativos de Resultado de Exercício: verificar lucros, prejuízos, Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) e outros indicadores econômicos mercadológicos a fim de verificar o resultado econômico das empresas no atendimento à sua função privada. (Estes documentos se destinam a subsidiar entrevistas e permitir comparabilidade com os dados das mesmas, fornecidos pelos entrevistados, como, por exemplo, nível de satisfação das expectativas dos investidores.)

Análise dos documentos de Balanço Social: verificar as estratégias sociais e ambientais deliberadas e efetivamente levadas a cabo, existência ou não de *green-washing* e indicações de atendimento da função pública da organização.

Análise de documentos institucionais: livros, revistas de circulação interna e para com investidores e *stakeholders*. Objetiva-se o estudo de fenômenos institucionais como mitos e ritos que podem lançar luz à compreensão de como as pressões de caráter público-privado atingem a organização e em que sentido estas pressões estão sendo trabalhadas.

Análise de matérias de imprensa sobre a SEM: verificar as pressões institucionais e a visão do público, representada pela imprensa, sobre a organização e o cumprimento de seu papel público e privado.

Análise de material de divulgação sindical: verificar como o sindicato correspondente, usualmente crítico, aborda o cumprimento do papel privado e público da SEM principalmente sob a ótica do *stakeholder* funcionário/colaborador.

APÊNDICE 3 CÓDIGOS PARA CATEGORIZAÇÃO NO NVIVO 11

CATEGORIA	NÍVEL	DESCRIÇÃO
CONTEXTO	1	São considerados aqui os aspectos do ambiente externo e interno da organização, no que tange às instituições, pressões institucionais e aspectos como estrutura e liderança, desde que dentro do escopo teórico e dos objetivos da pesquisa. Não entram nesta categoria códigos que sejam melhor adequados em termos de processo e conteúdo. Esta categoria é subdividida em duas outras: Contexto Interno e Contexto Externo (Pettigrew, 1985). As codificações devem ser preferencialmente feitas nas categorias subordinadas.
CONTEXTO EXTERNO	2	Se refere ao ambiente organizacional (Pettigrew, 1985) que está relacionado com o escopo da pesquisa, tais como instituições e pressões institucionais, além de situação econômica e política do país. Não entram nesta categoria os stakeholders, que devem ser codificados na categoria atores.
CONTEXTO INSTITUCIONAL	3	Refere-se ao ambiente institucional da organização, em termos das instituições existentes e suas pressões como vetores chegando e saindo da organização. Não entram nesta categoria as pressões diretas sobre a organização em termos do conflito de interesse público e privado, que devem ser categorizados sob o nó “influências” DiMaggio & Powell (1983).
STAKEHOLDERS	3	Atores que afetem ou sejam afetados pelas organizações (Freeman, 1984), de maneira direta ou indireta (Fassin, 2008).
GOVERNAMENTAIS	4	Engloba os stakeholders que participam da esfera pública sujeitos aos representantes eleitos do povo, dentro de sua administração direta. Incluem-se as três esferas de poder, e também as instâncias estaduais e municipais do poder público, além da federal. Não entram aqui os stakeholders públicos no sentido amplo da palavra, como Sociedades Anônimas de capital aberto mas não controladas pelo Estado, ONG’s e sociedades de defesa dos interesses do consumidor, entre outros.
GOVERNO EMPREENDEDOR	5	Papéis do Governo definidos como ator focal, parceiro de negócios, acionista, proprietário, controlador externo, possível competidor, investidor direto, proprietário ou vendedor de firmas de negócio, conforme Uhlebruck & de Castro (2000), Choudrie et al. (2003), Bucholz &

