



**MARCO ANTONIO MARTINS DA ROCHA**

**Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma  
História Recente do Grande Capital Brasileiro**

**Campinas  
2013**





**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**MARCO ANTONIO MARTINS DA ROCHA**

**Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma História  
Recente do Grande Capital Brasileiro**

**Prof. Dr. Célio Hiratuka – Orientador**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, área de concentração: Teoria Econômica, do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, para obtenção do título de Doutor em Ciências Econômicas, área de concentração: Teoria Econômica.

**ESTE EXEMPLAR CORRESPONDE À VERSÃO FINAL DA  
TESE DEFENDIDA PELO ALUNO MARCO ANTONIO  
MARTINS DA ROCHA E ORIENTADA PELO PROF. DR. CÉLIO  
HIRATUKA**

\_\_\_\_\_  
Orientador



**CAMPINAS**  
**2013**

FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA POR  
Maria Teodora Buoro Albertini – CRB8/2142 –  
CEDOC/INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

R582g Rocha, Marco Antonio Martins da, 1979-  
Grupos econômicos e capital financeiro: uma história recente do grande capital brasileiro/ Marco Antonio Martins da Rocha. – Campinas, SP: [s.n.], 2013.

Orientador: Célio Hiratuka.  
Tese (doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.  
1. Conglomerados (Empresas) . 2. Economia – Brasil . 3. Capital (Economia). I. Hiratuka, Célio, 1970-. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

13-19-BIE

Informações para Biblioteca Digital

**Título em Inglês:** Business groups and finance capital: a recent history of Brazilian big business

**Palavras-chave em inglês:**

Conglomerate corporations

Economics - Brazil

Capital

**Área de Concentração:** Teoria Econômica

**Titulação:** Doutor em Ciências Econômicas

**Banca examinadora:**

Célio Hiratuka

Fernando Sarti

Julio Sérgio Gomes de Almeida

José Carlos Rocha Miranda

José Eduardo de Salles Roselino Junior

**Data da defesa:** 28-02-2013

**Programa de Pós-Graduação:** Ciências Econômicas



**TESE DE DOUTORADO**

**MARCO ANTONIO MARTINS DA ROCHA**

**Grupos Econômicos e Capital Financeiro: Uma História  
Recente do Grande Capital Brasileiro**

**Defendida em 28/02/2013**

**COMISSÃO JULGADORA**

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Celio Hiratuka", is written over a circular stamp or watermark.

**Prof. Dr. CÉLIO HIRATUKA**  
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "F. Sarti", is written in a cursive style.

**Prof. Dr. FERNANDO SARTI**  
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Julio Sergio Gomes de Almeida", is written in a cursive style.

**Prof. Dr. JULIO SÉRGIO GOMES DE ALMEIDA**  
Instituto de Economia / UNICAMP

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "José Carlos Rocha Miranda", is written in a cursive style.

**Prof. Dr. JOSÉ CARLOS ROCHA MIRANDA**  
Universidade Federal do Rio de Janeiro / UFRJ

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "José Eduardo de Salles Roselino Junior", is written in a cursive style.

**Prof. Dr. JOSÉ EDUARDO DE SALLES ROSELINO JUNIOR**  
Universidade Federal de São Carlos / UFSCar



## A Cara do Brasil

(Celso Viáfora e Vicente Barreto)

Eu estava esparramado na rede  
Jeca urbanóide de papo pro ar  
me bateu a pergunta, meio à esmo:  
na verdade, o Brasil o que será?  
O Brasil é o homem que tem sede  
ou quem vive da seca do sertão?  
Ou será que o Brasil dos dois é o mesmo  
o que vai é o que vem na contramão?  
O Brasil é um caboclo sem dinheiro  
procurando o doutor nalgum lugar  
ou será o professor Darcy Ribeiro  
que fugiu do hospital pra se tratar  
(...)  
O Brasil é o que tem talher de prata  
ou aquele que só come com a mão?  
Ou será que o Brasil é o que não come  
o Brasil gordo na contradição?  
O Brasil que bate tambor de lata  
ou que bate carteira na estação?  
O Brasil é o lixo que consome  
ou tem nele o maná da criação?  
Brasil Mauro Silva, Dunga e Zinho  
que é o Brasil zero a zero e campeão  
ou o Brasil que parou pelo caminho:  
Zico, Sócrates, Júnior e Falcão  
(...)  
O Brasil é uma foto do Betinho  
ou um vídeo da Favela Naval?  
São os Trens da Alegria de Brasília  
ou os trens de subúrbio da Central?  
Brasil-Globo de Roberto Marinho?  
Brasil-Bairro: Carlinhos-Candeal?  
Quem vê, do Vidigal, o mar e as ilhas  
ou quem das ilhas vê o Vidigal?  
O Brasil encharcado, palafita?  
Seco açude sangrado, chapadão?  
Ou será que é uma Avenida Paulista?  
Qual a cara da cara da nação?

“(...) porque somos fortes e vingativos como o Jabuti.”

(Oswald de Andrade, *Manifesto Antropofágico*)



## AGRADECIMENTOS

“E aprendi que se depende sempre  
De tanta, muita, diferente gente  
Toda pessoa sempre é as marcas  
Das lições diárias de outras tantas pessoas

E é tão bonito quando a gente entende  
Que a gente é tanta gente onde quer que a gente vá  
E é tão bonito quando a gente sente  
Que nunca está sozinho por mais que pense estar

É tão bonito quando a gente pisa firme  
Nessas linhas que estão nas palmas de nossas mãos  
É tão bonito quando a gente vai à vida  
Nos caminhos onde bate, bem mais forte o coração

E aprendi (...)”

(Gonzaginha, *Caminhos do Coração*)

À minha família, aos meus companheiros do  
IE/Unicamp e do LEMA/UFRJ e todos aqueles que  
se fizeram tão presentes.



## RESUMO

Através do estudo dos 20 maiores grupos econômicos ligados à atividade industrial no Brasil, o trabalho procura analisar a trajetória recente de recomposição do “grande capital brasileiro”, isto é, as mudanças na estrutura de propriedade que compõem os maiores grupos econômicos nacionais após 1994. A análise é realizada a partir dos relatórios contábeis e administrativos das *holdings* centrais dos grandes grupos econômicos e de bases de dados sobre estrutura acionária, indicadores financeiros e investimento externo direto.

A interpretação baseia-se no conceito de capital financeiro, ao qual se propõem uma interpretação própria ao caso brasileiro. Neste sentido, a evolução dos grupos econômicos no Brasil é compreendida como um movimento de inserção internacional periférica do grande capital brasileiro, em um sistema capitalista no qual as transformações recentes reforçaram os aspectos de financeirização do sistema em seu conjunto. Apoiado no conceito de semiperiferia, o estudo realizado das transformações nos grupos econômicos brasileiros apresenta uma perspectiva sobre a evolução das formas concretas de consolidação de uma posição diferenciada em relação à periferia do sistema capitalista por parte da economia brasileira, através do suporte de mecanismos institucionais criados ao longo da industrialização.

Palavras-chave: Grupos Econômicos, Economia Brasileira, Capital Financeiro.



## **ABSTRACT**

The present work is an interpretation of the restructuring process of Brazilian big business in the most recent period. Through the analysis of 20 main Brazilian Economic Groups, their ownership structure and accounting indicators, the analysis aiming to describe the reorganization of the links between state-owned business, union pension funds and economic groups in Brazil since the privatization process in the nineties.

The work proposes for that an interpretation of the concept of Financial Capital, which was put forth by Rudolph Hilferding. In this sense, the evolution of Brazilian main economic groups is understood as a specific path followed by some peripheral economic groups which increased their spaces of accumulation during the recently process of financialisation of the capitalist system. By using the concepts of Financial Capital and Semiperiphery, the analysis of transformation in Brazilian big business is presented as an attempt to improve the knowledge about how part of periphery of capitalist system was transformed and differentiated themselves from the rest. The interpretation proposes that the constitution of specific financial mechanisms during the industrialization process is a fundamental issue to understand different paths of financialisation in periphery of the capitalist system.

Key words: Conglomerate corporations, Economics Brazil, Capital



## Sumário

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 1 – PERSPECTIVAS TEÓRICAS PARA A PERIODIZAÇÃO DAS ESTRUTURAS ECONÔMICAS CAPITALISTAS</b> .....	<b>9</b>
1.1. EMPRESAS, CONCORRÊNCIA E A ANÁLISE DAS ESTRUTURAS PRODUTIVAS CAPITALISTAS .....	9
1.2. O CAPITAL FINANCEIRO COMO CATEGORIA ANALÍTICA .....	15
1.3. CAUSALIDADE E PERIODIZAÇÃO DAS ESTRUTURAS ECONÔMICAS NA PERIFERIA .....	35
<b>CAPÍTULO 2 – CONTEXTO HISTÓRICO DA REESTRUTURAÇÃO RECENTE DOS GRUPOS ECONÔMICOS NO BRASIL</b> .....	<b>43</b>
2.1. PRIVATIZAÇÕES E GRUPOS ECONÔMICOS .....	49
2.1.1. REESTRUTURAÇÃO DOS GRUPOS ECONÔMICOS APÓS A PRIVATIZAÇÃO .....	53
2.2. FINANCEIRIZAÇÃO DA RIQUEZA, FUNDOS PÚBLICOS, FUNDOS SINDICAIS E GRUPOS ECONÔMICOS .....	69
<b>CAPÍTULO 3 – CRESCIMENTO, INTERNACIONALIZAÇÃO E DIVERSIFICAÇÃO DOS GRANDES GRUPOS ECONÔMICOS BRASILEIROS</b> .....	<b>81</b>
3.1. ANÁLISE DOS GRUPOS SELECIONADOS .....	87
3.1.1. PETROBRÁS .....	87
3.1.2. VALE S.A. ....	92
3.1.3. ELETROBRÁS .....	96
3.1.4. ITAÚSA .....	100
3.1.5. BRADESCO .....	104
3.1.6. VOTORANTIM .....	108
3.1.7. GERDAU .....	112
3.1.8. OI S.A./TELEMAR .....	116
3.1.9. JBS/FRIBOI .....	120
3.1.10. USIMINAS .....	124
3.1.11. ODEBRECHT .....	127
3.1.12. BRFOODS .....	132
3.1.13. COPEL .....	136
3.1.14. CEMIG .....	139

3.1.15. CAMARGO CORRÊA .....	142
3.1.16. COSAN.....	146
3.1.17. CPFL ENERGIA .....	149
3.1.18. CSN.....	153
3.1.19. ANDRADE GUTIERREZ.....	156
3.1.20. EMBRAER.....	160
3.2. OS GRUPOS ECONÔMICOS BRASILEIROS NO PERÍODO RECENTE .....	164
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>173</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>179</b>

## ÍNDICES DE TABELAS, GRÁFICOS E FIGURAS

### Tabelas

TABELA 1 - 10 MAIORES GRUPOS ECONÔMICOS BRASILEIROS (1975/2005) .....	68
TABELA 2 - PRINCIPAIS PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS DO BNDESPAR (2011) .....	78
TABELA 3 - GRUPOS ECONÔMICOS SELECIONADOS POR PATRIMÔNIO LÍQUIDO E RECEITA BRUTA (2011).....	83
TABELA 4 - EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS GRUPOS SELECIONADOS (2002 = 100, EXCETO JBS E CPFL) (2002/2011) .....	85
TABELA 5 - EVOLUÇÃO DA RECEITA BRUTA DOS GRUPOS ECONÔMICOS SELECIONADOS (2002 = 100, EXCETO JBS E CPFL) (2002/2011).....	86
TABELA 6 - PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA PETROBRÁS NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	90
TABELA 7- PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA VALE S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	94
TABELA 8 - PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA ELETROBRÁS S.A. NO EXTERIOR (2003/2012) .....	98
TABELA 9 - PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA ITAÚSA S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	102
TABELA 10 - PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA BANCO BRADESCO S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	106
TABELA 11 - PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA VOTORANTIM PARTICIPAÇÕES S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012).....	110
TABELA 12 – PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA OI S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	118
TABELA 13 – PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA JBS S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	122
TABELA 14 – PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA ODEBRECHT S.A. NO EXTERIOR (2003/2012) .....	129
TABELA 15 – PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA SADIA, PERDIGÃO E BRFOODS NO EXTERIOR (2003/2012) .....	133
TABELA 16 – PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA CAMARGO CORRÊA NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	145
TABELA 17 – PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA EMBRAER S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	162
TABELA 18 – DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DOS PROJETOS DE INVESTIMENTOS EXTERNOS DOS GRUPOS ECONÔMICOS SELECIONADOS (2003/2012).....	167
TABELA 19 – ESTOQUE DE INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO REALIZADO PELAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO ( <i>OUTFLOW</i> ) (1990/2008).....	170

### Gráficos

GRÁFICO 1 - INDICADORES DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS PRIVADAS NACIONAIS (1978/1989).....	48
GRÁFICO 2 - EVOLUÇÃO ANUAL DO IBOVESPA (MAIOR E MENOR VALOR ANUAL) (1995/2011).....	71
GRÁFICO 3 - VALOR DAS EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO EM US\$ BILHÕES (1995/2011) .....	72
GRÁFICO 4 - EVOLUÇÃO DOS ATIVOS FINANCEIROS DAS EMPRESAS FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR POR SETOR INSTITUIDOR EM R\$ MILHÕES (2003/2010) .....	74
GRÁFICO 5 - PRINCIPAIS EMPRESAS FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR EM VOLUME DE INVESTIMENTOS EM R\$ MILHÕES (2011) .....	76
GRÁFICO 6 - EVOLUÇÃO DO ATIVO NÃO CIRCULANTE DOS PRINCIPAIS FUNDOS PÚBLICOS E DE PREVIDÊNCIA FECHADA COMPLEMENTAR EM R\$ MILHÕES (2002/2012) .....	77

GRÁFICO 7 - COMPOSIÇÃO DA NACIONALIDADE DOS 50 MAIORES GRUPOS ECONÔMICOS POR RECEITA BRUTA (2002/2011) .....	82
GRÁFICO 8 - VOLUME DA RECEITA BRUTA DOS GRUPOS ECONÔMICOS SELECIONADOS EM RELAÇÃO AO PIB (2002/2011) .....	84
GRÁFICO 9 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA PETROBRÁS (1994/2012) .....	89
GRÁFICO 10 - INDICADORES FINANCEIROS DA PETROBRÁS (1994/2012) .....	91
GRÁFICO 11 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA PETROBRÁS (1994/2012) .....	92
GRÁFICO 12 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA VALE S.A. (1994/2010) .....	93
GRÁFICO 13 - INDICADORES FINANCEIROS DA VALE S.A. (1994/2012) .....	95
GRÁFICO 14 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA VALE S.A. (1994/2012) .....	96
GRÁFICO 15 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA ELETROBRÁS (1994/2012) .....	97
GRÁFICO 16 - INDICADORES FINANCEIROS DA ELETROBRÁS (1994/2012) .....	99
GRÁFICO 17 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ELETROBRÁS S.A. (1994/2012) .....	100
GRÁFICO 18 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA ITAÚSA S.A. (1994/2012) .....	101
GRÁFICO 19 - INDICADORES FINANCEIROS DO ITAÚSA S.A. (1994/2012) .....	103
GRÁFICO 20 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ITAÚSA S.A. (1994/2012) .....	104
GRÁFICO 21 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DO BANCO BRADESCO S.A. (1994/2012) .....	105
GRÁFICO 22 - INDICADORES FINANCEIROS DO BANCO BRADESCO S.A. (1994/2012) .....	107
GRÁFICO 23 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO BANCO BRADESCO S.A. (1994/2012) ...	107
GRÁFICO 24 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA VOTORANTIM PARTICIPAÇÕES S.A. (2006/2011) .....	109
GRÁFICO 25 - INDICADORES FINANCEIROS DA VOTORANTIM PARTICIPAÇÕES S.A. (1994/2012) .....	111
GRÁFICO 26 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA VOTORANTIM PARTICIPAÇÕES S.A. (1994/2012) .....	111
GRÁFICO 27 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA GERDAU S.A. (1994/2012) .....	113
GRÁFICO 28 - PRINCIPAIS PROJETOS DE INVESTIMENTO DA GERDAU S.A. NO EXTERIOR POR DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA (2003/2012) .....	114
GRÁFICO 29 - INDICADORES FINANCEIROS DA GERDAU S.A. (1994/2012) .....	115
GRÁFICO 30 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA GERDAU S.A. (1994/2012) .....	115
GRÁFICO 31 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA OI S.A. (1998/2012) .....	118
GRÁFICO 32 - INDICADORES FINANCEIROS DA OI S.A. (1998/2012) .....	119
GRÁFICO 33 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA OI S.A. (1998/2012) .....	120
GRÁFICO 34 - COMPOSIÇÃO DO ATIVO DA JBS S.A. (2006/2012) .....	121
GRÁFICO 35 - INDICADORES FINANCEIROS DA JBS S.A. (2006/2012) .....	123
GRÁFICO 36 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA JBS S.A. (2007/2012) .....	124
GRÁFICO 37 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA USIMINAS (1994/2012) .....	125
GRÁFICO 38 - INDICADORES FINANCEIROS DA USIMINAS (1994/2012) .....	126
GRÁFICO 39 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA USIMINAS (1994/2012) .....	126
GRÁFICO 40 - COMPOSIÇÃO DO ATIVO DA ODEBRECHT S.A. (1994/2000) .....	128
GRÁFICO 41 - INDICADORES FINANCEIROS DA ODEBRECHT S.A. (1994/2011) .....	131
GRÁFICO 42 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ODEBRECHT S.A. (1994/2000) .....	132
GRÁFICO 43 - COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA BRFOODS (1994/2012) .....	133
GRÁFICO 44 - INDICADORES FINANCEIROS DA BRFOODS (1994/2012) .....	135
GRÁFICO 45 - INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA BRFOODS (1994/2012) .....	135

GRÁFICO 46 – COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA COPEL (1994/2012) .....	137
GRÁFICO 47 – INDICADORES FINANCEIROS DA COPEL (1994/2012) .....	138
GRÁFICO 48 – INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA COPEL (1994/2012) .....	139
GRÁFICO 49 – COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS (1994/2012) .....	140
GRÁFICO 50 – INDICADORES FINANCEIROS DA COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS (1994/2012) .....	141
GRÁFICO 51 – INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS (1994/2012) .....	142
GRÁFICO 52 – COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA CAMARGO CORRÊA S.A. (2006/2012).....	144
GRÁFICO 53 – INDICADORES FINANCEIROS DA CAMARGO CORRÊA (1994/2012) .....	146
GRÁFICO 54 – COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA COSAN S.A. (2005/2011) .....	147
GRÁFICO 55 – INDICADORES FINANCEIROS DA COSAN S.A. (2005/2012) .....	148
GRÁFICO 56 – INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA COSAN S.A. (2005/2011) .....	149
GRÁFICO 57 – COMPOSIÇÃO DO ATIVO DA CPFL ENERGIA S.A. (2000/2012) .....	151
GRÁFICO 58 – INDICADORES FINANCEIROS DA CPFL ENERGIA S.A. (2000/2012) .....	152
GRÁFICO 59 – INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA CPFL ENERGIA S.A. (2000/2012) .....	152
GRÁFICO 60 – COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL (1994/2012) .....	154
GRÁFICO 61 – INDICADORES FINANCEIROS DA COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL (1994/2012) .....	155
GRÁFICO 62 – INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL (1994/2012) .....	156
GRÁFICO 63 – COMPOSIÇÃO DO ATIVO DA ANDRADE E GUTIERREZ S.A. (2004/2011) .....	157
GRÁFICO 64 – INDICADORES FINANCEIROS DA ANDRADE GUTIERREZ S.A. (2004/2012) .....	159
GRÁFICO 65 – INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA ANDRADE GUTIERREZ S.A. (2004/2011) .....	159
GRÁFICO 66 – COMPOSIÇÃO DOS ATIVOS DA EMBRAER S.A. (1994/2012) .....	161
GRÁFICO 67 – INDICADORES FINANCEIROS DA EMBRAER S.A. (1994/2012) .....	163
GRÁFICO 68 – INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO COMO PERCENTAGEM DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA EMBRAER S.A. (2004/2011) .....	163

## Figuras

FIGURA 1 - ESTRUTURA SOCIETÁRIA RESUMIDA DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA .....	56
FIGURA 2 - ESTRUTURA SOCIETÁRIA RESUMIDA DO SETOR DE SIDERURGIA .....	61
FIGURA 3 - ESTRUTURA SOCIETÁRIA RESUMIDA DO SETOR DE MINERAÇÃO .....	63
FIGURA 4 - ESTRUTURA SOCIETÁRIA RESUMIDA DO SETOR FERROVIÁRIO .....	66
FIGURA 5 – CONCENTRAÇÃO DO INVESTIMENTO EXTERNO DOS GRUPOS ECONÔMICOS SELECIONADOS NO TOTAL DO INVESTIMENTO EXTERNO BRASILEIRO (2003/2012) .....	168



## INTRODUÇÃO

Discutir o desenvolvimento do grande capital na periferia do sistema capitalista não é tarefa simples. Esbarra tanto nos grandes debates sobre a estrutura de classe como também na discussão sobre as vicissitudes do desenvolvimento dependente. Ainda mais quando a debilidade do “grande capital” engendra relações particulares entre frações de classes distintas, subordinadas a recortes tão peculiares como aqueles assumidos pela estrutura de classe na industrialização tardia. Em que pese as dificuldades, as transformações recentes na estrutura do grande capital brasileiro merecem uma tentativa de análise.

No que se refere aos *Grupos Econômicos* – uma entre outras tantas formas de organização do *capital centralizado* no capitalismo contemporâneo – seu estudo revela muito sobre as formas recentes de reorganização do grande capital no Brasil. Como capital centralizado, o grupo econômico não é só a parcela do capital privado, isto é, a grande empresa capitalista, como também é todo o aparato acessório que o compõe e o diferencia – tal como os fundos financeiros e as grandes empresas públicas. Logo, a relevância do estudo dos grandes grupos econômicos talvez seja a possibilidade de lançar luz sobre as transformações entre os arranjos de classe em suas condições objetivas, inseridas nas formas de reprodução do grande capital brasileiro e na sua inserção na divisão internacional do trabalho.

A utilização do conceito de grupo econômico na literatura econômica, entretanto, não visa especificamente este tipo de análise. No caso do debate brasileiro, a utilização do conceito para o estudo da organização da grande empresa no Brasil disseminou-se a partir da década de 1960, principalmente através dos estudos de Maurício Vinha de Queiroz. O longo levantamento que o grupo de pesquisa do autor realizou sobre a gênese dos grandes grupos econômicos brasileiro aponta duas características importantes: a predominância do capital de origem comercial na estruturação dos grupos econômicos nacionais e a importância do Estado na conformação da trajetória de crescimento de determinados grupos econômicos; valendo a ressalva de que seu estudo refere-se aos grandes grupos que caracterizam a economia brasileira na década de 1960. O autor argumenta também que o grupo econômico tornou-se, em termos concretos, a principal forma institucional na qual se deu a concentração e centralização de capital na economia brasileira. Esse diagnóstico sobre as formas características de organização do grande capital no

Brasil tornou-se de certa forma consensual, sendo de modo geral, o *grupo econômico* adotado como um conceito fundamental para o estudo da dimensão *meso*-econômica de organização da indústria brasileira.