		Rosenthal (2004), Fassin (2010), Kivleniece & Quelin (2012), Li et al. (2015) e Dahan, Doh & Raelin (2015). Entra: Atuação do Governo em seu aspecto rentista e empreendedor. Não entra: papel de simples apoio/fomento.
GOVERNO FOMENTADOR	5	Papéis do governo no sentido de construção do conhecimento, criação de incentivos, construção de conhecimento, facilitador de financiamentos, catalizador de investimentos privados, implementação e mobilização de conhecimento, conforme Chudrie et al. e Dahan, Doh & Raelin (2015). Em termos, a ação desenvolvimentista e promotora de avanço e crescimento do Governo. Iniciativas diretas do Governo, sobretudo com vistas a renda, não entram nesta categoria.
GOVERNO REGULADOR	5	Nesta categoria entra a classificação do Governo como seu papel originalmente definido por Freeman (1984) como regulador de mercado. Esta visão foi endossada por Harrington (1996), Choudrie et al. (2003), Bucholz & Rosenthal (2004), Ferrary (2009), Kivleniece & Quelin (2012), Li et al. (2015) e Dahan, Doh & Raelin (2015). Não entram aqui classificações do Governo que vão além do papel regulatório, como quando, além de regular, este interfere de maneira direta ou indireta no mercado.
GOVERNO REPRESENTANTE PÚBLICO E SOCIAL	5	Papéis do Governo como representante público e social, em funções de advogado, stakeholder real, veículo de expressão de interesses especiais e ator focal no processo de políticas públicas, conforme Bucholz e Rosenthal (2004), Ferrary (2009), Fassin (2010) e Dahan, Doh e Raelin (2015). Entram aqui o papel efetivamente público do Governo, e sua atuação como agente representante social. Não entram funções precipuamente rentistas, empreendedoras e orientadas ao comportamento privado.
NÃO-GOVERNAMENTAIS	4	Incluem todos os stakeholders que não são direta ou indiretamente controlados pelo governo, embora possam ser influenciados. Este é o conceito mais amplo e comum de stakeholders (Freeman, 1984).
STAKEKEEPERS (NÃO-GOVERNAMENTAIS)	5	Reguladores que impõem controle externo, verificações e regulações sobre a Organização (Fassin, 2012), excetuando-se o Governo. Podem entrar aqui agências reguladoras do Governo ou com influência do Governo, desde que possuam independência e autonomia para executar o papel regulador.
STAKEOWNER	5	Stakeholders na conceituação mais estrita e representativa do termo, ou seja, que detêm e merecem interesse na/da firma (Fassin, 2012). Possuem legitimidade na firma, por serem parte das ações e dos efeitos diretos da operação da organização.
STAKESEEKERS	5	Grupos que desejam ter voz ativa nas organizações e participar dos debates públicos, embora não possuam estes privilégios até o momento da sua análise (Fassin, 2012). Exemplos: ONG's, grupos da sociedade civil, grupos ativistas agressivos (Fassin, 2012).

STAKEWATCHERS	5	Stakeholders que não possuem interesse direto na empresa, mas que vigiam e atuam no interesse de outros stakeholders. Inclui sindicatos e a mídia em geral, associações de investidores, associações de consumidores, ativistas e ONG's quando defendem os interesses da comunidade, por exemplo (Fassin, 2012).
CONTEXTO INTERNO	2	Codificações referentes ao ambiente interno da organização, conforme descrição da categoria subordinante (Pettigrew, 1985). Não entram aqui menções a questões que não são de ingerência direta ou muito significativa da Organização, que poderiam ser entendidas como contexto externo, ou códigos que se apliquem melhor em termos de conteúdo ou processo.
COMPORTAMENTO STEWARD	3	Quando é percebido na organização, através de forças institucionais, o incentivo ao comportamento steward, que vai além da simples relação de agência em que há o interesse puramente rentista e da maximização do benefício próprio. Nesta situação, pode haver o ajustamento dos objetivos dos agentes e dos principais (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).
INFLUÊNCIAS	3	Nesta categoria são agrupadas as influências percebidas pelas organizações advindas de seus atores/stakeholders, divididas em públicas e privadas. Não entram nesta as influências que não se dirigem diretamente à organização, devendo estas ser analisadas sob a ótica do contexto, se pertinentes.
PRESSÕES DE INTERESSE PRIVADO ILEGÍTIMO	4	Nesta categoria entram todos os interesses praticados por agentes privados que não tenham fundamentação ou previsão e permissão de leis, costumes lícitos e melhores práticas de mercado ou institucionais. Podem englobar sinalização de atividade especulativa em detrimento dos interesses da organização ou pressões que prejudiquem o bom funcionamento da organização e a aquisição dos objetivos públicos e/ou privados desta.
PRESSÕES DE INTERESSE PRIVADO LEGÍTIMO	4	Nesta categoria ficam incluídas as menções ao interesse privado que esteja em conformidade com as leis constituintes e reguladoras, estatuto e contratos da Organização. Incluem, mas não se limitam a, busca de renda, aversão a risco, diversificação de investimentos e questões subjetivas como angariação de legitimidade política, social e moral. Não entram nesta categoria os interesses diversos destes.
PRESSÕES GOVERNAMENTAIS ILEGÍTIMAS	4	Menções de pressões realizadas pelo governo de forma ilegítima, ou seja, que não são previstas em lei ou nos estatutos e documentos constituintes e regulatórios da Empresa. Entram nesta, também, as situações em que, nominalmente, exista previsão legal mas que se tratem, na verdade, da manifestação de objetivos oportunistas do Governo. Estes objetivos podem incluir: tráfico de influência, propina, venda de cargos, dilapidação, uso indevido da organização para fins eleitoreiros etc.(Waterman & Meier, 1998).

PRESSÕES GOVERNAMENTAIS LEGÍTIMAS	4	Nesta categoria entram as questões que envolvem o uso devido e legalmente constituído da organização em estudo. Incluem, mas não se restringem a, execução de políticas públicas, implantação de programas governamentais, econômicas e outras, busca de renda e aversão a risco. Não entram as pressões que, nominalmente, sejam legítimas mas para as quais se tenha evidência de que haja interesses ilegítimos como real fundamento.
CONTEÚDO	1	Envolve os objetos em torno do que os conflitos de interesse público e privado se concentram. Inclui, por exemplo, a adoção de uma política pública que beneficia o aspecto social da organização mas não o aspecto econômico-financeiro. Atores, processos e contexto devem ser categorizados à parte.
ILEGÍTIMO PÚBLICO - ILEGÍTIMO PRIVADO	2	Conflitos que se mostrem aberta ou veladamente ilegítimos em ambas as partes.
ILEGÍTIMO PÚBLICO - LEGÍTIMO PRIVADO	2	Quando o Governo exerce pressão para execução de ação ou posicionamento com intuito ilegítimo, e a empresa se posiciona legitimamente e/ou na defesa de interesses legítimos. Exemplo: execução de política com fim eleitoral às expensas da sustentabilidade de capital da organização foco.
LEGÍTIMO PÚBLICO - ILEGÍTIMO PRIVADO	2	Conflitos que sejam legítimos no lado público mas ilegítimos no lado privado. Exemplo: pressões por parte do Governo na execução de políticas públicas pela organização foco, mas resistência desta em executar o seu papel que se encontra disposto em Lei e/ou instrumentos de constituição/regulamentação.
LEGÍTIMO PÚBLICO - LEGÍTIMO PRIVADO	2	Conflitos que sejam legítimos em ambas as partes. Excetuam-se casos que sejam declarados legítimos, mas que na realidade lidam com interesses ilegítimos em uma ou ambas as partes.
PROCESSO	1	Descrição do processo (Pettigrew, 1985) pelo qual as pressões de interesse público e privado são abordadas, tratadas e, eventualmente resolvidas. Aborda-se esta dimensão com a teoria institucional, nos termos estratégicos de Oliver (1991). As categorizações devem, preferencialmente, ocorrer nos nós subordinados.
INSTITUCIONALIZAÇÃO - AQUIESCÊNCIA	2	Engloba a formação de hábitos, imitação e consentimento com o ambiente. Envolve também a obediência às regras e aceitação das normas (Oliver, 1991).
INSTITUCIONALIZAÇÃO - COMPROMETIMENTO	2	Engloba o equilíbrio das expectativas dos stakeholders, sua pacificação através da acomodação e do apaziguamento dos elementos institucionais e a barganha com os stakeholders institucionais (Oliver, 1991).
INSTITUCIONALIZAÇÃO - EVASÃO	2	Refere-se a estratégias de dissimulação (Oliver, 1991; Meyer & Rowan, 1977), que significa disfarçar a não-conformidade, represamento ou relaxamento de cadeias institucionais e fuga, que significa a mudança de objetivos, atividades e domínios (Oliver, 1991, p. 152).