Em paralelo, o artigo de Nathaniel Leff (1978), de inspiração neoinstitucionalista, foi pioneiro em propor a associação entre a estrutura dos grupos econômicos e contextos econômicos específicos, definindo assim, o grupo econômico como a forma própria da periferia realizar o crescimento da firma capitalista. O artigo de Leff foi fundamental para fundar uma vasta literatura sobre o assunto, que compõem um conjunto de tentativas de generalizar a chamada *Teoria da Organização Industrial* através da adaptação de seu instrumental teórico para lidar com questões histórico-institucionais. Em suas interpretações mais gerais, o tratamento teórico dado à questão produz uma falsa ideia de que historicamente – a despeito de sua larga disseminação e heterogeneidade – os grupos econômicos surgiram como opções *second best*, intermediárias entre a firma e o mercado (Grannovetter, 1995; 2005; Schneider, 2010). Dentro de uma perspectiva mais geral, a formação do grupo econômico é explicada somente a partir do contexto institucional em que as transações são realizadas, caracterizando uma abordagem que pode ser denominada de *Coaseana*<sup>1</sup>, em referência a adoção dos custos de transação como unidade fundamental de análise (Chung, 2001).

O trabalho de Nathaniel Leff, nesse sentido, representa um marco no tratamento teórico dos grupos econômicos, sendo referência quase que obrigatória no debate e influenciando boa parte das abordagens posteriores. Ao invés de tomar como ponto de partida as distorções na política econômica envolvidas na formação dos grupos econômicos, isto é, como resultado puramente do intervencionismo estatal, Leff buscou apontar em que condições os grupos econômicos tornaram-se estruturas com vantagens competitivas em relação às empresas com menor nível de diversificação e mais integradas. Apesar de aceitar o papel desempenhado pelo contexto institucional na constituição dos grupos econômicos, N. Leff considerou a incerteza conjuntural a qual as economias periféricas estão sujeitas como o principal fator na formação desse tipo de estrutura. Com efeito, um dos resultados do artigo de Leff foi promover a associação da noção de grupos econômicos com a de economia periférica.

---

<sup>1</sup> Em alusão ao artigo de *Ronald Coase* de 1937, *The Nature of the firm*, e a abordagem da firma, grosso modo, como uma instância hierárquica responsável pela redução dos custos de transação.

Segundo Leff, no caso dos países menos desenvolvidos, com economias sujeitas a condições de incerteza e falhas de mercado, o padrão organizacional típico dos grupos econômicos pode ser vantajoso em relação à focalização das atividades em uma estrutura verticalizada. Os Grupos Econômicos são, nesse caso, estruturas empresariais que concentram a apropriação de *quasi* rendas ao fornecerem insumos escassos em mercados não desenvolvidos, tais como capacidade empresarial, capital de longo prazo, informações sobre o mercado, etc. O padrão de crescimento dos grupos econômicos seria justificável, sobretudo, em razão do impacto da incerteza sobre as decisões financeiras das empresas. Nesse sentido, a diversificação das atividades, a partição do capital para entrada em diversas *joint ventures*, e a separação legal das atividades da empresa seriam formas de mitigar os riscos associados às economias subdesenvolvidas.

Essa interpretação forneceu a base para a análise de uma série de casos nacionais de evolução dos grupos econômicos. Uma parte dos estudos concentrou-se nas falhas de mercado próprias de economias menos desenvolvidas, não só aquelas apontadas por Leff, mas também outras percebidas a partir da observação das condições específicas de cada economia e de outros fatores escassos, como certas capacitações tecnológicas ou logísticas (Nachum, 1999). Outra série de estudos, por outro lado, desenvolveu a noção de “mercado interno de capital” (Williamson, 1975), explicando os grupos econômicos como estruturas atípicas de financiamento, capazes também de servirem como instrumentos estabilizadores em termos macroeconômicos – atuando como *risk sharing* – em economias com elevado grau de incerteza (Khanna e Yafeh, 2005).

Mais recentemente alguns trabalhos procuram analisar os grupos econômicos a partir de uma perspectiva baseada em recursos. Nessa perspectiva, o contexto institucional age na formação de capacitações específicas que caracterizam as vantagens competitivas dos grupos econômicos. Essas estruturas desenvolvem e acumulam recursos e capacitações para o aproveitamento rápido de oportunidades abertas pela política econômica em economias em rápido processo de desenvolvimento industrial – por exemplo, especializando-se na adaptação de tecnologias em fase de disseminação ou na capacidade de desenvolver vínculos com empresas estrangeiras (Guillén, 2000; Kock e Guillén, 2001; Yiu et al., 2005). Ao contrário das abordagens baseadas em custos de transação, esses trabalhos avançaram no sentido de apontar que os grupos econômicos não são apenas respostas microeconômicas às falhas de mercado, mas são formados a partir da interação entre certa dinâmica industrial e a estratégia das grandes empresas.

Como apontou Montmorillon (1986), em ambos os casos resta ainda o problema de explicar como algo fortemente ligado a um contexto institucional específico, tornou-se uma estrutura organizacional tão disseminada, sobretudo no período Pós-Guerra. Caso sejam selecionadas algumas características básicas sobre estrutura de propriedade, grau de diversificação e tipos de vínculos estabelecidos entre as empresas coligadas para se definir um grupo econômico, tem-se um número bem elevado de estruturas empresariais que poderiam ser enquadradas nesta categoria. Nos casos reconhecidamente “exitosos” na formação e fomento, os grupos econômicos foram posicionados como um elemento importante de coesão entre grandes, médias e pequenas empresas em um conjunto considerável de economias desenvolvidas; e isto dependeu, sobretudo, da constituição destes grupos como uma estrutura nacionalmente verticalizada – o que não parece ser o caso brasileiro.

Tomando a definição em sua forma mais consensual, pode-se descrever o grupo econômico como uma estrutura empresarial de grande porte e diversificada, formada geralmente por uma empresa *holding* que constitui seu núcleo, porém, que somente pode ser compreendida através das relações que estabelece com outras unidades empresariais, públicas ou privadas, legalmente independentes, e que constitui, em muitos casos, uma das suas principais fontes de vantagens competitivas (Granovetter, 1995; Ghemawat e Khanna, 1998; Chung, 2001; Khanna e Yafeh, 2007). Nesse caso, essa definição se vale da contraposição com o modelo originalmente anglo-saxônico, com empresas verticalmente integradas, sob a mesma entidade jurídica e, exceto em alguns casos, não compartilhando capacitações com outras empresas – cuja *M-Form*<sup>2</sup> de Alfred Chandler representa uma boa descrição.

Aliás, é justamente a contraposição ao modelo das economias pioneiras que define uma forma própria da Teoria da Organização Industrial para lidar com as mediações histórico-institucionais; que, *grosso modo*, caracteriza-se por um cunho funcionalista em tratar as diversidades das formas organizacionais. O funcionalismo que caracteriza o estudo dos grupos econômicos nos casos citados acima é resultado, sobretudo, da matriz teórica adotada por boa parte da literatura sobre economia industrial de base *chandleriana*, que tem na sociologia de Talcott Parsons e Robert

---

<sup>2</sup> Empresa multidimensional, formada a partir do processo de crescimento, verticalização e ampliação das escalas produtivas dos Estados Unidos. Com a monopolização do capital norte-americano, esse padrão de organização da grande empresa teria se tornado dominante e responsável pela liderança industrial dos Estados Unidos.

Merton e na sua adaptação feita por Alfred Chandler para o estudo da grande empresa sua grande herança teórica, ainda que na maior parte dos casos apenas implicitamente.

O primeiro capítulo retoma esta questão, buscando, a partir da crítica ao tratamento dado pela Teoria da Organização Industrial ao desenvolvimento desigual do sistema capitalista, resgatar a necessária noção de totalidade à estruturação das formas de organização da atividade capitalista. O problema nesse caso é que as outras tentativas de se integrar as estruturas particulares no desenvolvimento conjunto do sistema capitalista foram feitas predominantemente através do estudo das formas de internacionalização do “capital monopolista”; o que por sua vez, tem como principal problema a adoção de um conceito já especificado – o de “capital monopolista” – para explicar um fenômeno que engendra suas próprias formas concretas de manifestação – o processo de centralização do capital.

Neste sentido, o conceito de *Capital Financeiro*, inicialmente apresentado por R. Hilferding, parece ser mais abrangente e de mais fácil adaptação para o estudo das transformações próprias das economias capitalistas. A sua utilização como instrumento de análise das transformações dos grupos econômicos brasileiros tem como motivação a possibilidade que o desdobramento do conceito de capital financeiro permite sobre a análise de classe, e o fato de que sua organização em torno de certos núcleos nacionalmente controlados representa a presença de formas avançadas de organização capitalista. O entendimento do processo de transição das formas de organização do grande capital é ainda uma parte necessária ao entendimento das diversas respostas dadas pelas burguesias da periferia à reorganização das economias centrais nas últimas décadas do século XX.

Por estes motivos, adotou-se a hipótese de que a heterogeneidade da periferia aumentou durante o período, legitimando ainda mais o conceito de semiperiferia adotado por diversos autores, como Immanuel Wallerstein, Giovanni Arrighi, Andre Gunder Frank entre outros, embora com consideráveis divergências. Porém, é válido lembrar que, em relação às formas de diferenciação da periferia, se adota o método de que a partir da identificação das condições objetivas ao estabelecimento de certas relações de produção, o limite da análise é identificar como historicamente os nexos necessários ao estabelecimento destas condições ocorreram. Neste caso, os desdobramentos destes nexos não representam o único caminho possível, nem uma trajetória

previamente estabelecida, mas a maneira como se manifestou concretamente as formas específicas de desenvolvimento das relações de produção capitalistas nesta região.

O primeiro capítulo também aponta algumas questões relativas às categorias utilizadas para analisar a diferenciação das economias periféricas. A noção de semiperiferia é utilizada para descrever as economias periféricas com um grau considerável de industrialização, incluindo nesse caso, um vasto conjunto de países com diferenças econômicas consideráveis entre si. Para o caso brasileiro, será utilizado o conceito de capital financeiro para analisar um tipo específico de diferenciação na produção capitalista e, logo, como base objetiva da diferenciação econômica de uma parte de economias periféricas e semiperiféricas.

Não se trata aqui de um estudo comparativo, tão somente da análise da reorganização dos grupos econômicos brasileiros em relação às mudanças no sistema capitalista neste período – entendido que esta reorganização necessitou mobilizar não somente parte do aparelho de estado, como também diversas outras frações de classe para a sua execução. O segundo capítulo procura contextualizar esta reorganização em um quadro mais amplo de reestruturação dos grupos econômicos brasileiros durante as últimas décadas do século passado. Portanto, se por um lado estas mudanças são induzidas “de fora para dentro”, os resultados finais só podem ser analisados tendo em conta as respostas de cada economia nacional.

Em seus últimos textos, Ignácio Rangel (1984a, 1984b, 1987) também argumentou que a privatização poderia conduzir à consolidação de um capital financeiro autóctone – e periférico – no Brasil, sobretudo em decorrência do nível de integração já alcançado pela sua estrutura produtiva, incluindo o peso de seus mecanismos de centralização de capital. Apesar de ter defendido outra trajetória para a reorganização da economia brasileira durante os anos 1980, alguns dos resultados da privatização sobre a reorganização dos vínculos entre capital público e privado apontados pelo autor parecem estar corretos, principalmente no que se refere aos efeitos sobre o mercado de ações.

A especificidade do período posterior à privatização na evolução da conglomeração das empresas brasileiras foi apontada ainda por Miranda e Tavares (1999) como uma das fases fundamentais na reestruturação patrimonial dos grandes grupos econômicos brasileiros. Segundo os autores, a peculiaridade desse período está justamente na forma como a reestruturação ficou circunscrita a

um pequeno número de grupos econômicos e de setores. Embora os autores ressalvem que as estratégias inicialmente focaram na especialização em segmentos específicos, as estratégias seguidas pelos grupos econômicos na década seguinte demonstram que, a partir da reorganização dos vínculos entre capital público e privado, esses grandes grupos avançaram em seus processos de diversificação e internacionalização consideravelmente.

O terceiro capítulo apresenta uma análise mais quantitativa da evolução recente do grande capital brasileiro. Entre outros pontos, a análise tem como objetivo demonstrar como, a despeito do desempenho da economia brasileira como um todo, os grandes grupos econômicos souberam estabelecer e fortalecer um espaço próprio de inserção na divisão internacional do trabalho. Para a análise foi selecionada um conjunto inicial que incluía os 20 maiores grupos econômicos brasileiros por patrimônio líquido, deste conjunto foram retirados dois grupos econômicos com alta especialização em serviços financeiros – Banco Safra e Seguradora Porto Seguro – e as instituições financeiras públicas, no caso Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal. Devido às constantes alterações no ranking dos grupos econômicos de ano para ano, optou-se por incluir a Embraer e excluir o grupo Suzano, que se alternaram ao longo da década da última posição dos 20 maiores. De modo geral, optou-se por construir uma amostra com os 20 maiores grupos econômicos em que pesasse também o grau de diversificação dos escolhidos.

A dificuldade em construir séries mais longas com os dados individualmente consolidados por grupo resultou na adoção, algumas vezes, de índices distintos para comparar o desempenho financeiro entre os grupos. Na medida do possível, optou-se por manter os mesmos indicadores para todos os grupos estudados, o que em alguns casos revelou a dificuldade de se obter os dados consolidados. O movimento de centralização dos ativos em *holdings* de capital aberto facilitou o processo de organização dos dados. Quando a estrutura de propriedade do grupo econômico possuía um holding central listada na bolsa de valores, geralmente foi possível construir séries de dados mais adequadas. No caso dos grupos com *holdings* de capital fechado – basicamente, as grandes construtoras e o grupo Votorantim – as séries de dados possíveis foram mais curtas, em geral, cobrindo menos que uma década.

A análise concentrou-se nos dados sobre rentabilidade, resultados financeiros, endividamento e investimento externo. A escolha destes indicadores visou fornecer um parâmetro para a análise de

algumas questões relevantes sobre os grupos econômicos no período recente, tais como os efeitos da conjuntura econômica dos anos 1990, o crescimento durante os anos 2000 e a repercussão da crise a partir de 2009. As similaridades das mudanças ocorridas com os grupos econômicos nacionais também podem ser contempladas a partir da evolução dos indicadores de desempenho e da comparação das estratégias de diversificação e internacionalização. São estas similaridades, justamente, que permitem uma interpretação de um movimento conjunto relativo ao grande capital brasileiro, e que, portanto, permitem tratar o grande capital nacional como uma categoria própria de análise.

## **CAPÍTULO 1 – PERSPECTIVAS TEÓRICAS PARA A PERIODIZAÇÃO DAS ESTRUTURAS ECONÔMICAS CAPITALISTAS**

### **1.1. EMPRESAS, CONCORRÊNCIA E A ANÁLISE DAS ESTRUTURAS PRODUTIVAS CAPITALISTAS**

As questões envolvendo as mudanças e adaptações das estruturas produtivas dentro do modo de produção capitalista são sempre um tanto controversas do ponto de vista teórico, sobretudo em relação à construção de periodizações relativas a estas mudanças. Se for possível separar uma questão central em relação à forma usual de conduzir o problema, sobretudo em relação à escolha de um princípio organizador do debate, o que no caso das estruturas produtivas, geralmente recai sobre a estrutura das firmas ou da concorrência capitalista. Em ambos os casos, são os aspectos mais formais que conduzem a análise. Ao invés de discorrer sobre uma vasta literatura a respeito das tentativas de periodização das estruturas produtivas capitalistas, parece mais oportuno tentar apresentar as carências teóricas envolvidas nas principais tentativas de periodização, a partir tanto da evolução da estrutura empresarial como das formas de concorrência.

Neste sentido, a apresentação de um possível recorte entre duas grandes abordagens busca contextualizar outra proposta de análise a partir de uma terceira possibilidade focada na evolução das formas de apropriação do excedente – mais precisamente sobre o caráter financeiro das formas mais contemporâneas. Sobre este ponto, é apresentada uma proposta de periodização, em que a evolução das formas de mediação das contradições próprias do desenvolvimento capitalista, manifestadas no contexto histórico-institucional, seja tratada a partir da evolução mais geral do modo de produção capitalista. Como entender as mediações sempre requer a referência ao específico, esta abordagem evita o principal problema das outras tentativas – as diversas formas de determinismo – sobretudo quanto aplicadas a estruturas “atrasadas”.

Do ponto de vista dos países retardatários no processo de industrialização, quando acontecem os momentos de “modernização”<sup>3</sup>, as mudanças econômicas tendem a reproduzir algumas das estruturas que tiveram origem nos países mais desenvolvidos; e que se apresentam perante cada burguesia como necessidades criadas pela concorrência dentro do sistema. O que não significa

---

<sup>3</sup> Sem entrar em maiores controvérsias a respeito dos fatores de indução dos processos de “modernização”, os setores de maior inserção internacional mesmo das economias periféricas tendem a reproduzir – até por conta de sua forma de inserção – os padrões técnicos e organizacionais ditados pelos países centrais do modo de produção capitalista, o que implica em certas formas de reprodução das estruturas avançadas.

que se pode simplesmente tomar o sentido da evolução das estruturas econômicas dos países desenvolvidos como momentos necessários ao desenvolvimento do capital nas áreas periféricas; mas que, *a posteriori*, as transformações desempenhadas pelo capital na periferia podem ser identificadas como parte da assimilação de formas próprias do desenvolvimento capitalista, já concretizadas nas economias desenvolvidas. O que remete diretamente à polêmica afirmação de Marx (1973a: XIV): “los países industrialmente más desarrollados no hacen más que poner delante de los países menos progresivos el espejo de su propio porvenir”.

A riqueza da afirmação de Marx está em compreender justamente aquilo que poderia ser definido pelo autor como “porvenir” – *devir* – do modo de produção capitalista. Em termos mais específicos, compreender a afirmação seria separar o que é definido como “necessário”, relacionado à lógica da lei geral de acumulação capitalista e, logo, imanente ao sistema<sup>4</sup> (Fleischer, 1978; Lebowitz, 2005); daquilo que é contingente, mediado pelas estruturas de concorrência intercapitalista e, portanto, a manifestação histórico-institucional do desenvolvimento do processo de acumulação capitalista. Esta questão se recoloca no plano da contextualização de um determinado fenômeno em seu espaço específico e sua relação com um todo mais geral, tensão presente em qualquer trabalho que do ponto de vista metodológico parta do pressuposto que é possível uma relação entre Teoria e História.

Esta tensão pode ser ilustrada seguindo a evolução das tentativas de periodização das formas capitalistas baseadas, por exemplo, na evolução da estrutura das firmas como unidade de análise. O desenvolvimento da historiografia de empresas com base no Institucionalismo norte-americano demonstra bem este ponto. A partir dos anos 1930, os trabalhos que compõem o que poderia ser denominado de Velho-Institucionalismo se tornam referências para um maior esforço teórico contínuo por parte da historiografia norte-americana em compreender aquilo que Louis Galambos denominou de “organizações de larga escala” (Galambos, 1970; 1983). A “Síntese Organizacional”, como foi denominada, constituiu um conjunto de obras que procuravam estudar a sociedade norte-americana através das instituições sociais de grande porte que atuavam como

---

<sup>4</sup> Fleischer (1978:160) defende, em resumo, a seguinte definição de necessidade em processos históricos: “Aplica-se aqui a fórmula: necessário na prática (absolutamente necessário ou de importância vital) e por isso, tanto quanto possível, também necessário no acontecer; e não inversamente: necessário no acontecer, por isso, imperioso na prática”.

protagonistas na organização das atividades materiais e culturais<sup>5</sup>. Entre as diversas temáticas que esta corrente inaugurou em termos de estudos históricos, o estudo das grandes empresas talvez tenha sido o mais fecundo. São representantes pioneiros deste movimento os trabalhos de Adolf Berle, John K. Galbraith, Thomas Cochran e Alfred Chandler.

Entre os autores citados, Alfred Chandler Jr. representa não só um dos grandes nomes nesta corrente como também uma ruptura na perspectiva teórica usualmente adotada. Chandler foi pioneiro em estabelecer uma tentativa de historiografia de empresas em que o instrumental teórico usualmente associado ao estudo da organização industrial constituísse uma via de entendimento ao surgimento e sucesso da grande empresa enquanto forma dominante de organização econômica na economia contemporânea, e daí possivelmente proveem as principais críticas quanto ao caráter determinístico assumido em alguns trabalhos do autor (McGraw, 1988).

Alfred Chandler constrói uma explicação fortemente apoiada na racionalização *ex post* dos fatores que definiram a consolidação e a construção de barreiras à contestação da posição de mercado conquistada pelas empresas pioneiras (Scherer, 1990). Essa forma de determinismo presente na obra de Chandler se tornou patente nas tentativas de aplicar seu instrumental teórico na análise de empresas de países de industrialização retardatária. O debate posterior à disseminação da obra do autor e das tentativas de aplicação do mesmo método pela primeira geração de historiadores de empresas fora dos Estados Unidos ilustra bem esse ponto.

Esta primeira geração de pesquisadores evidenciou a tensão presente na obra do autor entre o estrutural-funcionalismo de inspiração direta de Talcott Parsons, muito presente nos trabalhos da chamada *Organizational Synthesis*, e o instrumental teórico da Organização Industrial. As

---

<sup>5</sup> Segundo Galambos, a *Organizational Synthesis* é um conjunto de trabalhos que, embora com algumas diferenças entre si, guarda uma série de premissas importantes em comum. Primeiro, a ênfase nas estruturas de autoridade burocratizadas como fatores importantes na definição dos comportamentos dos indivíduos; segundo, a elaboração de estudos históricos com forte influência da sociologia Norte-americana, principalmente das correntes influenciadas pela obra de Max Weber, que resultou na elaboração de trabalhos marcados pelo viés transdisciplinar; e, por fim, talvez a que represente melhor esse conjunto de abordagens: “(...) the assumption that some of the most (if not the single most) important changes which have taken place in modern America have centered about a shift from small-scale, informal, locally or regionally oriented groups to large-scale, national, formal organizations. The new organizations are characterized by a bureaucratic structure of authority. This shift in organization cuts across the traditional boundaries of political, economic, and social history. Businesses, reform groups, professional and labor organizations - all developed along somewhat similar lines. These organizations could and did conflict, but they nevertheless shared certain modes of orientation, certain values, and certain institutionally defined role” (Galambos, 1970:280).

contribuições teóricas que compõem o que se conhece como Teoria da Organização Industrial, construída como um conjunto de formulações teóricas para se analisar os fatores que dão origem às vantagens competitivas e à arquitetura organizacional da produção fabril pensada em abstrato, a partir de suas determinações mais gerais – ou seja, quase técnicas – e concentrada na firma ou no mercado como unidades de análise, cria uma permanente tensão teórica dentro de uma abordagem pretensamente institucional da firma de influência parsoniana<sup>6</sup>, referida a sistemas sociais mais amplos.