<p>INSTITUCIONALIZAÇÃO - MANIPULAÇÃO</p>	<p>2</p>	<p>Refere-se a cooptação, influência e controle, o que pode significar a importação de constituintes institucionais, modelagem de valores e critérios e a dominação de processos e constituintes institucionais (Oliver, 1991, p. 152).</p>
<p>INSTITUCIONALIZAÇÃO - RESISTÊNCIA</p>	<p>2</p>	<p>Engloba táticas de recusa, desafio e ataque, que se traduzem em ignorar normas explícitas e valores, contestar regras e requisitos e assaltar fontes de pressões institucionais, respectivamente. (Oliver, 1991).</p>

APÊNDICE 4 – CATEGORIAS USADAS PARA SEGUNDA ITERAÇÃO DE ANÁLISE DOS DADOS

Name	Sources	Referen ces	Created On	Created By	Modified On	Modified By
INTERESSE PRIVADO - INSUCESSO	41	52	31 May 2018 21:15:06	ADS	31 May 2018 23:22:49	ADS
INTERESSE PRIVADO - SUCESSO	16	23	31 May 2018 21:14:58	ADS	31 May 2018 23:15:27	ADS
INTERESSE PÚBLICO - INSUCESSO	19	26	31 May 2018 21:14:43	ADS	31 May 2018 23:21:43	ADS
INTERESSE PÚBLICO - SUCESSO	14	16	31 May 2018 21:14:26	ADS	31 May 2018 23:23:03	ADS

APÊNDICE 5 - NUVENS DE PALAVRAS UTILIZADAS PARA VALIDAÇÃO DOS DADOS COLETADOS DAS FONTES ENTREVISTAS E REPORTAGENS DE MÍDIA ESPECIALIZADA

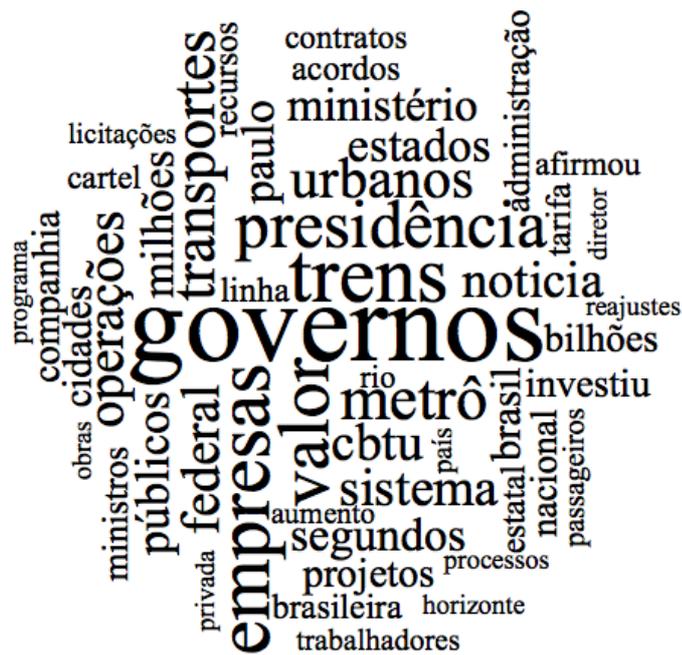
As nuvens de palavras deste apêndice foram geradas no software Nvivo 11 através de ferramenta apropriada, de acordo com seleção de empresa e tipo de fonte de dado. A CBTU não possuiu entrevistas, razão pela qual esta empresa apresenta apenas a nuvem de palavras para reportagens. Foram desprezadas palavras com menos de 3 caracteres. Foram consideradas apenas as 50 palavras mais frequentes, para fins de clareza e objetividade. O *software* Nvivo 11 apresenta ferramenta de lista de *stop-words*, ou lista de exclusão de palavras, que permite ao mesmo ignorar palavras não-significativas na nuvem de palavras. Além das palavras básicas já ignoradas por padrão na ferramenta para a língua portuguesa, foram adicionadas palavras consideradas não-relevantes, como conjunções, os advérbios mais comuns, bem como adjetivos, preposições e verbos de estado, além de interjeições, figuras e vícios de linguagem, numerais e outros casos que foram analisados pontualmente e entendeu-se não serem pertinentes à análise. A lista com as palavras *stop-word* está exibida no final deste apêndice.