Em outros termos, a perspectiva de Chandler da firma como um conjunto de comportamentos rotinizados e padronizados, estabelecidos em torno de um subsistema de valores que orientam as ações individuais e logo, criam expectativas mútuas sobre os padrões de interação social dentro do que se pode denominar de organização social, em uma perspectiva parsoniana, só pode ter sentido tendo como referência outros subsistemas (i.e. legal, político e cultural). Subsistemas com os quais, esse subsistema (no caso, o econômico) se comunica, além do sistema social em um nível mais abrangente, no qual o subsistema em questão está inserido (Münch, 1987). No entanto, Chandler o torna inteligível através de fatores associados à dinâmica industrial, como a concorrência, tamanho do mercado e as economias industriais, centrados principalmente na lógica interna da firma, perdendo assim muitas vezes a mediação necessária entre a firma e sua interação com os outros subsistemas que compõem um sistema social<sup>7</sup>.

Como transparece em alguns trabalhos, apesar de adotar a firma como a unidade de análise, Chandler se move constantemente para fora de seu âmbito para explicar a existência, a consolidação ou a motivação de determinado comportamento ou vantagem adquirida por parte dessas. É o caso, por exemplo, do pioneirismo norte-americano em integrar um mercado

---

<sup>6</sup> Em referência ao Estrutural-Funcionalismo ou Funcionalismo Estrutural de Talcott Parsons e Radcliffe-Brown entre outros autores, como Arthur F. Bentley e Robert K. Merton, tendo este último uma relação próxima a Alfred Chandler. A corrente teve grande influência na sociologia dos Estados Unidos, sobretudo na década de 1950, e tinha como principal característica a análise funcional da gênese das estruturas, utilizando-se de uma determinada interpretação das obras de Durkheim e Weber.

<sup>7</sup> Segundo a definição de Talcott Parsons (1951:5): “Un sistema social – reducido a los términos más simples – consiste, pues, en una pluralidad de actores individuales que interactúan entre si en una situación que tiene, al menos, un aspecto físico o de medio ambiente, actores motivados por una tendencia a ‘obtener un óptimo de gratificación’ y cuyas relaciones con sus situaciones – incluyendo a los demás actores – están mediadas y definidas por un sistema de símbolos culturalmente estructurados y compartidos”. Nesse sentido, Cardoso (1963) também argumenta sobre a dificuldade em se tratar o processo de mudança econômica, sobretudo a formação de uma classe empresarial, dentro de uma perspectiva parsoniana. Sobre a dificuldade de interpretar as mudanças em um modo de produção dentro de um arcabouço institucional-funcionalista ver também Srour (1978).

continental, criar a infraestrutura de energia e comunicações ou em construir um sistema profissionalizante de formação de gerentes de empresas; pondo, deste modo, fora do âmbito de sua análise uma série de fatores que foram fundamentais na construção das vantagens competitivas das firmas pioneiras (Hughes, 1990).

Esta forma de determinismo econômico motivou polêmicas, sobretudo nos países da Europa Continental e no Japão. Nestes países uma série de autores procurou ressaltar aquilo que Jürgen Kocka denominou de “Herança Pré-Industrial” (Kocka, 1971; Dornseifer e Kocka, 1993), na construção das possibilidades de trajetórias históricas das grandes empresas. Basicamente, procuravam ressaltar o arranjo social que antecedia a organização dos empreendimentos capitalista dentro de sociedades em que a via de modernização não apresentou grandes rupturas com a estrutura social vigente<sup>8</sup>.

Nesse caso, fica mais claro como a presença das empresas pioneiras definia uma espécie de *benchmarking* na organização dos empreendimentos capitalistas, induzindo certo grau prévio de centralização sobre o capital como ponto de partida. Mesmo que de forma implícita, este debate expõe a importância da noção de totalidade do sistema na explicação dos arranjos adotados pelos países de industrialização tardia na organização dos grandes empreendimentos capitalistas, sobretudo em referência ao grau de centralização ditado pelo padrão tecnológico das economias mais avançadas industrialmente. Em suma, ao se concentrar apenas no movimento aparente da evolução das formas produtivas, a análise proposta por Alfred Chandler torna-se de difícil generalização.

As tentativas de constituir enfoques mais sistêmicos em relação à evolução da organização da empresa capitalista seguiram em direção ao estudo comparativo entre os elos organizacionais internos ao sistema empresarial – como, por exemplo, Whitley (1994; 2005) e Hall e Soskice (2001) – servindo de suporte a uma série de análises baseadas em “sistemas nacionais” ou em “variedades de capitalismo”; ou deram origem à literatura sobre a disputa entre modos alternativos de organização do sistema empresarial – como Lazonick (1991), Evans (2004) ou o próprio Alfred Chandler (1990). Estas abordagens, embora apresentem progresso em relação ao

---

<sup>8</sup> São representantes importantes deste debate os trabalhos de Morikawa (1970), Rosovsky e Yamamura (1970) e Kocka (1971), mas recentemente merecem destaque os trabalhos de Mowery (1992), Dornseifer e Kocka (1993) e Aoki (1994).

tratamento das diferenças organizacionais, carecem de uma noção de totalidade que enquadre as diversas clivagens do sistema capitalista não em termos de sucesso ou fracasso, porém em termos de seu desenvolvimento combinado, isto é, sistêmico.

Em relação ao tratamento da periodização das estruturas capitalistas através das formas de concorrência, o desenvolvimento do debate acerca da monopolização da concorrência demonstra maior capacidade de articular as clivagens do sistema capitalista através da concorrência entre grandes empresas. Sobretudo a partir dos trabalhos de Paul Sweezy, a definição das vantagens próprias da grande empresa e as alterações provocadas nas formas de distribuição do excedente através das mudanças estruturais na concorrência capitalista permitiu o surgimento de um vasto debate no campo marxista sobre a periodização do modo de produção capitalista<sup>9</sup>.

Seguindo a proposta de terminologia de Lênin em relação à evolução da concorrência dentro do sistema<sup>10</sup>, Paul Sweezy (1983) apresenta a distinção entre os dois estágios de concorrência intercapitalista já tornada usual: o período de livre concorrência e a etapa de capital monopolista. Embora seja possível compreender melhor a diferenciação entre centro e periferia a partir do tratamento dado ao capital monopolista, o apego à estruturação das formas mais avançadas da empresa capitalista dificulta analisar as diversas formas de respostas das burguesias locais às transformações do centro do capitalismo. Principalmente levando em consideração que existe certa confusão entre a estrutura da firma capitalista e a caracterização da concorrência, fatores que pesam sobretudo nas tentativas de análise da diferenciação interna da zona periférica do sistema capitalista e o desenvolvimento de suas formas de inserção<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Entre os trabalhos que compartilham desta perspectiva, em maior ou menor grau, merecem destaque Baran (1957), Baran e Sweezy (1974) e Braverman (1974).

<sup>10</sup> Ao contrário de Hilferding, que propusera o conceito de Capital Financeiro, Lênin argumentou que a “definição não é completa porque não indica um dos aspectos mais importantes: o aumento da concentração da produção e do capital em grau tão elevado que conduz, e tem conduzido, ao monopólio. Mas em toda a exposição de Hilferding em geral, e em particular nos capítulos que precedem aquele de onde retiramos esta definição, sublinha-se o papel dos monopólios capitalistas” (Lênin, 1982:610).

<sup>11</sup> Ao criticar o conceito de Capital Monopolista, Athar Hussein (1976: 7) argumenta que: “The reproduction of firms is nothing other than the determination of the structure of firms. Just as, in historical materialism, production of commodities is at same time the reproduction of the technical conditions of production, the reproduction of firms is the process of their constitution. Given that the firms are constituted during the process of reproduction, it follows that it is not the structural characteristics of firms: the size, the diversification of productive activities of firms, which should serve as the basis of periodisation but instead the factors and relations determining the distribution of social capital, or the means of production”.

O problema do debate sobre a periodização do sistema colocado nesses termos dificulta o entendimento do desenvolvimento das estruturas periféricas em razão da própria noção de sistema contida em alguns trabalhos. Mais precisamente, a respeito de como as distinções entre as formas de inserção da zona periférica são colocadas analiticamente na hierarquização da divisão internacional do trabalho. Uma boa síntese desta questão é resumida da seguinte forma por *Ciro Cardoso e Héctor Brignoli (1979: 157)*:

Algunos sistemas se componen de elementos parciales cuyo estudio deja de tener sentido si los separamos de la totalidad en la que se insertan. Pero la cosa cambia cuando un sistema es una ‘estructura de estructuras’: en este caso es perfectamente válido y posible abordar el análisis de las estructuras parciales, con la condición de no perder de vista las determinaciones globales. Como lo expresa Pierre Vilar, la ‘historia total’ no consiste en la tarea imposible de ‘decirlo todo sobre todo’, sino ‘solamente en decir aquello de que el todo depende y aquello que depende del todo’, cosa perfectamente factible incluso en un trabajo parcial y monográfico.

Retorna-se logo ao ponto primeiramente apresentado sobre a distinção entre o que é dependente do todo, imanente ao desenvolvimento do modo de produção capitalista em suas diversas formas de organização; e o que é contingente em relação à dinâmica de suas formas superestruturais. Para que fique mais nítida a distinção em relação à separação teórica dos diversos elementos, é necessário avançar um pouco mais em uma proposta de periodização mais generalizável, especialmente a partir da evolução das formas de apropriação de mais-valia dentro do processo de acumulação. Para isto, entende-se que o conceito de *Capital Financeiro* proposto por Hilferding (1985) não é só mais geral, como se coloca em um plano mais adequado de análise sobre a dinâmica estrutural do sistema capitalista, especialmente em sua fase atual. Ao apontar as possibilidades de periodização das diversas subestruturas do sistema capitalista a partir da interpretação do conceito de Hilferding, pode-se voltar ao debate sobre as outras tentativas de periodização e contrapô-las à análise realizada da dinâmica interna das estruturas capitalistas – em especial, no que diz respeito à atual “modernização” de parte da periferia e a diversificação das clivagens da divisão internacional do trabalho.

## **1.2. O CAPITAL FINANCEIRO COMO CATEGORIA ANALÍTICA**

Além da análise das formas iniciais do desenvolvimento capitalista e da grande indústria, Marx também fez uma série de importantes considerações a respeito dos limites encontrados para o desenvolvimento ulterior da grande indústria. O desenvolvimento histórico da grande indústria

foi o processo fundamental que revolucionou boa parte das instituições sociais entre o século XIX e XX. O desenvolvimento das forças produtivas a partir do crescimento da grande indústria modificou fundamentalmente a natureza do sistema de crédito, no sentido de estreitar os vínculos entre capital industrial e capital a juros. Não foram poucos os autores que deram especial atenção ao envolvimento crescente entre o setor financeiro e fabril no começo do século passado.

O estreitamento desses vínculos foi um processo fundamental para possibilitar o avanço das forças produtivas capitalistas tendo em vista as contradições impostas pelo próprio sistema fabril. De acordo com a interpretação de Marx, é a grande indústria que cria a necessidade dos vínculos entre capital industrial e a juros responsáveis pelo desenvolvimento do capital financeiro propriamente dito. O crescimento da escala da produção fabril definiu o sentido dos nexos necessários entre indústria e finanças, tendo como fator de impulso nesse processo a concorrência intercapitalista. O que não significou uma menor inserção das finanças também na circulação das mercadorias, pelo contrário, o sentido histórico do processo caminhou justamente em direção a uma maior coordenação entre produção e circulação.

Segundo Marx, o significado da grande indústria foi a possibilidade da subordinação *de facto* do trabalho à produtividade do capital. O crescimento da produtividade, nesse caso, passa a estar sujeita apenas aos limites impostos pelo próprio capital em sua reprodução, particularmente, aos limites impostos pelo crescimento do capital constante e o aumento do tempo de circulação. Ambos os efeitos, ao incidirem sobre o tempo de rotação do capital (Marx, 1973b), impõem como limite ao crescimento da produtividade o crescimento do tempo de rotação do capital empregado. O que leva, entre outras coisas, a necessidade de aumento da quantidade de capital-dinheiro retirado diretamente do processo de produção capitalista, “entesourado” para a reposição futura desse capital fixo – como contrapartida do crescimento do ativo imobilizado.

O aumento do capital fixo também se traduz em um crescimento da massa de mercadorias produzidas, e na crescente dificuldade de colocá-las no mercado. O incremento da massa de mercadorias colocadas no mercado implica um maior tempo de circulação até o retorno do capital-dinheiro às mãos do capitalista, resultando em termos práticos também no aumento do tempo de rotação do capital. Essa característica própria do crescimento das escalas produtivas foi

entendida por Lênin como fator de impulso à permanente tendência de expansão dos mercados capitalistas:

El mercado externo es necesario porque la producción capitalista implica la tendencia a la extensión *ilimitada*, por oposición a todos los antiguos sistemas de producción, circunscritos a los límites de la aldea, de la heredad, de la tribu, del territorio o del estado. Mientras que en todos los antiguos sistemas económicos la producción se renovaba siempre del mismo modo y en la misma escala en que venía desarrollándose antes, bajo el régimen capitalista esta renovación es imposible y la extensión *ilimitada*, el perenne avance se convierte en ley de la producción. (Lênin, 1973: 486)

Em termos financeiros, o aumento mais que proporcional do capital em relação ao aumento das vendas significaria um incremento do *turnover* de capital da empresa. Nisso implica uma tendência ao crescimento dos gastos relacionados com a realização das mercadorias, que se traduz em uma crescente desproporção entre trabalho improdutivo e produtivo (Lebowitz, 2005). Mais precisamente, em relação ao crescimento do aparato de distribuição e vendas relacionado à produção capitalista concentrada na grande empresa.

Como apontado por Marx, a ampliação da produção capitalista estaria sujeita a um aumento da quantidade de capital-dinheiro retirado do processo de circulação de mercadorias, tendo como resultado o acirramento da instabilidade do sistema. Nesse contexto, o avanço das forças produtivas necessita estar em compasso com a ampliação da estrutura de remanejamento das posições de liquidez dentro do sistema. O desenvolvimento das forças produtivas, portanto, está estritamente vinculado com a necessidade do sistema de remanejar as posições líquidas entre os capitalistas e desenvolver formas de aceleração do giro financeiro, imposta pelo crescimento do capital constante. Logo, o aumento da proporção entre trabalho morto, incorporado no capital fixo, e trabalho vivo – expressão da Lei Geral da Acumulação Capitalista – tem como consequências a crescente desproporção entre a quantidade de capital-mercadoria e capital-dinheiro, por um lado, e na crescente desproporção entre trabalho produtivo e improdutivo por outro, que entram no processo de acumulação. O desenvolvimento subsequente do sistema financeiro é em parte a forma como a contradição engendra sua superação, a partir da organização de formas institucionais de remanejamento do capital-dinheiro “ocioso” e disperso em formas mais avançadas de comando sobre o capital.

Nesta perspectiva, Marx não paralisa sua investigação no momento em que termina a decomposição dos elementos que constituem o modo de produção capitalista, mas

desdobra analiticamente as possibilidades de que estas formas tenham uma evolução histórica numa direção *determinada*. Assim, na lei geral da acumulação capitalista estão estruturalmente implícitas as necessidades de concentração e centralização dos capitais, principalmente através de ampliação e externalização crescentes do capital a juros, com o predomínio cada vez maior do sistema de crédito sobre as órbitas mercantil e produtiva. O capital a juros nasce, portanto, da necessidade perpétua expansão e valorização do capital para além dos limites de seu processo mais geral. (Belluzo e Tavares, 1980: 114)

Esse processo traz consigo transformações importantes no funcionamento do sistema capitalista. A organização do mercado acionário, mais especificamente, implica na modificação da forma de avaliação do capital fixo, na qual se abre a possibilidade da separação da relação entre o valor dos ativos e sua representação mobiliária, e a tendência crescente de sua avaliação estar cada vez mais baseada nas expectativas em relação ao seu rendimento futuro. Porém, essa negociação de posições entre capital-dinheiro e capital em funções permite, em primeiro lugar, que o aumento da escala produtiva seja grande o suficiente para que, apesar do aumento da composição técnica, a massa de lucro produzida possa compensar qualquer outra tendência de declínio. Em outros termos, possibilita a operação das economias internas necessária para elevar suficientemente a produtividade do trabalho, ou seja:

Si aumenta la masa y con ella la suma de valor del capital empleado, esto sólo representa por el momento la concentración de mayor capital en una sola mano. Pero es precisamente esta masa mayor, empleada por una sola mano – a la que casi siempre corresponde, además, una masa absolutamente mayor, aunque relativamente más pequeña, de trabajo empleado – la que permite esta economía del capital constante. Si nos fijamos en el capitalista individual, vemos que aumenta, principalmente con respecto al capital fijo, el volumen de la inversión necesaria de capital; pero con referencia a la masa de la materia elaborada y del trabajo explotado disminuye en términos relativos. (Marx, 2001: 100)

Em paralelo, a troca de posições entre capital-dinheiro e capital em funções leva a troca de posições de propriedade, em que o título de propriedade sobre parte do capital produtivo é cedido, de modo que a concentração de capital pela acumulação individual vai dando espaço ao comando centralizado sobre o capital de vários capitalistas. Logo, o crescimento das escalas produtivas não fica atrelado ao crescimento de um só capital, desenvolvendo formas de associação entre capitais. Desta forma, o mercado acionário acirra outra tendência já apontada por Marx:

No se trata ya de una simple concentración, idéntica a la acumulación, de los medios de producción y del poder de mando sobre el trabajo. Se trata de la concentración de los capitales ya existentes, de la acumulación de su autonomía individual, de la expropiación de unos capitalistas por otros, de la aglutinación de muchos capitales pequeños para

formar unos cuantos capitales grandes. Este proceso se distingue del primero en que sólo presupone una distinta distribución de los capitales ya existentes y en funciones; en que, por tanto, su radio de acción no está limitado por el incremento absoluto de la riqueza social o por las fronteras absolutas de la acumulación. (Marx, 1973a: 529)

Logo, somente a partir do desenvolvimento conjunto das formas particulares de capital – capital industrial, comercial e bancário – pode-se compreender a estreita relação entre concentração e centralização como fenômenos ligados pelo mesmo processo. Não à toa, na própria construção teórica de Marx, a centralização de capitais é citada tanto ao tratar-se da lógica de reprodução do capital em geral como ao tratar do capital em sua pluralidade.

A centralização, por sua vez, tem como efeito também a crescente supressão das formas particulares de capital pelo caráter associativo do capitalismo que cria; em outras palavras, afasta-se o caráter antitético aparente entre capital industrial, mercantil e capital que rende juros através da fusão dessas formas parciais. Em conjunto, há também uma modificação fundamental na maneira como se dá a concorrência, na qual sua estrutura passa a depender menos da empresa individual e mais do capital social como um todo – constituído em relação a um espaço geográfico institucionalmente estruturado de circulação do capital. A centralização, portanto, desloca também boa parte das questões sobre as tendências relativas ao aumento da composição orgânica para um plano secundário em relação à importância do volume do capital social imobilizado pelas várias associações entre capitais e a forma como o volume deste capital passa a organizar as formas de apropriação via renda.

Sendo assim, a partir da lógica de centralização crescente do capital, menos que a subordinação da esfera produtiva à esfera financeira, a categoria central para a caracterização dessa lógica passa a ser o caráter *rentista* das diversas associações entre o grande capital, independente de seus ramos de atividades. Nesse sentido, a consolidação do capital financeiro – no sentido da fusão das formas particulares de apropriação – insere na dinâmica concorrencial outra dimensão analítica, deslocada do nível setorial e considerada a partir das associações entre capitais (Braga, 1996).

Ao longo de *O Capital*, Marx demonstra a tendência à fusão das formas particulares do capital através dos próprios nexos sistêmicos necessários ao desenvolvimento ulterior do modo de produção capitalista. Este ponto demonstra certa convergência na análise deixada por Marx com

a proposta de periodização apresentada por Hilferding, embora haja claramente certas generalizações na obra de Hilferding quanto às manifestações concretas desse processo de desenvolvimento do modo de produção capitalista. Por trás das formas contingentes de constituição do capital financeiro descritas por Hilferding, o autor recupera, em uma leitura mais ampla de sua obra, a mesma tendência apontada por Marx, isto é, a constituição de formas associativas de capital<sup>12</sup> (Braga e Mazzuchelli, 1981; Lebowitz, 2005). Em especial, isso se revela através da mudança da estrutura de propriedade sobre os meios de produção e da fusão entre as formas de apropriação da mais-valia – especificamente, entre renda, juros e lucro.

Em sua definição mais abrangente, é a esse processo que Hilferding denomina de Capital Financeiro, isto é, o capital industrial que mantém sua forma capital-dinheiro através de títulos de pronta liquidação (Hilferding, 1985:219). Dito isto, a confusão entre atividades industriais e bancárias desempenhadas pela mesma associação de capitais passa a ser uma questão secundária, entendendo o Capital Financeiro como uma forma mais geral da atividade capitalista que reúne, em uma mesma estrutura empresarial, os vínculos de financiamento e controle necessários para a execução de empreendimentos de grande porte, e com capacidade de exercer influência sobre uma série de empresas ao longo da cadeia produtiva que, mesmo não possuindo participação acionária direta, se tornam dependentes dessas estruturas através de relações de suporte técnico e financeiro<sup>13</sup>. Esta interpretação também é retomada por Belluzzo e Tavares ao procurar recuperar a categoria de Hilferding para a análise do capitalismo contemporâneo:

Esta análise tem, evidentemente, caráter geral e não se prende apenas à descrição morfológica do capitalismo monopolista alemão. Não há dúvida de que outra parte de sua investigação diz respeito à forma específica de associação entre os bancos e as grandes empresas, que deu origem aos grandes cartéis alemães. É específica, sobretudo, diante do papel que os bancos alemães desempenharam como comandantes da maquinaria monopolista. A presença deste duplo movimento analítico na obra de Hilferding levou alguns autores (Sweezy entre eles) a confundir o caráter morfológico particular do cartel alemão, no que se refere à fusão de interesses entre capital bancário e industrial, sob

---

<sup>12</sup> Também nos *Manuscritos Econômicos-Filosóficos*, Marx (2004:48) já apontava a mesma tendência: “a concorrência só é possível porque os capitais se multiplicam e, sem dúvida, em muitas mãos. A formação de muitos capitais só é possível mediante uma acumulação multilateral porque, em geral, o capital só surge por acumulação, e a acumulação multilateral transforma-se necessariamente em [acumulação] unilateral”.