Nuvem de palavras formada com textos das entrevistas do Banco do Brasil, no software NVivo 11. Fonte: dados da pesquisa.



Nuvem de palavras formada com textos das reportagens do Banco do Brasil no software NVivo 11. Fonte: dados da pesquisa.



Nuvem de palavras formada com textos das reportagens da CBTU no software NVivo 11. Fonte: dados da pesquisa.



Nuvem de palavras formada com textos das entrevistas da Eletrobras, no software NVivo 11.
 Fonte: dados da pesquisa.



Nuvem de palavras formada com textos das reportagens da Eletrobras no software NVivo 11.
 Fonte: dados da pesquisa.



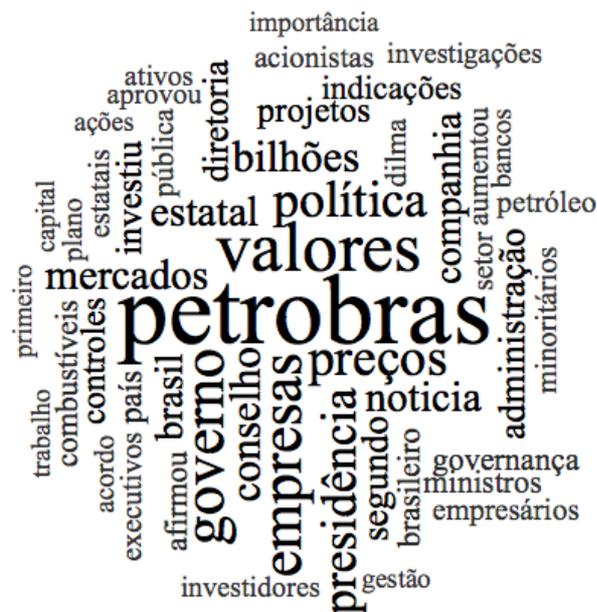
Nuvem de palavras formada com textos da entrevista da INB, no software NVivo 11. Fonte: dados da pesquisa.



Nuvem de palavras formada com textos das reportagens da INB no software NVivo 11. Fonte: dados da pesquisa.



Nuvem de palavras formada com textos das entrevistas da Petrobras, no software NVivo 11.
 Fonte: dados da pesquisa.



Nuvem de palavras formada com textos das reportagens da Petrobras no software NVivo 11.
 Fonte: dados da pesquisa.