<sup>13</sup> Adotando semelhante conceitualização, John A. Hobson (1983) também caracteriza o capitalismo após sua fase concorrencial a partir das “combinações” entre diferentes capitais. Combinações que, se por um lado monopolizam certas oportunidades de ganho, por outro permitem através da centralização – sobretudo pela formação das sociedades anônimas – a contestação dessas posições monopolísticas e, desse modo, o deslocamento da concorrência para as associações entre os blocos capitalistas.

hegemonia do primeiro, com a questão mais geral e *central* do papel do capital financeiro no processo de monopolização. (Belluzzo e Tavares, 1980: 115)

A questão desloca-se então para o fato que o capital financeiro, de forma semelhante à qual Hilferding interpretou, é capital que se autonomiza de suas determinações “verdadeiramente sociais”<sup>14</sup> (Belluzzo, 2005; Paulani, 2009a), adquiridas no processo de produção/circulação. A forma autônoma adquirida pelo capital só é possível pela sua aparente duplicidade, como capital em sua forma concreta e específica, dotado de suas determinações formais – tais como capital produtivo e capital-mercadoria – e como título de propriedade sobre mais-valia a ser realizada pelo mesmo capital; e só possível mediante os vínculos concretos e necessários criados por esse capital em seu processo de valorização. O desdobramento da existência do capital permite que capitalistas detentores de capital-dinheiro troquem suas posições líquidas contra parcelas de capital fixo de outros capitalistas, dando origem a um conjunto de associações entre os diversos capitais, no qual a posse sobre o capital não muda, mas sim sua apresentação formal e, com isto, os vínculos com outros capitais necessários ao seu processo de valorização.

Vale notar que, a princípio, o resultado do processo é basicamente o mesmo independente se ocorre através da renegociação dos títulos de propriedade no mercado de valores, ou se ocorre pelo desenvolvimento do sistema bancário de crédito de longo prazo, em que ativos são dados como garantias em contrapartida. Há entre as diversas formas de financiamento uma série de diferenças relacionadas à forma como são criados e exercidos os direitos de propriedade sobre o capital cedido. O importante, neste caso, é analisar as formas gerais de desenvolvimento desta estrutura, independente da superestrutura jurídica que lhe dá cobertura, como consequência do processo de centralização de capital. Nesse sentido, crédito é sempre encarado como centralização de capital, e Hussein (1976:11) chama atenção para esse fato ao afirmar que:

---

<sup>14</sup> A interpretação utilizada pode ser resumida na seguinte afirmação da autora (Paulani, 2009a): “A existência desses dois tipos de formas sociais [concreta e geral], que foi a maneira encontrada por Marx para traduzir o caráter antitético da moderna sociedade burguesa, implica a existência de uma tensão permanente entre dois pólos, tensão que só se resolve pela reposição dessa mesma tensão num nível superior, o que acaba por exigir nova resolução (reposição) e assim por diante. No fundo, como veremos, a relação de oposição entre essas formas e, por isso, a tensão permanente que reina entre elas, deriva do fato de que a sociedade moderna põe como concreto e efetivo, aquilo que é geral. (...) Essa observação é importante porque explica por qual razão as formas verdadeiramente sociais [específicas ao modo de produção capitalista] tendem, por sua lógica, a se autonomizar das formas sociais das quais são antípodas, tentando, a cada passo, se desvencilhar dos entraves concretos que impedem sua plenitude e criando assim novos níveis de tensão e novas formas de autonomização”.

One of the main shortcomings of the descriptive literature on the periodisation of Capitalism is that it treats a particular form of the relationship between the industrial and financial capital as the essential form of the relationship. This tendency is present in Lenin and Hilferding, both of them rely heavily on the German example for the description and they treat the intimate relationship between banks and firms, more pronounced in Germany than in the Anglo-Saxon countries, as the essential form of the relationship between industrial and financial capital. One of the important advantages of analyzing the relationship between industrial and financial capital in terms of credit is that it allows us to analyse the relationship between the two forms of capital in its diversity.

Dito isto, a forma “Financeira” do capital, tal como proposta aqui, pode ser entendida como um desenvolvimento necessário para que o capital alcance proporções mais elevadas de composição técnica, tendo como resultado do processo a elevação da massa de lucro produzida e a maior participação dos setores com maior produtividade na composição da taxa média de lucro. Com efeito, o capital financeiro introduz no sistema uma série de determinações sobre a concorrência que uma vez posta historicamente, passa a dominar o modo de produção, passando a definir as composições técnicas minimamente necessárias ao processo de valorização.

Embora não desenvolvendo diretamente sua análise sobre o mercado mundial, Marx sugeriu que a participação dos setores de composição técnica mais elevada na formação da taxa média de lucro e a participação da taxa média de lucro na hierarquização da divisão internacional do trabalho fornece ao capital social básico de cada economia uma importância fundamental na organização das clivagens do sistema capitalista. Mesmo sem fazer parte do escopo deste trabalho discorrer sobre as propostas de interpretação sobre o processo de troca desigual, vale dizer que, no sentido dado aqui para essa discussão, a composição do capital social representa um importante princípio organizador da divisão internacional do trabalho. Nesse caso, ao analisar o processo de formação da taxa média de lucro, Marx aponta para o seguinte efeito sobre o mercado mundial:

Las masas del valor total producido varían según las distintas magnitudes de los capitales totales invertidos respectivamente en A, B, C y D. Por eso, la formación de la cuota general de ganancia no implica solamente una diferencia en cuanto a las cuotas de ganancia de las distintas esferas de producción cuya simple media se tratase de sacar, sino que se trata de saber cuál es el peso relativo con que estas distintas cuotas de ganancia entran en la formación de la media. Y esto depende de la magnitud relativa del capital total de la sociedad en cada esfera de producción o de la parte alícuota del capital total de la sociedad que representa el capital invertido en cada esfera especial de producción. (Marx, 2001: 168)

Mais do que um processo passível de constatação, esse processo de mediação da concorrência pelas taxas médias de lucro formadas a partir de espaços constituídos de monopolização do capital, ilustra como o desenvolvimento das forças produtivas e as tendências relacionadas ao seu desenvolvimento – como a centralização – representam momentos de (re)hierarquização da divisão internacional do trabalho. Esse ponto é de fundamental importância para a compreensão das condições em que o processo de industrialização na periferia teve seu prosseguimento. Principalmente em relação às necessidades de saltos qualitativos impostas ao capital local para se posicionar de forma diferenciada frente às modificações na divisão internacional do trabalho e às oportunidades abertas pelas transformações nas economias centrais.

Nesse sentido, a concorrência intercapitalista coloca-se como fator de impulso a organização dos saltos qualitativos em relação à organização da dinâmica produtiva decorrente dos blocos de capital centralizados. Historicamente, a organização deste processo a partir dos estados nacionais revestiu a relação entre estado e capitalismo de novas determinações, sobretudo em razão da importância atribuída através da centralização do capital, primordialmente dentro das fronteiras nacionais, ao capital social total atrelado aos sistemas industriais nacionais.

Essa perspectiva foi especialmente importante ao debate sobre a relação entre capital financeiro e imperialismo, no período prévio à Primeira Guerra mundial. Pode-se argumentar que, em seu conjunto, as teses sobre o imperialismo procuraram explicar as mudanças adquiridas pelo estado nacional em função da defesa do capital local, isto é, buscaram analisar a evolução do intervencionismo estatal a partir da realocação de suas funções em relação à mudança das formas de concorrência no sistema capitalista mundial. Desse modo, o sentido da argumentação destes autores, em que pesem as divergências, parte da reorganização dos arranjos de classe – internos e externos as fronteiras nacionais – a partir do desenvolvimento do sistema capitalista como um todo. Um dos problemas graves da utilização dos desdobramentos do conceito de capitalismo monopolista como base para periodização do capitalismo foi justamente perder esse sentido da análise, especialmente em relação à complexificação da atuação do estado moderno decorrente das mudanças na dinâmica da concorrência intercapitalista, o que permitiria uma melhor compreensão sobre as mudanças nos arranjos de classe na diferenciação econômica de parte da periferia.

Adotando como exemplo a obra de Paul Sweezy (1983), o autor atribui ao estado contemporâneo, além da função primordial de garantir a propriedade privada, as funções de “resolver problemas criados pelo desenvolvimento do capitalismo”, “defender os interesses da classe capitalista” e “finalmente o Estado pode ser usado para fazer concessões à classe operária”; e em sua fase monopolista também atua regulando a disputa entre monopólios. Posteriormente, em parceria com Paul Baran (Baran e Sweezy, 1974) adiciona as diversas formas de intervenção do Estado relacionadas à “absorção do excedente”. Mesmo sem desconhecer as funções apontadas por Sweezy e Baran, as formas tratadas na presente análise sobre o papel do estado estão mais precisamente ligadas à evolução das estruturas de concorrência intercapitalistas e à assimilação de certos processos sistêmicos de reorganização da divisão internacional do trabalho<sup>15</sup>. Entendendo deste modo, que o estado nacional moderno é irreduzível teoricamente às questões relativas à reprodução geral do capital, ainda que em sua “fase monopolista”.

Desta forma, procura-se resgatar do debate pioneiro sobre capital financeiro como uma forma de lidar – mesmo que no interior de um espaço nacional – com a questão das classes sociais durante os processos de centralização do capital. Em termos históricos, a relação entre o avanço das forças produtivas e o acirramento das rivalidades nacionais no período anterior à Primeira Guerra foi o pano de fundo do debate pioneiro sobre imperialismo, e a motivação de alguns autores para explicar a institucionalização dos mecanismos de centralização de capital como uma forma de defesa permanente das burguesias nacionais. Como argumentou Altvater (1987), o debate desse período já entendia a identificação havida entre o desenvolvimento das forças produtivas e a questão nacional como um dos fatores que induziam a crescente politização da economia no começo do século XX.

Nos trabalhos de Nikolai Bukharin, essa questão é apresentada de forma bem explícita, integrando em sua análise a “importância adquirida dentro da expansão capitalista pelas novas relações entre os Estados, a saber, o protecionismo e a dinâmica expansiva do capital financeiro” (Fiori, 1999). De acordo com Bukharin (1984), a centralização dos capitais a partir dos conglomerados, ao unificarem diversos setores da economia sobre o mesmo comando, internaliza

---

<sup>15</sup> No mesmo sentido, Mandel (1980: 13) aponta que: “Capitalist competition manifest itself in the history of capitalism in two ways: as competition between individual capitals, and as competition between fractions of world capital sited in territorial states. In the second form of competition, the capitalist state fulfills a defensive role for “national” against “foreign” competitors, in the area of currency, customs and trade policy, colonial policy, etc.”.

grande parte da divisão social do trabalho em um emaranhado de associações entre capitais, solidarizando a condução da política econômica em cada país com a sorte do grande capital. Desse modo, o desenvolvimento industrial e a ascensão na divisão internacional do trabalho representa uma base para a convergência dos diversos interesses de classe. Sendo que, nesse caso, a internacionalização do capital permite diversas respostas por parte das burguesias nacionais.

O fator determinante nessa dinâmica, portanto, é a internacionalização do capital dos países centrais. A concorrência capitalista ao se internacionalizar solidariza os interesses de diferentes frações de classe em torno da sobrevivência das empresas locais e contra a concorrência estrangeira, no sentido da elevação do capital social. Sendo assim, a concorrência internacional também é deslocada para uma posição de objeto de interesse público mais geral, sendo amplamente apoiada em um conjunto de políticas e instituições de Estado para o suporte da concorrência entre sistemas industriais. Como uma resposta ao padrão de concorrência imposta pelos próprios conglomerados, ocorre o que o autor denominou de “processo de nacionalização do capital” (Bukharin, 1984:72), isto é, o deslocamento da concorrência intercapitalista para o âmbito da concorrência entre sistemas econômicos nacionais.

Desse modo, atingido certo nível de centralização do capital dentro das fronteiras nacionais dos países centrais, seu processo de internacionalização acabou por induzir a aceleração dos processos de centralização em alguns outros espaços nacionais, o que resultou na consolidação de capitais nacionais em associação competindo internacionalmente entre si. O início da industrialização dos *latters comers*, sob essa perspectiva, marca também o início do desenvolvimento das forças produtivas como uma peça-chave da política econômica de Estado, o que viria a se materializar em um sistema formado por grandes conglomerados e associações comerciais, inserido em uma estrutura de suporte público à indústria. A necessidade de lidar com a internacionalização do capital das economias em estágio mais avançado de industrialização impôs a aceleração da formação dos conglomerados nacionais, como reação política às rivalidades suscitadas pela concorrência intercapitalista.

Logo, não haveria de se supor que os desdobramentos da concorrência entre o capital financeiro, levando em consideração a forma como essas transformações alteram a dinâmica da intervenção dos estados nacionais na concorrência, produzisse respostas convergentes em relação aos arranjos

entre as frações de classe. Entretanto esse ponto não é inteiramente desenvolvido na obra do autor. A análise de Bukharin segue para uma conclusão a respeito da dinâmica do sistema interestatal que atribuí ao processo de centralização e internacionalização do capital uma capacidade de no longo prazo se impor ao conflito interestatal, solidarizando os interesses imperialistas. A respeito dessa perspectiva, Fiori (2007: 67) comenta que:

Como Bukharin não incluía em seu raciocínio a dimensão política e estatal do capitalismo, não conseguia explicar direito a “reação nacionalista” dos capitais, nem tampouco conseguiu defender, de forma convincente, sua tese de que a internacionalização do capital acabaria eliminando as unidades nacionais do sistema. Pelo mesmo motivo, Bukharin não reconhece nem discute a importância, dentro do sistema mundial, de Estados e unidades nacionais hierarquizados e diferentes entre si, do ponto de vista de sua soberania e do seu potencial econômico.

A breve digressão feita sobre a obra de N. Bukharin está relacionada com a importância de compreender como o capital financeiro, uma vez constituído materialmente, passa também a mediar, através da internacionalização da concorrência intercapitalista, suas manifestações concretas posteriores. A internacionalização do Capital Financeiro dos países pioneiros passa a condicionar as formas de constituição do capital financeiro dos países de industrialização tardia que lograram alcançar tal estágio de desenvolvimento capitalista. Justamente por isto, suas manifestações concretas posteriores não serão as mesmas, sendo mediadas sempre pelo grau de maturidade do Capital Financeiro em escala internacional. Na periferia, assim como argumentou Ernest Mandel (1976), isso se revela na possibilidade de constituição de formas autóctone de capital financeiro apesar das fragilidades, da manutenção da dependência tecnológica e do aparente arcaísmo institucional.

El problema es el siguiente: sí o no, en determinadas circunstancias particulares, en un país semicolonial, la burguesía naciente puede “saltar por encima de la etapa” de la libre competencia y de la concentración progresiva de empresas industriales preexistentes, para construir *desde el principio de la industrialización*, sobre todo en el sector de la industria pesada o en el de los bienes de consumo duraderos, empresas en las que la mayoría de las acciones no estén controladas por el capital imperialista, y que estén dominadas por un capital financiero de origen no industrial y no por un capital industrial acumulado progresivamente. (Mandel 1976: 90)

A questão também pode ser analisada através da maneira pela qual as taxas médias de lucros, constituídas espacialmente, determinam através do mercado mundial as condições mínimas para os empreendimentos capitalistas equivalentes alhures. Neste caso, pode-se considerar o processo de equalização das taxas de lucro no mercado mundial como uma hipótese auxiliar a de

Bukharin, no sentido em que o desenvolvimento econômico – nos marcos do capitalismo – requer a constituição de forças produtivas pelo menos equivalentes às presentes nas economias centrais – considerando que, embora se coloque como possibilidade, o processo não possa ser ajustado apenas aumentando a exploração sobre a mão de obra. Logo, a internacionalização dos capitais com maior composição técnica tende a pressionar pela equalização de uma nova taxa média de lucro entre países<sup>16</sup>. A constituição dos meios necessários à elevação da composição técnica do capital social como um todo, ou seja, a elevação da taxa média de lucro nacional ao nível requerido pelo mercado mundial gera, via concorrência, um mecanismo de solidarização dos interesses de classe em torno da elevação do capital social – materializado em infraestrutura, fornecimento de serviços industriais e tecnológicos, etc.. Logo, o processo, apropriando-se do termo de Bukharin, “nacionaliza” a concorrência intercapitalista.

O problema, do ponto de vista das economias em industrialização, é que as condições para a equalização internacional da taxa de lucro são dominadas pelas economias com maior grau de industrialização – sobretudo em relação ao domínio da tecnologia e da inserção do capital financeiro dos países avançados no processo de industrialização dos tardios. Deste modo, a internacionalização reproduz em escala mundial o fenômeno previamente ocorrido dentro de um espaço nacionalmente constituído de mobilidade do capital, induzindo condições semelhantes de centralização do capital como necessárias ao prosseguimento do processo de avanço das forças produtivas. A constituição concreta deste processo, contudo, revelou novos graus de hierarquização do sistema a partir das formas de associação entre o capital nacional e o capital estrangeiro e das formas de mobilização do estado, sendo ambos os fatores, fundamentais na diferenciação de parte da periferia.

A diferença qualitativa dos vínculos criados a partir do investimento estrangeiro direto está primeiramente relacionada com os distintos graus de desenvolvimento do capital local na periferia e mediação do estado. Entretanto, a lógica envolvida na solidarização dos interesses de

---

<sup>16</sup> Apesar de não ter escrito o livro sobre o Mercado Mundial – presente no plano original de seu trabalho – Marx (2001: 151) apresenta o seguinte raciocínio sobre a tendência a equalização da taxa de lucro entre países: “De lo que se trata, en esta sección, es de exponer, concretamente, de qué modo se establece una cuota general de ganancia dentro de un país. Es evidente, sin embargo, que al comparar las distintas cuotas nacionales de ganancia no hay más que poner en relación lo expuesto anteriormente con lo que se exponga aquí. Lo primero es examinar la diferencia existente en cuanto a las cuotas nacionales de plusvalía, después de lo cual deberá considerarse, a base de estas cuotas de plusvalía dadas, la diversidad de las cuotas nacionales de ganancia”.

classes necessários a definir a atuação do estado não pode ser reduzida à formulações gerais. Mesmo assim, pode-se distinguir que, sob certas circunstâncias particulares, alguns países periféricos conseguiram manter a propriedade sobre alguns setores de maior composição técnica enquanto avançavam na industrialização pesada – incluindo a infraestrutura construída para seu suporte. A indução de mecanismos de centralização de capital interpõe no processo de acumulação um conjunto de instituições que estreitam os vínculos entre a burguesia industrial e diversas outras frações de classe, que estão à frente do controle sobre certas formas de centralização do capital-dinheiro, tais como fundos públicos e previdenciários, mecanismos de poupança forçada ou as empresas estatais. A disseminação na periferia da ideia do “Desenvolvimentismo” e de seu conjunto de instituições criou as condições para que a partir da internacionalização do capital dos países centrais, houvesse a diferenciação da periferia. A legitimação da crescente participação do estado na estrutura produtiva e financeira dos países periféricos vem justamente da “necessidade de articular financeiramente blocos de capital desigualmente monopolizados: o capital privado doméstico e o grande capital internacional” (Coutinho e Belluzzo, 1980: 23).

O desdobramento lógico-estrutural deste processo passa pela criação de um mercado de títulos suficientemente grande para permitir a troca de posições líquidas como forma de garantir o aumento contínuo da composição técnica do capital articulado pela burguesia local. Os efeitos do alongamento do período de *turnover* dos empreendimentos capitalistas, em que estão envolvidos o capital doméstico e estatal, implicam no desenvolvimento de formas de crédito não resgatáveis e livremente negociáveis. Em outros termos, o prosseguimento desse processo requer novos mecanismos de renovação do processo de centralização de capital, seguindo a argumentação de Athar Hussein:

A concrete example is of help here in illustrating the relationship between the forms of credit and the effect of credit on different branches of production. Though shares in companies have existed since the inception of Capitalism in European countries, it is the development of public utility and transport companies which led to the establishment of a wide market for equities. The establishment of public utility and transport companies was conditional on the equity finance: irredeemable credit, because of the large volume of money expenditure required and because of the fact that the ratio of fixed capital to circulating capital was high and the period of turnover of the fixed capital very long. All these account for the fact that the availability of a particular form of credit: equities, was the condition of the existence of the public utility and transport companies. (Hussein, 1976:10)

Essa passagem da análise de Hussein revela outro fato importante sobre o papel das empresas públicas no processo, a saber, a relação existente entre o estabelecimento da infraestrutura industrial e o desenvolvimento do mercado de títulos. Se por um lado a desenvolvimento das *public utilities* necessita desenvolver formas novas de financiamento, a presença de grandes empresas cuja continuidade do serviço é garantida como “bem público” tende a impulsionar o desenvolvimento dos mercados de títulos. No caso da criação das empresas públicas, em seu papel concreto, estas instituições também serviram como instrumentos de centralização de capital através da constituição prévia de um fundo público. O processo de inserção das empresas públicas no mercado de títulos possibilitou, através da entrada de blocos de capitais previamente centralizados pelo poder público, um aumento contínuo da profundidade dos mercados de títulos.

Este processo foi recorrente sobretudo durante a reconstrução europeia do pós-guerra, e posteriormente, a partir das experiências de industrialização que se seguiram a reconstrução europeia, a adoção de estratégia semelhantes de constituição de grandes empresas públicas transformou uma experiência histórica em via de regra. No decorrer deste processo, as experiências das estatizações europeias dos regimes fascistas e da reconstrução vieram a ser adotada como estratégia desenvolvimentista, a partir de sua disseminação. Tomando o caso italiano como um exemplo paradigmático, o aparato formado pelo *Instituto della Ricostruzione Industriale* (IRI), pelo *Ente Nazionale de Idrocarburi* e pelo *Fondo per l'Idustria Meccanica* entre outras instituições, já representava, através da capacidade do estado participar ativamente no estrutura acionária das empresas, uma mudança importante na estrutura financeira e produtiva, na qual o estado passa a ter um papel fundamental na dinamização do capital financeiro (Mutti e Segatti, 1979; Salvati e Groppo, 1986; Maier, 1986).

A privatização, neste caso, demonstra outra forma como a empresa pública, sendo formada como mecanismo de impulsionar o aumento do capital social básico (Dain, 1986) tenha se tornado uma possível forma preliminar de desenvolvimento do capitalismo financeiro em seu nível local, sobretudo em posição de atraso. Embora o que se dê seja apenas uma troca de posições entre capital público e privado, o capital constituinte da empresa pública ao transitar pelo mercado acionário permite aumentar consideravelmente o volume de títulos transacionáveis neste mercado. Além de que, nos casos concretos, o aparelho financeiro do estado também tenha assumido diversas funções próprias do capital financeiro, tais como subscrição de ações e

debêntures, financiamento de longo prazo, etc. Em suma, o desenvolvimento da dominância econômica do capital financeiro requer a constituição de organizações especializadas na centralização do capital-dinheiro, no remanejamento da liquidez e na concessão de financiamento de longo prazo; resultando em um mercado de títulos, cujo peso do capital nacional seja relevante<sup>17</sup>.

Tendo em conta as considerações feitas, a utilização do conceito de capital financeiro refere-se, grosso modo, à mudança nas formas de apropriação do excedente – assim como seus impactos em termos de estrutura de classe – por parte das diversas frações de classe e a constituição dos mecanismos institucionais que promovem esta mudança na organização da produção capitalista – e.g. mercado de títulos e fundos de centralização de capital-dinheiro, privados ou estatais. A característica fundamental de seu desenvolvimento autóctone é a existência integrada destes elementos articulados ao padrão de acumulação de determinada burguesia, implicando em uma indistinção de ordem prática entre as formas particulares de apropriação do excedente – tais como renda, juros ou lucro – independentemente da definição contábil dada para o rendimento. Neste sentido, sobretudo, que o capital financeiro revela seu caráter *rentista*, isto é, tendo na forma mais geral de rendimento sobre o capital, a renda, sua forma de apropriação do excedente.

O conceito de renda, nessa utilização, extrapola a discussão sobre renda fundiária e compreende a renda sob um aspecto mais amplo. A relação entre rentismo e capital financeiro advém da possibilidade da renda tornar-se progressivamente uma forma geral de apropriação sobre o excedente, fundamentado unicamente na propriedade privada sobre certos ativos (Paulani, 2011). Do ponto de vista mais geral, o capital integrado neste processo se apresenta sob sua forma mais abstrata ( $D - D'$ ); mesmo que do ponto de vista do processo concreto de valorização, o capital possa se apresentar em diversas condições particulares.

Este ponto talvez mereça um exemplo mais concreto. Tomando duas empresas líderes como a Apple e a Monsanto como exemplo, nos dois casos o que há propriamente não é a produção de mais-valia por parte da empresa, e sim a utilização de seus ativos – tecnológicos, comerciais, etc. – para obter “renda” sobre seus direitos de propriedade, ou seja, direito sobre mais-valia

---

<sup>17</sup> Entretanto, esse processo, assim como afirma Hussein (1976:15), não é passível de ser definido em um modelo geral: “There is not a general schema of the development of the conditions of the existence of the dominance of the finance capital, the history of each of the conditions has to be constructed on the basis of the concrete analysis”.

produzida, representado pelos seus contratos de licenciamento, subcontratação, *royalties*, etc. Neste sentido, o volume de sua produção, ou seu comando direto sobre o processo de trabalho, representa uma pequena fração dos ganhos proporcionados pela renda obtida de seus ativos. Essas transformações na organização das cadeias produtivas representam bem as diferenças envolvidas nas diversas formas de apropriação de renda no capitalismo contemporâneo, que incluem rendas provenientes do saber tecnológico, recursos naturais, rendas imobiliárias, entre outras.

Neste sentido, o conceito de capital financeiro talvez possa servir não só para uma periodização mais adequada do modo de produção capitalista, mas também como uma categoria de periodização importante para a análise das relações de produção em um espaço particular de acumulação sob um determinado arranjo específico de classes. Sob este aspecto a periodização de certos espaços geográficos de acumulação oferece também um elemento necessário à análise de fenômenos recentes na periferia do sistema – como as diferentes formas de reorganização do capital periférico a partir do processo de financeirização.

Portanto, o sentido em que será utilizado o conceito de capital financeiro distingue-se também de tentativas mais recentes de analisar a evolução do sistema capitalista a partir da noção de *Regime da Acumulação*. O conceito de Regime de Acumulação, utilizada por um grupo relativamente grande de autores, embora represente uma noção geral bem compreendida, encontra uma série de divergências em sua interpretação que dificulta uma delimitação teórica muito precisa. Entretanto é possível demarcar algumas noções consensuais sobre a definição de regime de acumulação que auxiliam a compreensão de alguns problemas teóricos envolvidos neste tipo de periodização, sobretudo em relação à utilização que estas análises fazem do conceito de capital financeiro<sup>18</sup>.

François Chesnais (2002; 2005) apresenta uma boa síntese sobre as noções básicas envolvidas na definição de um regime de acumulação. Em primeiro lugar está a ideia da essencialidade institucional na “superação momentânea dos limites imanentes do modo de produção capitalista” (Chesnais, 2002: 1), isto é, da existência de compromissos entre classes acerca da estabilização dos mecanismos de reprodução do capital, materializado em um conjunto de instituições formais que contem os conflitos de classe e regula as formas de apropriação da mais-valia.

---

<sup>18</sup> Michel Husson (2008: 186) argumenta inclusive, que de fato o que Michel Aglietta propõe é: “a new principle of periodisation of capitalism based exclusively on the way in which accumulation is financed”.

Subentendendo que todo esse conjunto define certa regularidade nas formas de acumulação de capital em sua concepção mais ampla, envolvendo não só reinversão de mais-valia mas também outras formas, como “apropriação, punção e centralização em direção a centros de acumulação mais fortes que outros” (Chesnais, 2002: 8).

A breve descrição sobre os elementos que definem um regime de acumulação permite definir as dimensões básicas envolvidas no que se entende por regime de acumulação “financeirizado” ou de “dominância financeira”, conceitos utilizados nessa literatura para definir o regime de acumulação atual, como sendo um regime caracterizado pelo exercício da hegemonia por parte da fração superior da burguesia ligada ao setor financeiro internacionalizado. O regime de acumulação financeirizado teria como marco fundamental os processos de descompartimentalização, desregulação e desintermediação financeira (Chesnais, 2002; 2005), iniciados na sequência do fim do período de Bretton Woods. Esses processos definiriam as novas configurações dos acordos entre classes dominantes e a formação do arcabouço institucional próprio ao suporte do exercício da hegemonia por essas frações de classe. Em linhas gerais, o encadeamento desses três processos representaria precisamente o exercício da hegemonia do capital financeiro internacionalizado na integração mundial das diversas economias nacionais nesse regime de acumulação, ou como argumenta Chesnais (2005: 45):

Mas o conteúdo efetivo dessa integração resulta, de maneira concreta, das decisões tomadas e das operações efetuadas pelos gestores das carteiras mais importantes e mais internacionalizadas. A personificação dos “mercados” (seu antropomorfismo) não é trivial. Exprime, simultaneamente, ao menos três dimensões do poderoso crescimento da finança. A primeira concerne ao movimento de autonomia relativa da esfera financeira em relação à produção, mas sobretudo em face da capacidade de intervenção das autoridades monetárias. A segunda relaciona-se ao caráter fetiche, perfeitamente mistificador, dos “valores” criados pelos mercados financeiros. A terceira remete ao fato de que são operadores que delimitam os contornos da mundialização financeira e decidem quais agentes econômicos, pertencentes a quais países e em quais tipos de transações, participarão.

Desse modo, em tal interpretação, o desenvolvimento histórico do capital portador de juros encontraria correspondência em seu desenvolvimento lógico-estrutural, tal qual expresso nas possibilidades de seu devir – centralização, sofisticação das formas de crédito, autonomização e crescimento do capital fictício, etc. – e adquiriria existência concreta em formas institucionais que garantiriam a reprodução ampliada desse processo, como também a contenção de parte dos conflitos ao atrelar a poupança de uma parcela dos trabalhadores aos rendimentos do capital

financeiro. Embora haja uma diferença significativa sobre a opinião de diversos autores em relação à caracterização de um regime de acumulação, é aceito que os processos descritos representam a imposição da hegemonia do capital financeiro em plano global e de sua autonomia relativa em relação à produção. Assim como também fica presente a ideia da convergência institucional entre as diversas economias nacionais a partir de sua integração via capital financeiro internacional.

Logo, a passagem se faz da hegemonia do capital financeiro para a materialização de formas institucionais próprias ao desenvolvimento das potencialidades do devir do capital portador de juros. Primeiramente, em relação à subsunção da esfera produtiva às finanças, o que institucionalmente se concretizaria através da criação de mecanismos de coação das decisões de produção às exigências do capital financeiro. Em segundo lugar, em relação à disseminação mundial – e logo a convergência institucional – do aparato institucional necessário à imposição local da hegemonia do capital financeiro em nível mundial. Embora a disseminação total das formas mais desenvolvidas do capital financeiro seja entendida por muitos autores como pouco provável fora do âmbito anglo-saxão, a abertura e liberalização dos mercados financeiros, de modo geral já teriam imposto, especialmente às economias periféricas, as formas concretas de subsunção do capital local ao capital financeiro global. Os mecanismos de subordinação são caracterizados principalmente pelos efeitos das altas e baixas dos fluxos de capitais sobre as economias nacionais e à aquisição de parte do controle sobre os sistemas produtivos nacionais pelo capital internacionalizado.

Apesar de apresentar uma descrição adequada sobre as mudanças nas economias centrais e seus efeitos sobre o restante do sistema, há uma questão metodológica envolvida nessa interpretação – sobretudo em relação à evolução dos vínculos sistêmicos do modo de produção capitalista – que dificulta a compreensão da diferenciação interna à periferia a partir do processo de financeirização. Podem ser apontados três problemas fundamentais em relação a essa interpretação. Primeiramente, em relação aos diversos arranjos de classe envolvidos na organização da acumulação de capital na periferia; outra questão relativa à importância da concorrência intercapitalista em descrever formas diferentes de inserção no processo de financeirização a partir da disposição das burguesias locais de defender seus espaços regionais de

acumulação<sup>19</sup>; e por fim, a separação entre esfera financeira e esfera produtiva, com ciclos diferenciados e com a esfera produtiva subordinada à financeira (Chesnais, 1996), dificulta a compreensão das transformações das formas como as classes dominantes na periferia se inserem no processo de reprodução material do sistema. Ambos os processos são mediados por circunstâncias específicas e, portanto, somente podem ser compreendidas a partir da referência a situações contingentes ao desenvolvimento da divisão internacional do trabalho.

Em grande parte estes problemas estão envolvidos no conceito utilizado de capital financeiro e mais precisamente ao de “dominância financeira”. A caracterização de um regime de acumulação por vezes pressupõe a disseminação de mecanismos característicos da “regulação” de um regime, que tendem a reproduzir a lógica já definida pelo movimento das economias centrais, resultando em análises que negligenciam os mecanismos de defesa das classes dominante em seus espaços nacionais e as adaptações das economias nacionais às novas mudanças provocadas na divisão internacional do trabalho pela transformação do “regime”. Ambos os casos, são historicamente de grande importância em descrever a estabilização de diferentes graus de clivagem dentro do sistema capitalista mundial – tal como as mudanças na semiperiferia e a expansão de sua zona regional de influência. Bob Jessop (1995: 320) já havia argumentado em relação a esta questão:

Although the regulation approach has been applied to a wide range of integral economic phenomena, its principal strengths and most distinctive contributions are in the field of *macro*-economics. This does not imply that it adopts a narrow macro-economic perspective: its heuristic and explanatory power consists above all in its concern with the regularization of *macro*-economic arrangements (accumulation regimes), various types of economic crisis, and the nature and role of social modes of economic regulation in economic stabilization, crisis-management, and the transition between accumulation regimes. Moreover, while all regulation theorists eschew teleological explanations for social modes of economic regulation and many reject *ex post* functionalist accounts, there is a strong emphasis on the emerging institutional complementarities at lower levels that sustain an accumulation regime, the character of which is often taken for granted (especially in historical rather than prospective studies).

Embora o enfoque sobre a “dominância financeira” tenha demonstrado grande capacidade explicativa dos fenômenos que culminaram na crise atual do sistema capitalista, a não diferenciação do gradiente de possibilidades de inserção no regime de acumulação dificulta compreender a heterogeneidade dos efeitos da crise sobre as diversas clivagens do sistema

---

<sup>19</sup> Sobre esse processo, I. Wallerstein (1976) chama atenção inclusive para a competição intercapitalista entre os próprios países semiperiféricos.

capitalista. Se o conceito de dominância financeira foi útil para a descrição das tendências mais gerais, o conceito demonstrou-se um tanto vago para as análises particulares, sobretudo, em relação aos conflitos de classe provenientes da disseminação do regime de acumulação e a reação das burguesias locais ao processo. Importante também ressaltar que as reações das burguesias locais à disseminação de processos sistêmicos nem sempre representam respostas plenamente conscientes em relação à conjuntura. O fato mais provável é que os resultados *a posteriori* são muito mais uma resultante da ação das diversas frações de classe em recolocar seus interesses diante das mudanças.

Mais propriamente em relação às zonas que não compõem o eixo das economias centrais, qualquer processo de assimilação de transformações no sistema capitalista mundial, do ponto de vista da análise, ainda está sujeito a uma série de questões que merecem ser explicitadas. No que diz respeito às causalidades envolvidas no processo de mudança institucional nas zonas periféricas, mesmo que se suponha uma mera passividade, a convergência das formas de assimilação das mudanças depende do compartilhamento de pontos de partidas semelhantes em termos de composição do capital e arranjos entre as frações de classe. Em suma, as relações de causalidade representam apenas uma dimensão da análise, portanto havendo a necessidade de integrar os aspectos relacionados à dinâmica interna ao espaço nacional do processo de produção capitalista.

### **1.3. CAUSALIDADE E PERIODIZAÇÃO DAS ESTRUTURAS ECONÔMICAS NA PERIFERIA**

A partir do Pós-Guerra, a generalização do padrão de produção dos Estados Unidos provocou a rearticulação do capital em seu nível global, cujo crescimento e internacionalização das empresas europeias e japonesas foram as primeiras respostas ao padrão de concorrência imposto pelas empresas estadunidense. A disseminação do movimento de internacionalização das economias centrais, por sua vez, diversificou o perfil dos investimentos diretos na periferia do sistema, criando vínculos próprios com estas economias que diferiam substancialmente daqueles criados no período anterior à Primeira Guerra. Não só os investimentos deixavam de se concentrar em bens primários destinados à exportação, como também, através de suas filiais, passavam a articular vínculos com fornecedores locais, instituições de financiamento e empresas licenciadas. Neste plano, o movimento de internacionalização das economias centrais revelou-se um processo

de reorganização da divisão internacional do trabalho e da reordenação de sua hierarquização (Hymer, 1978).

Entretanto, como também argumentou Stephen Hymer (1978), essas empresas internacionalizadas são antes de tudo nacionais, no sentido de sua gênese e de que, em grande parte dos casos, os fatores que garantem sua competitividade no plano internacional são de ordem sistêmica e ligados ao espaço nacional. Sua expansão não modificou fundamentalmente a dinâmica da concorrência fundada em espaços nacionais, no sentido em que a internacionalização do capital no Pós-Guerra motivou uma série de “respostas nacionais” (Teixeira, 1983a; 1983b) que, se inicialmente ficaram circunscritas à reconstrução das economias centrais, a partir da década de 1960 materializaram-se também em parte da periferia através de ideologias próprias que, mais uma vez, associavam diretamente o desenvolvimento das forças produtivas com a questão nacional.

Em termos concretos, este processo foi marcado por encampações, definições de monopólios públicos, políticas de transferência tecnológica e outros mecanismos que institucionalizavam espaços próprios para o desenvolvimento do capital local – seja estatal ou privado. As formas adquiridas por este conjunto de políticas moldou uma trajetória própria para o desenvolvimento das burguesias locais na periferia. Burguesias que, se por um lado, estavam se inserindo em um processo marcado pela reordenação da divisão do trabalho, por outro lado, internalizavam os mecanismos característicos da reconstrução do Pós-Guerra para a defesa de seu espaço interno de acumulação (Fontes, 2010). A história recente do grande capital nacional na periferia está diretamente associada aos desdobramentos e rearticulação destes mecanismos no período posterior ao que, no Brasil, foi denominado de período do Nacional-Desenvolvimentismo.

Essas “respostas nacionais” na periferia estão sempre condicionadas pelos arranjos internos entre as frações de classe e ao grau prévio de desenvolvimento industrial capitalista, assim como à fragilidade conjuntural a qual estas economias estão expostas. Sendo que, em relação à conjuntura própria das economias periféricas, o processo de absorção das estruturas capitalistas mais avançadas está sujeito permanentemente a algumas debilidades estruturais, que se revelam em um ritmo e vigor próprio do desenvolvimento capitalista na periferia, marcado por descontinuidades e limitações. Limitações, sobretudo em relação ao peso que o volume de

recursos capitalizados pelas empresas líderes globais – incluindo aqueles relativos ao capital social reunido nas respectivas economias nacionais – desempenha no processo de ordenação da concorrência intercapitalista.

As fragilidades conjunturais das economias periféricas, no período estudado, assumiram principalmente a forma de interrupções nos fluxos de divisa, ou seja, as crises cambiais. As crises provocam mudanças importantes nas políticas de defesa do capital nacional, revelando discontinuidades que somente podem ser reconstituídas historicamente através dos seus efeitos sobre a estrutura de classes. Contudo, isto não implica na impossibilidade do desenvolvimento de formas avançadas de organização da produção capitalista. A questão está no fato de que o desenvolvimento destas formas também não implica necessariamente a superação das características que definem a condição periférica. Florestan Fernandes, em seu *tour de force*, já salientara que os ritmos destas transições acabam sendo “lentos, descontínuos e demasiado débeis” (Fernandes, 2006:208). No caso específico da consolidação da transição estudada neste trabalho, a qual em seu estudo Fernandes (2006) denominou de “capitalismo monopolista” seguindo a tendência da época, o autor ressalta uma série de fatores necessários à monopolização do capital local:

No que concerne à periferia, a transferência do padrão de desenvolvimento econômico inerente ao capitalismo monopolista constituía um processo de muito maior complexidade e de muito maior dificuldade que as anteriores eclosões do mercado capitalista especificamente moderno e da economia capitalista competitiva em sociedades recém-egressas de situações coloniais ou neocoloniais. A esse respeito, é preciso atentar para os requisitos desse padrão de desenvolvimento econômico, que exige índices relativamente altos: de concentração demográfica, não só em cidades-chave mas em um vasto mundo urbano-comercial e urbano-industrial; de renda per capita, pelo menos da população incorporada ao mercado de trabalho e, em especial, dos estratos médios e altos das classes dominantes; de padrão de vida, pelo menos nesses setores da população; de diferenciação, integração em escala nacional e de densidade econômica do mercado interno; de capital incorporado ou incorporável ao mercado financeiro, para maior flexibilidade e intensidade ao crescimento do crédito ao consumo e à produção; de modernização tecnológica realizada e em potencial; de estabilidade política e de controle efetivo do poder do Estado pela burguesia nativa etc. (Fernandes, 2006:294)

Neste ponto, Fernandes retoma o debate sobre a causalidade do processo em questão. Argumentando que se a periodização principal sempre se refere às transformações na ordem do sistema capitalista mundial, as transições da periferia dependem sempre da capacidade dos arranjos de classe em controlar as transformações de ordem interna. O autor introduz uma

distinção importante com referência ao desenvolvimento das formas capitalistas, embora haja certas tendências gerais na evolução das formas de apropriação, o desenvolvimento dessas tendências nas partes que compõem o sistema capitalista nunca se dá nem com a mesma profundidade e nem com a mesma amplitude. Essa transição incompleta é uma característica central do tipo de desenvolvimento capitalista próprio da periferia, sobretudo em relação ao tempo histórico de seu desenvolvimento.

Tendo como referência a organização do sistema capitalista enquanto um sistema mundialmente integrado, a estruturação de formas avançadas de relações de produção em um período em que as cadeias produtivas tornam-se cada vez menos nacionalmente integradas elimina certas potencialidades presentes no desenvolvimento do capital financeiro nos países centrais. Sobretudo, devido ao grau de verticalização nacional das cadeias produtivas, que garantiram um empuxo ao restante das empresas nacionais a partir do crescimento do grande capital. Nisto pesa o tempo histórico específico da inserção internacional do grande capital periférico, sua baixa capacidade de encadeamento produtivo sobre as empresas nacionais. Porém, há diferenças significativas mesmo neste contexto, tanto de fatores regionais como de ordem interna às economias nacionais.

Os fatores de ordem interna são responsáveis principalmente pela capacidade de realizar tais transformações institucionais e de moldar as formas concretas assumidas pelos processos. Em debate com Gunder Frank, Arrighi apontou alguns resultados de se sobrepesar a causalidade externa nos processos de mudança institucional na periferia. Embora acertadamente Gunder Frank tenha apontado as dificuldades em utilizar categorias das economias centrais para analisar a evolução do capitalismo na periferia, o próprio autor reconhece que o principal problema está em articular o plano de desenvolvimento interno das contradições com a dinâmica hierarquizada do sistema capitalista mundial. A dificuldade em articular os dois planos de análise por vezes cria uma tendência em grande parte da literatura em superestimar os aspectos próprios da dependência, como argumentou Giovanni Arrighi a respeito da abordagem de Gunder Frank:

Você [Andre Gunder Frank] adota o que Mao, em ‘Sobre a Contradição’, chama de ‘perspectiva metafísica’. Explicações do desenvolvimento de coisas não são, *antes de tudo*, procuradas em suas estruturas e contradições internas, analisando, uma vez que estas foram identificadas, suas interações dialéticas com as condições externas. Você tem a tendência, em lugar disto, de procurar a determinação externa tanto dos fenômenos como

das estruturas e contradições internas. (...) O *aspecto* principal desta tendência é a subordinação da análise de classe à análise da estrutura colonial. As duas podem e devem ser relacionadas. (...) A diferença entre a abordagem de Mao e a sua é que, na primeira, a estrutura colonial é ‘enxertada’ em uma análise de classe, enquanto no seu trabalho é a análise da estrutura de classes (quando é realizada) que está ‘enxertada’ na análise da estrutura colonial. (Arrighi *apud* Frank, 1980)

Andre Gunder Frank respondeu teoricamente às críticas de Arrighi em uma série de estudos posteriores. Estruturando sua análise no sentido de que esse “procedimento dialético”, deve ser “sincrônico e dinamicamente dialético em escala mundial”, isto é, deve analisar “as interações mútuas e simultâneas de todas as partes do sistema mundial em cada instante do tempo histórico”, e além disso, examinar também “de que modo suas contradições engendram a natureza e a interação delas em cada sucessivo instante no tempo” (Frank, 1980: 26). As palavras do autor resumem bem as dificuldades em termos de análise das formas de desenvolvimento da periferia e sua periodização.

Ainda que nem sempre seja possível deixar explícito em cada ponto da análise as relações existentes entre os aspectos internos e externos, a análise das transformações do grande capital brasileiro busca recuperar justamente algumas destas interações entre a dinâmica das contradições do desenvolvimento interno das forças produtivas e das relações de produção com a trajetória geral do desenvolvimento do sistema capitalista mundial. Isto requer retomar a distinção entre o movimento geral do capital e sua lógica institucional relacionada aos seus espaços de acumulação, sobretudo no que se refere à periferia.

Retomando a primeira característica já descrita do capital em seu movimento geral, ou seja, de diluir suas formas específicas em suas formas gerais (Braga, 2000), pode-se ainda agregar uma segunda característica também supracitada: a da concorrência intercapitalista – enquanto embate entre a pluralidade de capitais – estruturar o conteúdo e as formas espaciais, “ao procurar segmentar frações do espaço, proclamando-os como o território particular de certa fração particular do capital” (Brandão, 2007:77). Em seu processo de expansão e integração mundial dos mercados, as economias centrais desdobram suas relações de produção e forças produtivas em uma rede de complementaridades, hierarquicamente organizada a partir das economias centrais. Esse movimento, entretanto, possui uma dinâmica própria, impossível de ser reduzida às formulações gerais, pois há sempre a possibilidade do desdobramento no espaço de novos centros e subcentros do sistema capitalista mundial.