'não 2012 2013 2016 2018 a acaba acabam acabamos acabar acabaram acabei acabou acha acho aconteça acontece acontecem acontecendo acontecer aconteceram acontecerão acontecereria aconteceu acontecia acontecido acredita acreditam acreditando acreditar acreditava acredito acreditou agora ainda além algum alguma algumas alguns ali alia aliada aliado aliados alias aliou ambas ambos ano anos antes ao aonde aos apos aquela aquelas aquele aqueles aqui aquilo as assim até atenda atendam atende atendendo atender atenderia atendeu atendia atendida atendidas atendido atendidos atendimento atendo através bacana bastante bem bom busca buscado buscam buscando buscar buscaria buscaríamos buscava buscavam buscou cada cade cadê cadeia cadeias casa casas case caso casos certa certamente certas certo certos chega chegada chegam chegamos chegando chegar chegará chegaram chegarem chegasse chego chegou chegue clara claramente claras claro coisa coisas com começa começamos começar começarem começaria começasse começo começou como consiga consigo conta contam contaram contariam contas contava contou contra contudo cuja cujas cujo cujos da dar daria das de dela dele deles demais dentre dentro depois desde dessa dessas desse desses desta deste deve devem devemos devendo dever deverá deverão deveres deveria deveriam deveríamos devia deviam devida devidas devido devidos devo digamos dispoe dispoem disse disser disseram disso diversa diversas diversos diz dizem dizemos dizendo dizer dizia diziam do dois dos durante e ela elas ele eles em enfim entao então entenda entende entendem entendendo entender entenderem entenderia entendeu entendi entendiam entendimento entendo entre enxerga enxergam enxergando enxergar enxergaram enxergarem enxergaria enxergavam enxergo enxergou era espera esperada esperado esperando esperar esperaria esperava essa essas esse esses esta está estamos estão estar estarem estaria estariam estaríamos estas estava estavam este estes estou exista existe existem existia existir existiram existiria existisse existiu fala falada falado falam falamos falando falar falaram falas falasse falava fale falei falem falir falo falou faz fazê fazem fazemos fazendo fazer fazermos fazia faziam fazíamos feita feitas feito feitos fez ficado ficam ficamos ficando ficar ficaram ficasse ficassem ficava ficou foi for fora foram forem foro fosse fossem gente gerados gerais geram gerando gerar gerasse gerem gerida geridas gerido gerir gerou grande grandes ha havendo haver haverá haveria havia haviam havido hoje http huhum imagina imaginação imaginado imaginam imaginando imaginar imagine imagino imaginou imprimir inclusive informa informação informações informadas informado informando informar informará informaram informou isso isto lei leia lembra lembram lembrando lembrar lembrava lembre lembro logo maior maiores maioria mais mas mediante meia meio meios melhor melhora melhorado melhorar melhoraram melhorarem melhores melhoria melhorou menos mesma mesmas mesmo mesmos mil minha minhas muita muitas muito muitos na nao não naquela naquelas naquele nas nem nenhum nenhuma nessa nessas nesse nesses neste nos nós nossa nossas nosso nossos nova novamente novas nove novo novos num numa o olha olhando olhar olhares os ou outra outras outro outros par para pará parada paradas parado parados param paramos parar pararam pare pareça parece parecer pareceres parecia parecida parecido parecidos pareceu pares paris paro parou parte partes participa participação participações participado participam participamos participando participar participaram participava participei participo participou partido partidos partindo partir partiu parto passa passadas passado passados passam passamos passando passar passaram passariam passas passe passei passo passos passou pausa pegada pegam pegamos pegando pegar pegaram pegasse pegou pela pelas pelo pelos pensa pensado pensam pensamos pensando pensar pensaram pensava pensei penso perante perceba percebe percebem percebemos perceber percebeu percebi percebia percebida percebido percebo pergunta perguntado perguntando perguntar perguntaram perguntarem perguntas perguntasse perguntava perguntavam pergunte perguntei pergunto perguntou pode podem podemos poder poderemos poderes poderia poderiam poderíamos podia pois por porque portanto possa possam posse posso pouca poucas pouco poucos pra precisa precisam precisamos precisar precisarão precisaria precisariam precisasse precisava precisavam precisem preciso precisou pro proa propios proprio quais qual qualquer quando quanto que quem quer querem queremos querendo querer queria queriam quero questão realmente sabe sabem sabemos sabendo saber saberá saberia sabia sabido são se seguinte sei seja sem sendo senhor senta sentam sentamos sentar sentava sente sentia sentido sentidos sentindo sentir sentiu sentou ser será serem seria seriam seríamos seu seus sim sob sobre sou sua suas tal talvez tambem também tanta tantas tanto tantos tem têm tema temas teme temem tememos temer temos tenha tenham tenho tenta tentado tentam tentando tentar tentava tentei tentou ter terá terem teremos teria teriam teríamos teu teus teve tinha tinham tivemos tiver tiveram tivesse tivessem toda todas todo todos tua tuas tudo última últimas último últimos um uma umas uns vai vamos várias vários venda vendam vende vendendo vender vendesse vendeu vendia vendida vendido vendo vezes você volta voltada voltadas voltado voltados voltam voltando voltar voltaram voltaria volte voltei volto vou www

Lista de *stop-words* do *software* Nvivo 11 apresentando palavras que foram desconsideradas para a criação das nuvens de palavras deste apêndice. Nesta lista estão exibidas as palavras pré-definidas no *software* bem como aquelas adicionadas pelo pesquisador quando da análise dos dados.