O processo então é fundamentalmente marcado pela multiplicação de assimetrias no desenvolvimento das forças produtivas, que se materializam sobre o espaço das economias nacionais. O desdobramento da polarização a partir do surgimento de polos regionais, como um processo de desenvolvimento espacialmente desigual das forças produtivas, alarga a hierarquia da divisão internacional do trabalho, interpondo ao crescimento das economias centrais novos espaços regionais de polarização (Brandão, 2007). A forma institucional desses espaços – isto é, os Estados Nacionais – como argumentado, são formas que podem ser consideradas como superestruturais, não circunscritas ao desenvolvimento geral do capital, embora se apresentem como imperativos após sua constituição; o que se pode dizer, no entanto, é que constituídas as formas institucionais dos espaços de acumulação/circulação do capital, o próprio desenvolvimento da divisão internacional do trabalho, a partir de suas complementaridades e da concorrência intercapitalista, cria a possibilidade da abertura de alguns espaços privilegiados de inserção do capital periférico, ainda que isto contribua pouco para a redução das assimetrias do processo em questão.

O aproveitamento desses espaços exige, entre outros requisitos, a capacidade das burguesias locais de mobilizar o Estado e seus recursos na composição do capital social necessário à ocupação de determinado patamar na divisão internacional do trabalho. A abertura desses espaços tende a acirrar as assimetrias regionais, diferenciando as periferias entre si. Nesse sentido, a formação da semiperiferia (Wallerstein, 1979; Arrighi, 1995), embora seja apontada como fato consumado, carece muitas vezes de uma análise mais pormenorizada das condições estruturais de desenvolvimento de suas forças produtivas e de um reconhecimento mais específico das condições de consolidação de sua posição. Neste sentido, a periodização das estruturas capitalistas nas economias periféricas talvez auxilie a compreensão da diferenciação e da classificação das economias subdesenvolvidas em periferia e semiperiferia.

Outra tentativa de fornecer uma interpretação à diferenciação ocorrida na periferia é o conceito utilizado por Ruy Mauro Marini de subimperialismo. Ao contrário da definição utilizada por Wallerstein de semiperiferia como um conjunto de economias que estão inseridas nessa posição a partir da própria estruturação do sistema-mundo capitalista, e portanto, necessário ao funcionamento e estabilização do sistema (Wallerstein, 1974; 1976); Marini (2000: 49) descreve o subimperialismo como uma situação em que se procura “conseguir uma perfeita adequação

entre os interesses nacionais do país e a política de hegemonia mundial levada a cabo pelos Estados Unidos”. Afirmação que parece mais de acordo com a observação teórica de Gunder Frank sobre a necessidade de se adequar a análise às interações mútuas e simultâneas entre as partes e o todo.

De modo geral, Gunder Frank, Arrighi e Wallerstein tratam a semiperiferia como uma classificação bem abrangente, que engloba quase toda a periferia industrializada. A classificação de subimperialismo usada por Marini em referência a um conjunto particular de países periféricos diz respeito a uma condição mais particular, descrita como a forma que o capitalismo dependente assume quando atinge a etapa dos monopólios e do capital financeiro. Marini procura construir seu conceito em uma dimensão mais ampla, envolvendo não só as mudanças nas relações de produção que sejam compatíveis com a incorporação de forças produtivas de maior composição técnica, como a construção de uma política de hegemonia regional combinada com relações de “cooperação antagônica” com a potência hegemônica (Luce, 2011). A aplicação do conceito de Marini requereria uma análise para além dos grupos econômicos, que fugiria do escopo inicial do estudo realizado.

Feitas estas considerações, pode-se descrever o caso brasileiro com maior precisão. Adotando como unidade de análise não só o lócus próprio de acumulação do grande capital, a grande empresa capitalista, como também o aparato acessório que fundamenta a diferenciação do grande capital brasileiro em seu espaço regional, isto é, as grandes empresas públicas, os fundos de investimento e os bancos públicos. Instituições que em seu conjunto, e sob a hegemonia das frações de classe que compõem o grande capital brasileiro, vêm desde as últimas décadas reforçando e sofisticando seus vínculos com o capital privado. Sobre este ponto, o próximo capítulo visa contextualizar o movimento conjunto do grande capital com seu aparato público acessório que caracteriza tão precisamente os grupos econômicos brasileiros no período recente.



## CAPÍTULO 2 – CONTEXTO HISTÓRICO DA REESTRUTURAÇÃO RECENTE DOS GRUPOS ECONÔMICOS NO BRASIL

Existe um debate vasto a respeito da origem dos grupos econômicos brasileiros, assim como da expansão do aparato produtivo público no qual os grupos estão inseridos<sup>20</sup>. Entretanto, a gênese das grandes empresas privadas tem talvez muito pouco a dizer sobre o movimento de transformação da infraestrutura econômica e de mobilização do capital social no qual estas empresas estão envolvidas. Menos do que as razões que inserem certos membros da burguesia no pequeno grupo do “grande capital”, a análise feita está focada no processo de reestruturação do grande capital como um todo, e sobretudo, o significado específico do processo ocorrido. Daí decorrendo a necessidade de seu enquadramento em uma periodização mais ampla, que permita recuperar justamente a especificidade do caso brasileiro na totalidade do movimento do sistema capitalista mundial.

No que diz respeito aos grupos econômicos, isto significa que, dependendo do ponto de vista da análise, interessa menos as origens históricas e mais o processo de transformação da grande unidade capitalista em uma estrutura financeira de grande porte cuja inserção no processo produtivo se caracteriza pela multiplicidade das formas de apropriação sobre o excedente. Historicamente, estas transformações estão relacionadas com as mudanças da infraestrutura econômica necessárias à formação da indústria de base e aos demais setores de alta densidade de capital. Não só a infraestrutura física necessária – as *public utilities* – como também as transformações no sistema financeiro para dar sustentação aos investimentos de grande porte. Este processo, como descrito no capítulo anterior, tende entrelaçar redes de propriedade sobre o capital e autonomizar o capital de suas determinações mais formais, transformando-o, grosso modo, em capital portador de direitos sobre mais-valia.

Este movimento deve ser entendido como um processo que, embora no caso da periferia possa ser marcado pelas suas discontinuidades e entrelaçamentos com o capital dos países centrais, representa um movimento comum ao processo histórico de desenvolvimento das forças produtivas, dado sobretudo as características tomadas pela concorrência intercapitalista. Neste sentido, o desenvolvimento do processo, quando analisado a partir da periferia, caracteriza-se

---

<sup>20</sup> Podem ser citados, neste sentido, os trabalhos de Maurício Vinha de Queiroz (1972), Luciano Martins (1968; 1985), S. Míchín (1973), Peter Evans (1979), Octavio Ianni (1989), entre outros.

pelas mudanças formais que assume durante as drásticas variações conjunturais as quais as economias periféricas estão sujeitas. Portanto, a reconstrução das formas de defesa do capital local em relação às mudanças introjetadas pelas economias centrais constitui um fio condutor importante para recuperar certa coerência na interpretação de processos históricos.

Embora as mudanças na infraestrutura econômica para o desenvolvimento da grande indústria tenham surgido no bojo das recomendações propostas pela Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, e tendo início ainda na década de 1950 (Vilella, 1996), o Golpe de 1964 representa um marco histórico conveniente para se tratar o processo de transformação dos grupos econômicos. Sobretudo por dois motivos: primeiramente, em relação à consolidação do Sistema Financeiro Nacional, inicialmente através das reformas de Campos e Bulhões<sup>21</sup> e, em um segundo momento, pelo processo de concentração e diversificação das empresas financeiras possibilitadas pelas reformas de Delfim Netto<sup>22</sup>. Além disto, porque apesar do papel do capital privado nacional na consolidação da indústria de base estar sendo debatido desde a formação da Petrobrás, somente a partir do Golpe de 1964 começa a operar uma política propriamente dita – isto é, através de formas institucionais mais robustas – de elevação da posição do capital nacional na divisão internacional do trabalho. Ainda que a política tenha definido uma posição de acelerado avanço das forças produtivas, em troca da aceitação de uma posição de subordinação técnica e financeira em relação ao capital estrangeiro.

A política em relação aos grupos econômicos passa então a ser pautada pelas necessidades do desenvolvimento da indústria pesada e pela expansão e diversificação do investimento estrangeiro no Brasil, isto é, como resposta às possibilidades abertas pela penetração do capital estrangeiro nas economias periféricas. A partir do final da Segunda Guerra, a participação dos

---

<sup>21</sup> A Lei 4595 de 1964 institui o Sistema Financeiro Nacional, composto pelo Conselho Monetário, o Banco Central, o BNDE, o Sistema Nacional de Habitação e as demais instituições financeiras. Logo após, as reformas de 1965 e 1966 introduziram outra série de modificações no funcionamento do sistema financeiro, entre as quais, foram reformados os mecanismos de financiamento público através de títulos do Tesouro Nacional (ORTNs), foi reformulado o sistema de depósitos e juros bancários, criou-se um fundo de investimento dedutível no Imposto de Renda para impulsionar e tornar mais líquido o mercado acionário, assim como foram concedidas maiores liberdades para a entrada de capital de curto prazo e foram ampliadas as formas de poupança forçada sobre as folhas de pagamento vinculadas à capitalização do Sistema Financeiro Nacional.

<sup>22</sup> As medidas adotadas por Delfim Netto visavam não só uma maior centralização da atividade financeira como também uma maior articulação entre o sistema financeiro e as necessidades próprias do processo de evolução da indústria local, tais como o desenvolvimento de linhas de financiamento próprias à exportação e à modernização das linhas de produção, possibilitando direcionar de forma mais concreta os investimentos privados (Werneck Vianna, 1987).

grupos econômicos nacionais entre os maiores grupos atuando no Brasil cai drasticamente em relação à presença do capital estrangeiro (Queiroz e Evans, 1977). Porém após a década de 1960, a presença majoritária das empresas públicas entre as empresas de maior patrimônio no Brasil torna-se a tônica até o processo de privatização.

Os exemplos relacionados à política de suporte aos grupos econômicos, seguindo o crescimento das empresas estatais, a partir da década de 1970 são numerosos. A centralização dos processos de transferência tecnológica pelo INPI, a definição do modelo tripartite de capital nos setores ligados à cadeia do petróleo, o desenvolvimento da indústria nacional de equipamentos ligada aos setores estatizados e a criação de alguns setores industriais estratégicos para as Forças Armadas – como tecnologia da informação, indústria naval e aeroespacial, estão entre outros tantos exemplos que se materializaram sobretudo no II PND, com uma política descrita como uma estratégia em que “o capital privado nacional ocuparia posição de relevo” (Lessa, 1998). Logo, durante todo o período da década de 1970, houve a criação de um conjunto institucionalizado de mecanismos de defesa de espaços de acumulação para capital nacional, através da ação estatal.

Em que pese o desmonte e o abandono de boa parte dos mecanismos de promoção dos grupos econômicos ao longo da década 1980, quando observado o desempenho das empresas líderes durante o período e os mecanismos que permitiram tal desempenho, pode-se argumentar que, embora a institucionalidade da política tenha mudado, houve um claro continuísmo em relação à defesa patrimonial dos grupos econômicos. Os casos mais importantes, neste sentido, são possivelmente o processo de assunção do risco cambial do setor privado pelo setor público, os subsídios para exportação, o acirramento das barreiras comerciais internas, a subprecificação das tarifas das empresas públicas – com efeitos diretos nos custos industriais – e, talvez o mais importante deles, a criação de mecanismos de proteção e geração de liquidez para o setor privado durante o período de alta inflação. Estes último mecanismo foi, inclusive, fundamental em incentivar a diversificação dos grupos econômicos para o setor financeiro.

O sobredimensionamento de muitos projetos ligados ao II PND, como crivo para acessar as linhas especiais de crédito, deixou uma parte dos grupos econômicos no final da década de 1970 com elevado grau de exposição financeira, especialmente em relação à exposição cambial do passivo, em um momento em que a oferta de divisas cambiais tinha se alterado drasticamente. As mudanças nas condições de liquidez internacional a partir de 1979 implicaram na reavaliação da

política cambial, com a progressiva desvalorização da taxa de câmbio e, com isto, a possibilidade de insolvência de uma boa parcela do setor privado.

As mudanças nas condições de financiamento internacional resultaram na adoção de um conjunto de ações pelo governo federal como parte do processo de ajustamento ao novo cenário externo. Tendo em vista os efeitos do ajustamento sobre os grupos econômicos, o Banco Central criou mecanismos que possibilitaram a redução da exposição cambial das grandes empresas nacionais, reduzindo a exposição desta parcela do capital nacional. Em um primeiro momento, a estatização da dívida do setor privado foi realizada sob a Resolução Nº 432 do Banco Central, de 1977, que permitia que mutuários de empréstimos externos fizessem depósitos em moedas estrangeiras. Após 1983, com o processo de centralização e reescalonamento da dívida externa, o Banco Central através das Resoluções Nº 851, Nº 890 e posteriormente através da Resolução Nº 898, permitiu o depósito do contravalor em moeda doméstica das dívidas externas do setor privado (Coutinho e Beluzzo, 1998; Carneiro, 2002). Em ambos os casos o processo resultou na transferência do risco cambial do setor privado para o setor público.

Após 1983, a política comercial também é alterada, resultando na volta de uma série de medidas discricionárias, incluindo a ampliação das barreiras comerciais e a ampliação das linhas de subsídios e créditos direcionados destinados às empresas exportadoras. Os efeitos destas medidas foram desiguais, privilegiando sobretudo as grandes empresas com capacidade de substituir a queda da receita interna e a crescente restrição de crédito com o aumento da receita de exportação (Belluzzo e Almeida, 2002). Contudo, a inserção das grandes empresas nacionais no esforço exportador serviu para aumentar as fontes de receitas em moeda estrangeira – reduzindo a exposição cambial – e para ampliar a utilização da capacidade instalada em um período de “ajuste defensivo”. Como a inserção das grandes empresas no esforço exportador possibilitou que estas empresas ampliassem suas fontes de obtenção de divisas estrangeiras, o aumento das exportações também permitiu às grandes empresas nacionais melhorar suas condições de captação financeira nos mercados internacionais.

A utilização das tarifas das empresas públicas como mecanismo para arrefecer a aceleração inflacionária resultou, ao longo da década de 1980, em uma constante desvalorização contábil de parte do ativo estatal, em prol da capitalização do setor privado. A principal dimensão do processo refere-se ao remanejamento de dívidas intrasetor público, com a transferência de uma

parcela das dívidas de longo prazo das empresas coligadas para as holdings estatais setoriais (Siderbrás, Eletrobrás, etc.), processo significativo sobretudo quando as coligadas eram compostas em sociedade com o setor privado. Embora as dívidas tenham se concentrado nas *holdings* estatais, o desempenho financeiro do conjunto das empresas públicas, principalmente das estaduais, deteriorou-se ao longo de toda a década de 1980 (Belluzzo e Almeida, 2002), ao contrário do comportamento dos indicadores financeiros das empresas privadas.

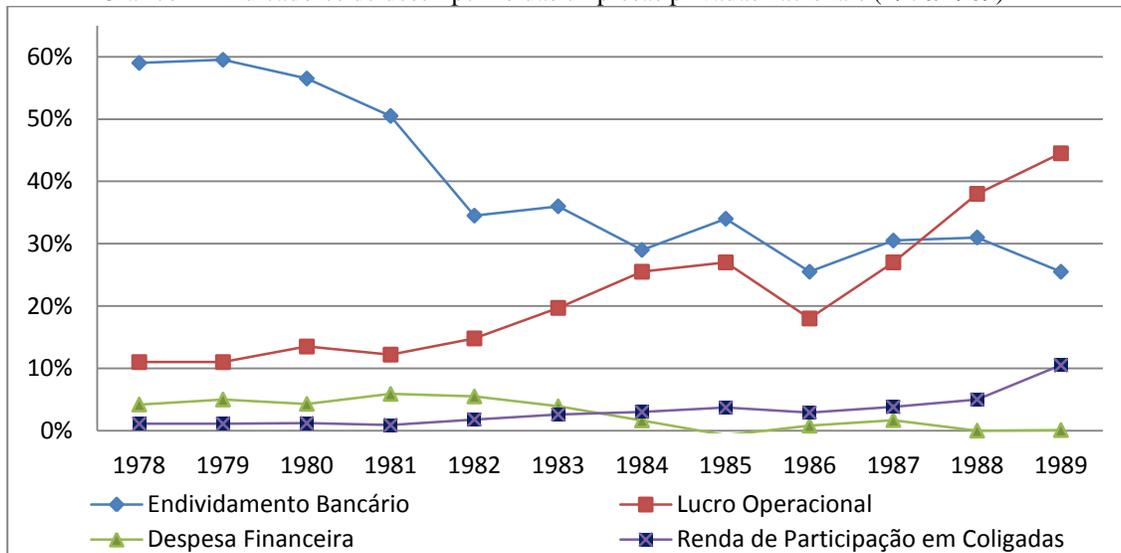
No final da década com a proximidade de um quadro de hiperinflação, a ampliação dos mecanismos de indexação e a criação de ativos líquidos indexados permitiram que os grupos econômicos protegessem seu patrimônio da inflação, ao mesmo tempo em que as empresas líderes mantiveram uma política de elevação dos *mark-up*, tentando antecipar os movimentos da inflação. Se estes mecanismos – sobretudo as Letras Financeiras do Tesouro – permitiram que os grupos econômicos conservassem a liquidez de suas reservas, serviram também – ao se tornar o mecanismo predominante de poupança das empresas – como um incentivo ao processo de desintermediação financeira, ampliando a familiaridade dos grupos econômicos com as atividades financeiras.

Apesar do baixo dinamismo econômico do período de “ajuste recessivo”, Belluzzo e Almeida (2002) argumentam que, quando analisado o desempenho da grande empresa nacional durante o período, os dados demonstram bem alguns efeitos positivos da política econômica durante a década de 1980 sobre os grupos econômicos. Em seus aspectos gerais os resultados podem ser resumidos na redução do grau de endividamento, na redução dos serviços das dívidas e no aumento da lucratividade, acompanhados de uma maior diversificação dos grupos econômicos – embora pouco relacionada com os aspectos mais dinâmicos do processo de diversificação.

Importante salientar que esses efeitos são fundamentais para explicar a situação em que se encontravam os grupos econômicos no momento das privatizações na década de 1990. Neste sentido, os resultados da década anterior foram importantes tanto no que diz respeito à capacidade financeira de participar dos leilões, como também em razão da importância que assumiu a utilização dos títulos acumulados contra o setor público nas compras dos ativos estatais. Porém, a abertura comercial e a acirramento da competição com os produtos importados reduziram a rentabilidade de muitas empresas, dificultando o recurso ao autofinanciamento dos investimentos necessários à nova realidade da concorrência no mercado interno.

Nesse contexto, as grandes empresas privadas tenderam a aumentar o endividamento durante a segunda metade dos anos 1990 (Pereira, 2000). Como a segunda metade da década de 1990 também é marcada pela alta taxa de juros e a taxa de câmbio valorizada, uma grande parte desse endividamento ocorreu em moeda estrangeira, o que ao final da década com as desvalorizações cambiais, provocou uma série de perdas financeiras dos grandes grupos nacionais.

Gráfico 1 - Indicadores de desempenho das empresas privadas nacionais (1978/1989)



Fonte: Belluzzo e Almeida (2002).

Logo, em que pese os efeitos perversos sobre a estrutura industrial decorrentes da abertura comercial, do câmbio apreciado e do baixo crescimento, a década de 1990 – em especial o processo de privatização – representou pelo menos um traço em comum com a década anterior. Em ambos os períodos o crescimento dos grupos econômicos foi muito menos resultado da evolução dos atributos relacionados à competitividade industrial e muito mais um processo de defesa e ganho patrimonial patrocinado por um conjunto de políticas; que em um primeiro momento resultou na abertura das atividades financeiras para a proteção patrimonial dos grupos econômicos, e posteriormente, possibilitou a capitalização financeira dos grandes grupos econômicos através da aquisição de ativos estatais subprecificados durante a privatização. Ainda que por conta disto, muitos tenham enfrentado dificuldades financeiras nos anos finais do governo Fernando Henrique Cardoso.

Os resultados da privatização devem ser observados, portanto, de acordo com seus efeitos sobre a estrutura dos grupos econômicos, assim como um processo que não deve ser entendido apenas

como um evento circunscrito ao momento do leilão, mas como um período de reestruturação das relações entre estado e o grande capital no Brasil (Rocha e Silveira, 2009). Respeitando estas observações, os resultados da privatização serão analisados a partir da consolidação posterior da estrutura de propriedade sobre os ativos privatizados e do impacto deste processo na configuração dos grupos econômicos.

## **2.1. PRIVATIZAÇÕES E GRUPOS ECONÔMICOS**

A privatização representa uma mudança muito mais ampla no capitalismo mundial do que a simples alteração da forma de gestão das empresas públicas, lembrando que este processo representou a inserção de não só boa parte das empresas públicas do centro e da periferia capitalista no mercado financeiro, como também coincidiu com a transformação das economias do bloco soviético, com a devida assimilação do mesmo processo. O processo de privatização representa no âmbito mundial um processo de reestruturação do capitalismo em seu nível sistêmico, com a inserção de uma grande massa de ativos nos circuitos financeiros mundiais e – levando em consideração as constantes constatações de subprecificação dos ativos – tendo como resultado a capitalização de diversos fundos de investimento através da revalorização financeira destes ativos.

Contudo, a convergência dos resultados deste processo depende fundamentalmente do desenrolar posterior da negociação dos ativos privatizados, tanto em relação à realização dos ganhos como também em relação ao comando sobre o capital social constituído pelas empresas vendidas e suas redes de coligadas. O processo de privatização deve ser analisado, assim como muitos fatos analisados neste trabalho, com um olhar em retrospectiva a partir dos resultados consolidados e não a partir da intencionalidade explícita no discurso daqueles que organizaram o mesmo processo. Neste sentido, o posicionamento dos grupos econômicos brasileiros indica que, embora a privatização não tenha correspondido a todos os anseios do empresariado nacional, o grande capital brasileiro aproveitou a melhoria de suas condições financeiras durante a década de 1980, para participar ativamente dos leilões, traçando estratégias bem definidas e consolidando sua posição hegemônica em relação a uma parte significativa da indústria brasileira<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Em que pese alguns casos clássicos de desnacionalização de certos setores, como automotiva e telefonia.

Para critérios de análise, o processo de privatização é comumente dividido em dois períodos (Carvalho, 2001; Velasco Jr., 2005), esta divisão se justifica segundo as diferenças não só dos setores priorizados, mas também pelo arcabouço institucional que pautou a privatização. Sem contar os primeiros ensaios de privatização durante os anos 1980, o processo de privatização apresentou duas fases distintas durante a década seguinte; a primeira concentrada na venda da participação estatal na indústria de transformação, durante a primeira metade dos anos 1990, e uma segunda etapa, posterior à segunda metade da mesma década, em que o processo concentrou-se nos setores de serviços, indústria extrativa e infraestrutura. No segundo período houve também algumas modificações no arcabouço institucional que servia de suporte ao processo, cujas principais alterações são o fim da distinção entre empresa nacional e estrangeira, o fim dos monopólios públicos, a criação da Lei das Concessões e de algumas agências reguladoras. Estas alterações se devem não só ao maior comprometimento do governo Cardoso com o processo de privatização como também pelas necessidades criadas pela privatização de bens constitucionalmente públicos.

Apesar das alterações institucionais, as diretrizes básicas do programa, ditadas pelo Programa Nacional de Desestatização, permaneceram praticamente inalteradas durante todo o período. O significado prático foi que ao longo de todo o processo as características básicas da orientação da privatização permaneceram inalteradas, mantendo-se a opção de organizar as vendas privilegiando a receita obtida, a percepção de que o Estado não deveria atuar no setor produtivo – agindo somente na regulação de certos setores – e a crença na capacidade do mercado ajustar a estrutura de propriedade de cada setor da melhor forma possível. Outra diretriz fundamental foi a decisão do governo em promover a aproximação entre setor financeiro e produtivo, como forma de fomentar a estrutura de crédito de longo prazo, sobretudo o mercado acionário. Para esse fim, utilizaram-se os títulos acumulados contra o governo durante a década de 1980 e os fundos de previdência dos empregados do setor público, inicialmente como forma de amenizar as críticas ao caráter excludente do processo de privatização (Lazzarini, 2011), e posteriormente, já com a adesão voluntária de pelo menos uma central sindical – a “Força Sindical” (Oliveira, 2003).

Através dos incentivos dados aos fundos de pensão das empresas públicas e a permissão do uso de títulos financeiros acumulados pelo setor privado – títulos que, em sua maioria, já possuíam elevado deságio no mercado secundário, o Governo Cardoso conseguiu mobilizar os principais

mecanismos de centralização de capital-dinheiro comandados nacionalmente para participar do processo de privatização, o que permitiu a formação de muitos consórcios predominantemente nacionais com disponibilidade de capital suficiente para cobrir os lances mínimos nos leilões. Observando o ágio obtido pelos leilões – a mediana ficou em 14,4% para o ágio obtido pela venda associada ao controle e nulo em relação às empresas em que o Estado tinha participação minoritária (Valadares, 2002) – fica ilustrado o pouco interesse despertado mundialmente pelos ativos envolvidos o processo de privatização no Brasil.

Neste sentido, vale também lembrar que no mesmo período ocorriam semelhantes processos de privatização, especialmente no leste da Europa e restante da América Latina, além da formação da forte expansão do mercado asiático. Provavelmente, esta conjunção de fatores permitiu certo espaço para os grupos nacionais consolidarem sua posição na economia brasileira através do processo de privatização. Ainda que, em setores mais intensivos em tecnologia, incluindo as telecomunicações, tenha havido um processo significativo de desnacionalização, abrangendo diversas etapas destas cadeias produtivas.

Por outro lado, a possibilidade da utilização das “moedas da privatização”<sup>24</sup> fornecia aos grupos econômicos e setor financeiro nacional – lembrando que muitos grupos econômicos constituíram seus braços financeiros durante a década de 1980 – um incentivo a mais para a participação nos leilões. O mecanismo de troca de títulos públicos por propriedade foi, ao menos no início, fundamental para atrair o setor privado para o processo – Carvalho (2001) afirma, inclusive, que esse foi o principal meio de pagamento utilizado nos leilões da privatização até 1996. Esta decisão promoveu também uma importante forma de saneamento do setor financeiro privado através da troca dos *junk bonds* por ativos reais, e como dito anteriormente, subvalorizados no momento dos leilões.

---

<sup>24</sup> As “moedas da privatização” são títulos emitidos anteriormente ao Programa Nacional de Desestatização ou criados para serem trocados durante o processo de privatização. Até 1996, este meio de pagamento foi o mais utilizado durante o processo. Este instrumento foi criado para incentivar a participação do setor privado no processo de privatização, principalmente, em decorrência do elevado deságio que estes papéis possuíam no mercado secundário. As principais “moedas da privatização” eram: Cruzados Novos, Certificados de Privatização (CP), Debêntures da Siderbrás (SIBR), Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFND), Títulos da Dívida Agrária (TDA), Créditos Securitizados, Letras Hipotecárias da Caixa Econômica (LH), Notas do Tesouro Nacional (série M) e Títulos e Créditos Externos (Carvalho, 2001).

A necessidade de realizar rapidamente os ganhos com as “moedas da privatização” fez com que o período posterior aos leilões fosse marcado por uma profunda reestruturação da propriedade sobre os setores privatizados. Entre os principais movimentos da reestruturação, destacam-se: (1) a saída de uma parte das instituições financeiras privadas, buscando realizar o ganho de capital; (2) a busca dos ativos renegociados pelos grupos econômicos nacionais – que desde o começo do processo de privatização vinham demonstrando claro interesse em manter seu controle sobre alguns setores; e (3) a renegociação de posições entre os grupos econômicos nacionais, como forma de concentrar suas estratégias, resultando em fusões, aquisições e descruzamentos acionários. Neste último movimento, a consolidação da posição dos grupos econômicos brasileiros somente foi possível através da mobilização de sócios para a aquisição dos títulos de propriedade sobre o capital. O prosseguimento deste processo de associação entre blocos de capital no interior do mercado acionário resultou no crescente entrelaçamento dos grupos econômicos nacionais, empresas estatais e fundos sindicais de pensão, isto é, a amalgamação do grande capital no Brasil através da Bolsa de Valores.

Esta crescente associação financeira entre grupos econômicos, fundos sindicais e empresas estatais é resultado não somente das necessidades de capitalização do processo de concentração e centralização do capital sobre as cadeias produtivas, como também – em termos histórico-institucionais – resultado das formas próprias de centralização do capital-dinheiro criadas ao longo do desenvolvimento das forças produtivas no Brasil, isto é, dos mecanismos criados e consolidados ao longo do processo de industrialização. Esta reorganização financeira do grande capital no Brasil deveu-se ainda ao fato de que o processo de privatização é em paralelo um processo de abertura de novas oportunidades de acumulação para os grupos econômicos locais, que para seu amplo aproveitamento, necessita expandir sua capacidade financeira e mobilizar institucionalmente os mecanismos de centralização de capital, tal como os fundos de investimento. Em suma, dado o volume das inversões requeridas, houve a necessidade de fomentar os mecanismos de centralização do capital.

Uma breve olhada sobre os resultados da reorganização dos setores privatizados em torno das *holdings* formadas pelas associações entre esta diversidade de capitais fornece um bom panorama sobre a participação dos grupos econômicos. De modo geral, o processo se concentrou na rearticulação das instituições públicas não privatizadas para a formação de consórcios com

empresas privadas. Como muitas empresas nacionais demonstraram não ter tido interesse ou capacidade financeira de prosseguir no processo de reconcentração dos setores, o resultado foi o crescente entrelaçamento dos grupos econômicos de maior porte com os fundos públicos, resultando no surgimento de algumas grandes empresas em nível global e na crescente diversificação dos grandes grupos econômicos brasileiros.

### **2.1.1. REESTRUTURAÇÃO DOS GRUPOS ECONÔMICOS APÓS A PRIVATIZAÇÃO**

Embora as críticas ao processo durante o período tenham se concentrado no risco de desnacionalização do parque produtivo, os resultados revelam como, exceto no caso das telecomunicações e talvez energia elétrica, os grupos econômicos nacionais tornaram-se os grandes beneficiários da privatização. O processo de reestruturação acionária do conjunto de empresas envolvidas na privatização significou a recomposição de parte da participação estatal em termos de propriedade e controle sobre os setores privatizados. Outro fator que impulsionou a centralização de capital em torno dos setores privatizados foi a reestruturação que estas indústrias atravessaram em nível global. De modo geral, os setores intensivos em capital, geralmente produtores de *commodities* e com forte presença estatal, passaram por um processo de concentração durante os anos noventa. A estrutura produtiva brasileira não ficou imune a este movimento, o que resultou em um intenso movimento de fusões e aquisições nos setores privatizados (Miranda e Martins, 2000), e veio a contribuir para fomentar o processo de centralização de capital a partir dos grupos econômicos brasileiros.

Ao final da década de 2000, o movimento de reestruturação arrefeceu, dando sinais de sua consolidação. Embora a crise de 2009 ainda esteja causando mudanças na concentração dos setores, a consolidação de certas posições construídas no período posterior a privatização adquiriu estabilidade e passou a estruturar as estratégias dos grandes grupos econômicos brasileiros. Em paralelo, a reestruturação pós-privatização aparentemente consolidou um modelo próprio de associação entre estado e grupos econômicos nacionais, que pelo que indica, está para além do processo de reestruturação pós-privatização e dá indícios de ser a base para a possível expansão do capital nacional sobre novas fontes de acumulação.

Analisando setor por setor, a história deste processo fica mais clara. Começando pelo setor elétrico, que fazia parte daqueles controlados pelas grandes *holdings* estatais – Eletrobrás,

Petrobrás, Siderbrás e Telebrás – e assim como estes setores, demonstrou a dificuldade em se retirar o estado de alguns setores no Brasil. Especificamente no setor elétrico, o centralismo estatal no planejamento do uso da capacidade de geração elétrica era defendido, sobretudo, pelas peculiaridades típicas de um sistema de geração baseado no uso de usinas hidroelétricas geograficamente espalhadas. O comando centralizado da Eletrobrás sobre a geração de energia permitia manejar a utilização das usinas de acordo com o nível do seu reservatório e o regime pluvial a que cada usina estava sujeita.

O setor de energia elétrica possuía uma complexa estrutura acionária de suporte, com a Eletrobrás detendo o controle sobre a geração e transmissão, e com participação acionária nas empresas estaduais, que controlavam a distribuição. No caso das empresas estaduais de distribuição, aquelas com maior mercado conseguiram ainda diversificar suas atividades, criando ativos na geração e verticalizando suas atividades em alguns casos para outros serviços de utilidade pública, como água e esgoto. Logo, este modelo criava uma intrincada rede de participações acionárias, na qual a Eletrobrás detinha posições acionárias nas empresas de distribuição estaduais, que geravam participações indiretas em alguns casos nas empresas estaduais de geração e nas companhias estaduais de saneamento; além das posições acionárias diretas nas suas subsidiárias de geração elétrica, como CHESF, Furnas, Eletronorte, Eletrosul e a Itaipú Binacional.

A Eletrobrás ainda administrava os recursos financeiros para expansão do setor e comandava um sistema de subsídios cruzados através da Conta de Resultados a Compensar. Esta conta, criada com a unificação nacional da tarifa de eletricidade, permitia que as empresas de distribuição estaduais com melhores resultados financeiros compensassem a taxa de retorno sobre os ativos das empresas estaduais com piores resultados. Sob este ponto de vista, ressalta-se o fato da constituição estatal do setor no caso brasileiro ter sido pensado fundamentalmente para geração de externalidades para o setor privado, e não necessariamente para gerar rentabilidade sobre os ativos (Vieira, 2007).

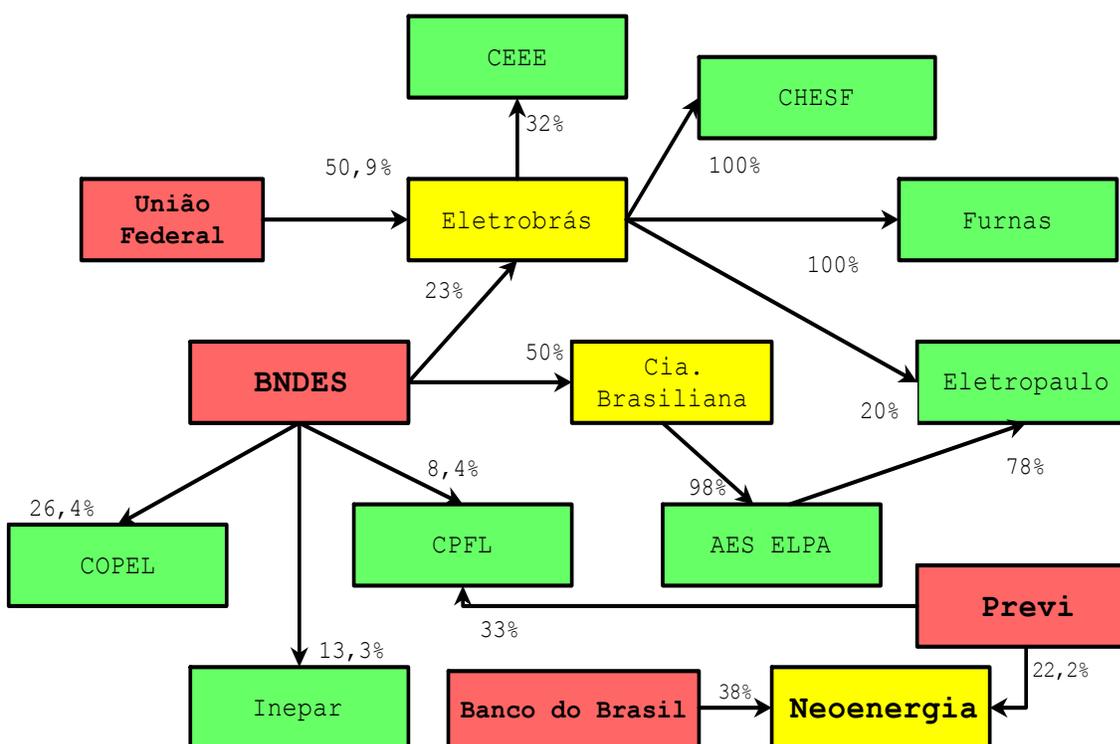
O Sistema Eletrobrás entra no âmbito do Programa Nacional de Desestatização em maio de 1995, prevendo a desverticalização do sistema e a venda separada das empresas dos segmentos do setor elétrico – geração, transmissão, distribuição e comercialização. No mesmo período, são ensejados os primeiros processos de privatização estaduais através dos Programas Estaduais de

Privatização, seguindo basicamente o mesmo modelo de privatização. O modelo de regulação elaborado a partir da privatização e adotado em 1998 excluía a Eletrobrás do controle do despacho e da administração da Rede Básica, criando o Operador Independente do Sistema (OIS, posteriormente Operador Nacional do Sistema – ONS) e o Mercado Atacadista de Energia (MAE), com a função de centralizar os contratos de curto, médio e longo prazo de comercialização de energia.

O modelo de regulação setorial adotado em 1998 vigorou até 2004, a partir de então a estrutura de governança a que estava sujeito o setor sofreu algumas modificações, sobretudo, na concepção de um planejamento do investimento em oferta mais centralizado. As modificações realizadas em 2004 restringiram também o processo de venda de energia para empresas do mesmo grupo (*self-dealing*), como forma de defender a concorrência no setor. A verticalização e a concentração, porém, foram presentes desde o primeiro momento do processo de reestruturação pós-privatização, as incertezas as quais a geração de eletricidade está submetida em razão do regime pluviométrico criaram incentivos para as empresas adotarem estratégias de verticalização e aquisição de ativos no mesmo segmento, como forma de diversificação do risco (Santana, 2006). Fora essa característica, o porte financeiro das empresas estatais restantes no setor e de algumas instituições financeiras, como os bancos públicos e os fundos de pensão, criou um perfil de distribuição do capital ainda fortemente marcado pela presença estatal.

Na figura 01, os boxes amarelos indicam as principais *holdings* do setor de energia elétrica, Eletrobrás, Companhia Brasileira de Energia e Neoenergia; enquanto os boxes vermelhos representam os principais controladores das *holdings*, majoritariamente fundos públicos. Os boxes verdes são as principais coligadas e as principais empresas estaduais de geração e distribuição. Embora os sócios minoritários não estejam representados, eles são compostos de algumas grandes empresas transnacionais – cujas mais importantes são a espanhola Iberdrola e a americana AES – alguns fundos públicos e empresas fechadas de previdência complementar e/ou governos estaduais. Resultando em um setor que, embora seja formado majoritariamente por sociedades anônimas, tem como principal elo entre as grandes empresas as instituições sobre controle estatal.

Figura 1 - Estrutura societária resumida do setor de energia elétrica



Fonte: Elaboração própria.

As empresas controladas pelos fundos públicos foram as principais responsáveis por boa parte do crescimento do setor – geralmente, em associações com fundos de pensão e grupos econômicos nacionais. Estas empresas retomaram em muitos casos também sua estratégia de diversificar em direção a outros serviços públicos, sobretudo fornecimento de água e esgoto, tendo como efeito o aumento da participação estatal em empresas de serviços urbanos listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Neste caso, contam não só a Eletrobrás, como as empresas controladas pelos governos estaduais em associação com o capital privado que veem intensificando sua presença no setor, como a Cemig e a Copel.

Fora a presença estatal, a participação dos grandes grupos estrangeiros no setor também é relevante – sobretudo na participação do capital não votante – mesmo tendo ao longo do processo de reestruturação perdido bastante espaço. Em parte, isto revela que as preocupações do período posterior à privatização, quais sejam, que o setor elétrico brasileiro fatalmente ficaria entregue a exploração pelos grupos estrangeiros e sob a hegemonia do capital financeiro internacional (Sauer, 2002) não se concretizaram da forma suposta. Geralmente o que se estabeleceu foram formas de cooperação entre o Estado brasileiro, grupos econômicos locais e os grupos

internacionais. Uma análise mais detalhada da estrutura de controle do setor ilustra bem este ponto.

Atualmente, a União Federal possui duas participações diretas relevantes no setor<sup>25</sup>, 50,9% das ações ordinárias da Eletrobrás, associada principalmente ao BNDES que possui ao todo 23,7% do capital votante; e ainda, cerca de 20% das ações ordinárias da Eletropaulo Metropolitana, em associação com a AES proprietária do restante do capital votante. Através da Eletrobrás, a União detém também participações indiretas no sistema CEEE – geração, transmissão e distribuição –, em associação com o estado do Rio Grande do Sul; na Cemmat, associada ao Grupo Rede; e na Cemar, com a PCP Latin America. Diretamente ou através de sua empresa de participações, o BNDES além de ser sócio indireto via Eletrobrás do conjunto de empresas citadas acima e na Companhia Brasileira de Energia (50% da participação) em associação com a AES, possui participações relevantes na Copel (26,4%) e CPFL (8,44%). Interessante notar que o BNDESPar também possuía alguns grandes blocos acionários no setor, porém sem direito a voto, como na Rede Energia (80%), empresa do Grupo Rede que detém o controle da Cemmat, Celpa e Enersul.

Entre os principais grupos estrangeiros atuantes no Brasil neste período, a Iberdrola detém participações na Neoenergia S.A.. Empresa em que o grupo estrangeiro detinha o controle, mas que no período posterior a 2009 perdeu o posto para as participações somadas do Banco do Brasil e Previ. A empresa está entre os 20 maiores grupos econômicos no Brasil e detém o controle das empresas Afluenta Geração e Transmissão, COELBA, COSERN e Itapebi Geração. O outro importante grupo econômico estrangeiro, a Energia de Portugal (EDP), além de controlar a ESCELSA, atua associada à empresa espanhola ENDESA através da Ampla Energia.

No caso do setor petroquímico, as particularidades do setor foram extremamente relevantes no sentido de preservar o setor para o capital nacional, sobretudo pelo fato de contar no mercado interno com uma empresa estatal monopolista do principal insumo petroquímico. Outra característica do setor petroquímico no Brasil é sua concentração em torno dos polos petroquímicos, gerando uma estrutura altamente concentrada espacialmente. Como os incentivos cedidos aos investimentos dos polos desencorajavam outros possíveis projetos concorrentes, a

---

<sup>25</sup> Não foi levada em consideração, devido à dificuldade no levantamento dos dados, a participação da Petrobrás, sobretudo das termoelétricas, no setor. Logo, pode-se dizer que a participação da União Federal no setor está ainda um pouco subestimada nos cálculos deste trabalho.

expansão da indústria ocorreu sob a forma de ondas de investimentos em que a expansão da capacidade tinha como resultado a formação de um novo polo.

Constituído em torno da Petrobrás Química S.A. (Petroquisa) – subsidiária da Petrobrás – a participação estatal no setor ia muito além do suporte financeiro. A Petroquisa em seu auge, centralizava a organização dos projetos de expansão, articulava as fontes de financiamento, coordenava o processo de capacitação tecnológica e geria a estrutura de propriedade e controle do setor, chegando até mesmo a organizar boa parte do comércio exterior através da Interbrás – a antiga *trading* da estatal. Embora a privatização tenha significado em um primeiro momento a quase total retirada da Petrobrás da petroquímica, a não privatização da Petrobrás manteve a estatal como quase monopolista dos insumos petroquímicos no Brasil. Com a saída da Petroquisa e o desinteresse das grandes empresas globais pelo mercado latino-americano, a atuação dos grupos nacionais foi o principal condicionante do processo de reorganização societária, sobretudo a partir do retorno da Petrobrás ao setor.

Em 1990, o Programa Nacional de Desestatização incluiu a petroquímica como um dos setores prioritários no programa de privatização, com a venda das participações da Petroquisa e do BNDES nas centrais e nas empresas de segunda geração. Paralelamente, a reestruturação da indústria petroquímica mundial provocou a retirada de muitas empresas estrangeiras das *joint ventures* criadas dentro do modelo tripartite – típico da constituição do setor no Brasil – resultando na “nacionalização” de muitas empresas da segunda geração devido à saída do sócio estrangeiro (Erber e Vermulm, 1993). O início da reestruturação apresenta duas fases com características bem marcantes, de 1994 até 1999 e de 1999 até 2002 (Pelai e Silveira, 2008). O primeiro momento foi caracterizado pela venda dos ativos estatais, pela diminuição da participação estrangeira em razão da saída de alguns grupos (Nissho Iwai, Mitsubishi, Hoescht e Himont) e pelo desaparecimento de algumas empresas (POLISUL, CPC, PPH, etc.), já incorporadas nos consórcios criados a partir da privatização. O resultado geral deste processo foi a ampliação da participação dos grupos nacionais no setor.

O segundo período, após 1999, representou um momento de maior simplificação e concentração da estrutura empresarial do setor, com os grupos econômicos buscando adquirir o controle integral das empresas em que já possuíam participação. O capital da OPP foi repartido em dois blocos, dividido entre os grupos Odebrecht e Unipar. A Unipar assumiu o controle integral da

planta da OPP no polo de Capuava e da Poliolefinas, passando a se chamar Polietilenos União. O grupo Odebrecht assumiu o controle das unidades da OPP nos polos de Camaçari e Triunfo, ficando com o controle da COPENE. Mais tarde, foram unificados os ativos da Odebrecht, integrando algumas firmas e simplificando a estrutura de capital do grupo, resultando na formação da Braskem. Neste momento, a dispersão da estratégia dos grupos econômicos e a segmentação do setor começaram a dificultar os planos de expansão da petroquímica no Brasil.

Após a venda dos ativos de alguns grupos econômicos de menor porte no setor e algumas tentativas por parte da Petrobrás de reunir os grupos econômicos nacionais restantes no setor em torno de uma só grande empresa – a Quattor Petroquímica – a Petrobrás em sociedade com a Odebrecht, através da Braskem, incorporou os ativos dos demais grupos nacionais sob o comando de uma única empresa (Rocha, 2009). A Braskem iniciou um processo de incorporação de coligadas na estrutura da empresa, reconcentrando os antigos ativos estatais, agora sob a propriedade da empresa. A expansão recente do setor tem sido realizada por meio desta sociedade, resultando na formação da maior empresa petroquímica da América Latina com posição quase monopolística em alguns produtos para o mercado interno.

A petroquímica brasileira após a privatização tornou-se um setor caracterizado pela existência de uma grande empresa nacional, integrada verticalmente em termos de estrutura de propriedade, formada pela associação de um grande grupo econômico proveniente da construção civil e uma empresa estatal. Observando as mudanças provocadas pela privatização pode-se dizer que o processo resultou na transformação de um setor segmentado, caracterizado por empresas de pequeno porte, com capital dividido entre empresas públicas, empresas nacionais e empresas transnacionais, em um setor altamente concentrado, integrado e sobre controle de uma grande empresa formada pela associação entre capital público e um grande grupo econômico nacional.

A privatização da indústria siderúrgica no Brasil foi típica dos casos de sincronia entre o processo de privatização de um setor no Brasil e seu processo de privatização em nível global. Em especial, a siderurgia é marcadamente um setor constituído sob a forte presença estatal, não só no caso brasileiro, como também parte significativa da indústria instalada após a Segunda Guerra Mundial. Logo, não só um grande número de ativos do setor eram postos a venda nos países desenvolvidos, como também todo o parque siderúrgico do Leste Europeu entrava em processo de privatização ao mesmo tempo. Assim como no caso da petroquímica, este fato provavelmente

resultou na presença tímida dos grandes grupos internacionais na privatização brasileira e também no processo de reestruturação posterior.

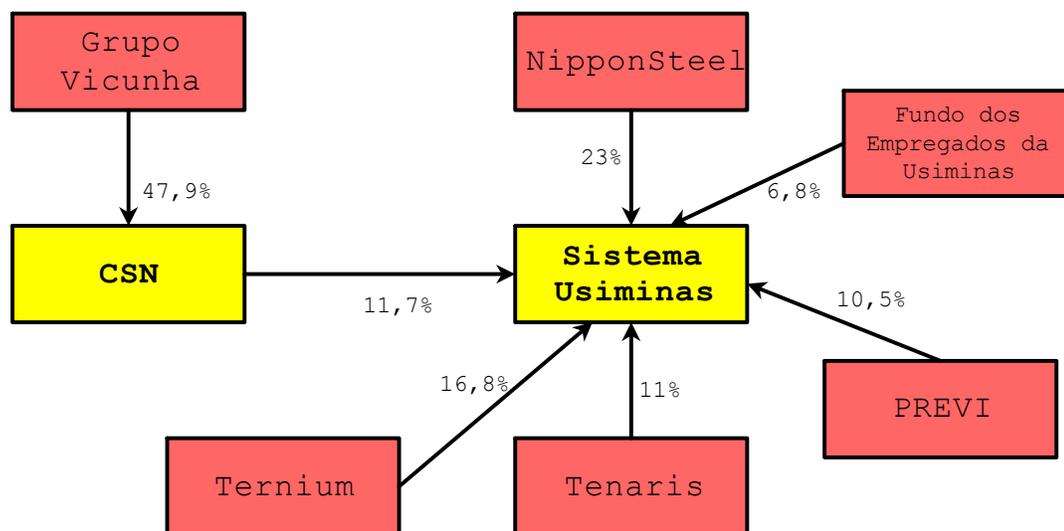
A privatização da siderurgia no Brasil se inicia com o plano de saneamento da Siderbrás, *holding* estatal do setor, em 1988. Ainda no final da década de oitenta foram privatizadas algumas usinas de menor porte – Cosim, Cimetel, Cofavi e Usiba –, arrematadas em grande parte pelo Grupo Gerdau (Andrade *et al.*, 2002). O processo de privatização da siderurgia tomou maior vigor no início da década de noventa com o Programa Nacional de Desestatização, neste período são privatizadas as principais usinas, entre elas a Cosinor, Acesita, Companhia Siderúrgica Tubarão (atualmente incorporada à Arcelor-Mittal), Companhia Siderúrgica Nacional e Cosipa. Nesta fase houve também a intensa participação dos fundos de pensão e outras instituições financeiras na aquisição dos ativos estatais.

Em paralelo aos leilões de privatização, o governo encerrou o controle de preços no setor siderúrgico, o que impulsionou a reestruturação das atividades das empresas com o encerramento de algumas unidades. O processo de reestruturação produtiva atingiu também o aspecto societário, verificando-se a redução do número de empresas e a saída de alguns grupos econômicos a partir de uma série de aquisições realizadas pelos grupos de maior porte. Os primeiros momentos da reestruturação societária foram marcados pela saída dos bancos Bozzano-Simonsens, Bamerindus, Econômico e Unibanco, que haviam participado ativamente dos leilões de venda das participações estatais. A saída destas instituições financeiras resultou em uma intrincada rede de propriedade com diversas participações cruzadas e estruturas piramidais, em parte como resultado do processo de concentração ocorrido (Pinho e Silveira, 1998; Andrade *et al.*, 2002). Posteriormente, houve o esforço no descruzamento das participações acionárias e a redução da presença dos fundos de pensão, que figuraram entre os principais grupos controladores até o início da década de 2000.

A partir do final dos anos noventa observou-se um esforço por parte das associações compradoras das usinas siderúrgicas mais importantes em centralizar o comando sobre seus ativos em companhia *holdings* e verticalizar suas atividades em direção à mineração e ao transporte de cargas. Além do crescimento do grupo Gerdau, houve a formação de dois sistemas integrados e diversificados de empresas a partir das grandes usinas – CSN e Usiminas, representadas pelos boxes amarelos na figura abaixo. Até o final da década de 2000, participava como acionistas do

sistema Usiminas dois importantes grupos nacionais, Camargo Correa e Votorantim, ambos venderam suas participações para os atuais controladores. Houve também uma redução do capital investido da Previ, pulverizando o controle da Usiminas para uma série de acionistas, cujo principal – Nippon Steel – tem 23% das ações ordinárias.

Figura 2 - Estrutura societária resumida do setor de siderurgia



Fonte: Elaboração própria.

No caso da CSN, a Vicunha Siderúrgica S.A., coligada do Grupo Vicunha, aumentou ao longo da década de 2000 sua participação na companhia possuindo atualmente 47,9% do controle da empresa. A CSN passou também a ser uma importante acionista da Usiminas, com 11,7% do capital votante. A CSN atua como a principal produtora nacional de aços planos, além de possuir ativos nos setores de mineração e de transporte ferroviário; esta, aliás, foi a trajetória de verticalização seguida por outras empresas siderúrgica, como será tratado adiante. O processo de consolidação do Grupo Vicunha como principal acionista da empresa envolveu o descruzamento acionário entre as ações do grupo na Vale e as ações da Vale na CSN e a aquisição de ativos da PREVI, CBS (fundo de previdência complementar dos empregados da CSN) e do BRADESPar (fundos de investimento do Banco Bradesco) em 2000.

A reestruturação societária do setor teve também como características o esforço dos diversos controladores em centralizar seus ativos e em reduzir o escopo de suas atividades produtivas. A possível exceção fica por conta do grupo indiano Arcelor-Mittal, que no Brasil atua nas áreas de aços longos, aços planos inoxidáveis, fio-máquina, trefilados e arames. O grupo Gerdau, por

outro lado, concentrou todos seus esforços durante a privatização em adquirir as participações estatais no segmento de aços longos, tornando-se líder nacional no segmento. Como muitas empresas da indústria siderúrgica e de mineração também verticalizaram suas atividades, a composição societária destes setores, juntamente com logística de transporte e fertilizantes, tiveram suas dinâmicas fortemente atreladas às estratégias dos grandes grupos nacionais nestes setores. Houve a partir deste movimento, uma interpenetração dos controladores dos setores siderúrgico, ferroviário, fertilizantes e de mineração seguindo a lógica de integração produtiva de alguns grupos econômicos.

Excluindo o segmento de extração de petróleo da análise, cuja trajetória da Petrobrás será tratada com maior detalhe no capítulo seguinte, a avaliação das empresas de mineração<sup>26</sup> indica a consolidação de empresas nacionais diversificadas na indústria extrativa e a consolidação de algumas grandes mineradoras sobre comando de fundos financeiros de origem nacional. Após a privatização, iniciou-se na indústria de mineração um processo de reestruturação societária semelhante aos tratados anteriormente, resultando na formação de cinco grandes *holdings* no setor: Paranapanema S.A., Vale, Votorantim Metais, Sistema Anglo American/MMX e Companhia Siderúrgica Nacional.

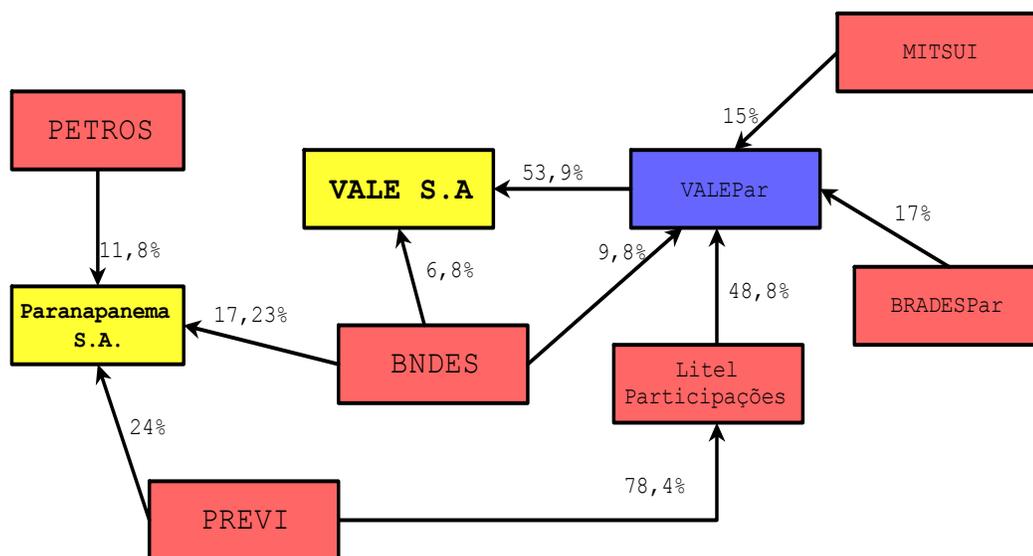
Apesar da atuação geralmente em mais de um segmento, as empresas vêm concentrando suas atividades em um número não muito amplo de minerais. A concentração mundial do setor ao longo da década de noventa – sobretudo na produção de minério de ferro e níquel – resultou na procura por jazidas competitivas globalmente, reduzindo a possibilidade de muitas empresas atuarem de forma global em vários segmentos da mineração. No caso brasileiro, o crescimento internacional das *holdings* de mineração, e o fato de suas estratégias estarem cada vez mais pautadas globalmente, alinhou parte da conduta das empresas dentro do mercado interno com as tendências mais gerais da indústria de mineração, visando a redução da diversificação horizontal e uma estratégia agressiva de aquisições. No caso dos grupos estrangeiros a estratégia de penetração no mercado nacional foi na maioria dos casos sob a forma de associação com grupos locais, sobretudo no caso do sistema Anglo American/MMX.

---

<sup>26</sup> A análise será focada principalmente nos segmentos de extração de minérios de ferro, manganês, bauxita, estanho, zinco, níquel e cobre.

As duas maiores holdings, a Vale S.A. e a Parapananema S.A. – representadas na figura abaixo pelos boxes amarelos – possuem a estratégias de negócios mais diversificadas, atuando também em fertilizantes, siderurgia e energia –, além do fato da Vale S.A. estar entre as líderes mundiais em minério de ferro. Ambas as empresas possuem capital relativamente pulverizado, sobretudo em relação ao padrão brasileiro, e tem importantes participações dos fundos públicos e sindicais – como o BNDESPar, Previ e Petros – entre os controladores, representados pelos boxes vermelhos. A Vale, após a privatização, passou a ser majoritariamente controlada pela *holding* financeira Valepar, controlada pela Litel Participações S.A., fundo de investimento controlado pela Previ. Entre os controladores da Vale, também figuram o grupo japonês Mitsui e o Bradesco, que até recentemente exercia de fato o papel de controlador através de um acordo entre acionistas, o qual delegava ao banco o papel de nomear o presidente da empresa. A pressão exercida pelo governo do Partido dos Trabalhadores em exercer um controle maior sobre a Vale culminou no rompimento do acordo entre acionista que delegava a indicação do presidente da empresa (Lazzarini, 2011), após outros episódios de participação ativa dos fundos públicos na aquisição de maior controle via participação acionária.

Figura 3 - Estrutura societária resumida do setor de mineração



Fonte: Elaboração própria.

Avaliando a atuação dos grupos por área, no segmento de minério de ferro os principais produtores nacionais são a Vale, CSN e Anglo American/MMX. Após o descruzamento acionário com a CSN, a Vale iniciou uma estratégia de aquisição neste segmento, adquirindo o controle das

antigas empresas públicas Caemi Mineração e Metalurgia e Samarco. Entre os grupos locais a Vale é a que atua no maior número de segmentos, tendo uma participação significativa na produção de minério de ferro, manganês, cobre e bauxita. Recentemente a empresa iniciou um processo de expansão para o setor de fertilizantes, a partir da mineração de potássio, reproduzindo uma estratégia de diversificação semelhante a da Petrobrás a partir da base química. O sistema MMX/Anglo American representa o conjunto de empresas do grupo estrangeiro no Brasil em associação com o arrivista pós-privatização Eike F. Batista, que controla o grupo de empresas do sistema MMX. A Anglo American, além da extração de minério de ferro, atua também em âmbito nacional na produção de níquel, através da Codemin, dividindo com o grupo Votorantim quase a totalidade da produção do mineral.

O grupo Votorantim, por sua vez, concentrou suas atividades na produção de níquel – 49,2% do total nacional (IBRAM, 2009) – bauxita e zinco, sendo que neste último possui quase o monopólio nacional. O grupo ainda diversificou suas atividades para um conjunto de segmentos da mineração relacionados à produção de cimento e outros insumos para a construção civil. A principal atividade da CSN na mineração refere-se à extração de ferro da mina Casa de Pedra em Minas Gerais, integrada com a planta siderúrgica de Volta Redonda através do modal logístico controlado também pela empresa. A CSN atua também na extração e fundição de estanho através da coligada Estanho de Rondônia.

A Paranapanema S.A. é controlada por um consórcio de fundos de investimentos, destacando o fato de que entre os principais controladores estão os fundos públicos e sindicais. A companhia concentrou suas atividades na verticalização das atividades a partir do cobre, inicialmente pela incorporação da Caraíba Metais, e posteriormente reunindo os ativos do segmento sob a empresa Eluma, controlada pelo mesmo grupo. Também integrou seus ativos na área de minerais não metálicos para o setor de fertilizantes, através da Cibrafertil. A diversificação da Paranapanema e da Vale em direção ao mercado de fertilizantes agrícolas tem reproduzido esta mesma estrutura societária também para este setor. Por outro lado, o setor de fertilizantes também é alvo da Petrobrás, a partir de sua estratégia de diversificar suas atividades com base na produção de nitrogenados; em todo caso, pelo que tudo indica, o setor de fertilizantes no Brasil tem se reestruturado após a privatização reproduzindo as mesmas formas de associação entre capitais descritas.

A reorganização do setor de transporte ferroviário teve seu início ainda na década de oitenta com a reestruturação da dívida da Rede Ferroviária Federal S.A. (RFFSA) e a divisão das atividades da empresa nas áreas de transporte de cargas e de passageiros. A RFFSA foi incluída no Programa Nacional de Desestatização em 1992, sob a forma de malhas ferroviárias independentes. A existência de malhas pertencentes à RFFSA sem conexão entre si e com tamanhos de bitola diferentes foram as principais justificativas para a segmentação das concessões. A RFFSA foi então dividida em seis malhas regionais: Malha Oeste, Centro-Leste, Sudeste, Nordeste, Sul e Ferrovia Tereza Cristina. O tamanho máximo do maior bloco acionário foi limitado a 20% (40% para a Malha Nordeste), tendo como resultado a formação de consórcios amplos para a aquisição das malhas regionais. O processo de reestruturação societária envolveu basicamente a saída de algumas empresas destes consórcios após os leilões e a ocupação destas posições pelos usuários da malha ferroviária.

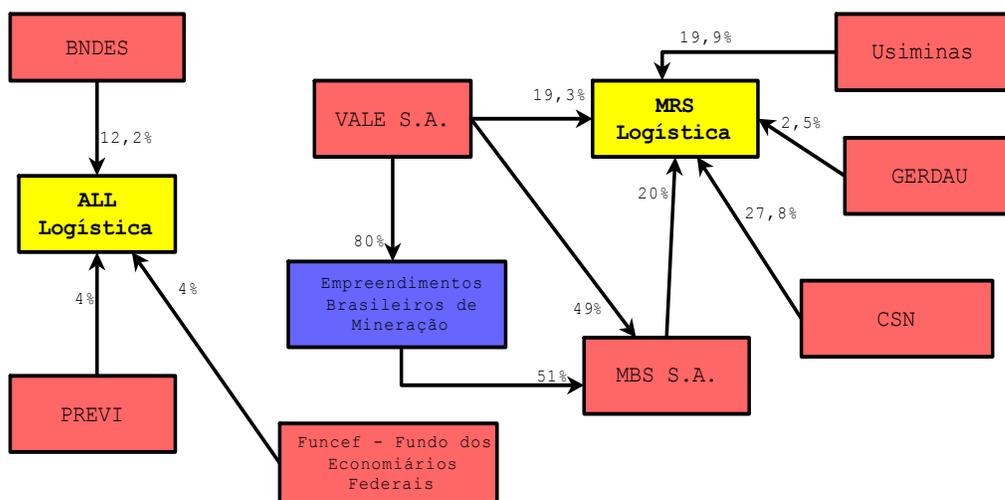
A reestruturação societária do setor foi caracterizada, deste modo, pela verticalização das empresas siderúrgicas e mineradoras para a área de logística ferroviária. A falta de um marco regulatório claro sobre a concessão de serviços ferroviários nos primeiros anos e a excessiva concentração da pauta de produtos transportados pelas ferrovias, sendo que somente a soma de minério de ferro e produtos siderúrgicos corresponde a cerca de 70% da carga total transportada, podem ter contribuído também para o processo de verticalização do transporte ferroviário. O processo de verticalização também se deu a partir da estratégia da Vale em assumir o controle sobre sua logística ferroviária através de ferrovias próprias.

A exceção foi a ALL Logística, empresa especializada em logística multimodal. A empresa concentrou suas aquisições no setor consolidando suas posições de controle sobre as malhas regionais das regiões Sul, Norte, Oeste e a malha Paulista; dessa forma, integrou seus modais logísticos no Brasil, Argentina e Uruguai (Villar e Marchetti, 2007). Esta foi a única empresa especializada em logística a atuar diretamente na reestruturação do setor. Apesar de formada a partir de um consórcio de fundos estrangeiros, a controladora ALL Logística S.A., após seu processo de reestruturação societária, passou a ter o BNDESPar como principal acionista, com 12,21% do capital total. O fundo de participação do BNDES adquiriu parte dos blocos acionários da Previ e da Funcef durante o processo de consolidação dos ativos da companhia, que fundiu a Brasil Ferrovias S.A. com a Ferrovia Novoeste S.A. (Ernst & Young, 2008). Com esta operação a

ALL unificou o comando sobre as malhas Sul, Oeste e a malha Paulista, através da Ferrovias Bandeirantes S.A. (Ferroban), ligando a região Centro-Oeste ao Porto de Santos.

Os demais grupos controladores – representados pelos boxes vermelhos abaixo – têm sua participação no setor ferroviário através da participação em empresas da indústria siderúrgica e mineradora. Há ainda importantes trechos da rede ferroviária nacional controlados pela Vale, sobretudo na região Norte. A companhia, além de controlar a Estrada de Ferro Carajás (EFC) e a Vitória-Minas (EFVM), possui também participação acionária na MRS Logística S.A., *holding* formada por usuários da malha sudeste para exercer o controle sobre a concessão.

Figura 4 - Estrutura societária resumida do setor ferroviário



Fonte: Elaboração própria.

A MRS Logística é formada pela CSN – que além desta participação detém o controle da Companhia Ferroviária do Nordeste (CFN) –, Vale, Usiminas, Gerdau e Mineração Brasileiras Reunidas, empresa controlada pela Vale e Empreendimentos Brasileiros de Mineração, empresa cuja Vale é a principal acionista ao lado de alguns grupos econômicos japoneses envolvidos em siderurgia. A MRS possui a concessão sobre o trecho mais rentável da rede ferroviária nacional, a Malha Sudeste está interconectada com a Ferrovia Centro-Atlântico (Malha Centro-Leste, atualmente também sobre o controle da Vale), Ferroban, EFVM e os portos de Santos, Rio de Janeiro e Sepetiba, interligando os principais centros industriais aos portos da região sudeste.

Portanto, atualmente a antiga RFFSA encontra-se dividida quase totalmente entre a ALL, MRS, além dos ativos controlados pela CSN e a Vale S.A.. Recentemente, a constituição da empresa

pública Valec Engenharia, Construção e Ferrovias S.A. para a expansão da malha ferroviária, como os projetos das ferrovias Norte-Sul e Bahia-Oeste por exemplo, deve resultar não só no aumento da participação dos fundos públicos no setor durante, como também deve possibilitar a maior participação dos grupos nacionais no transporte ferroviário através do regime de concessões.

Além dos setores tratados com maiores detalhes, o setor de telecomunicações merece alguns comentários, sobretudo por ilustrar um caso em que as debilidades dos grupos econômicos nacionais foram mais presentes. A introdução da telefonia móvel e a convergência entre os serviços de internet banda larga e televisão a cabo constituiu uma barreira considerável às possibilidades de comprometimento financeiro dos grandes grupos econômicos. Principalmente, levando em consideração que muitos já estavam engajados na consolidação de suas posições nos demais setores privatizados.

O resultado foi a progressiva saída de alguns grupos econômicos brasileiros do setor, como no caso das Organizações Globo. O panorama atual do setor é basicamente a disputa entre as empresas estrangeiras Telmex, Tim, e a espanhola Telefónica. Recentemente, o BNDESPar e a Previ, em uma operação com a Andrade Gutierrez e o grupo Jereissati, assumiram o controle de uma importante empresa de telefonia (Oi S.A.), indicando o interesse do governo em expandir a participação nacional no setor. Embora seu *market share* ainda seja inferior ao das empresas estrangeiras – 18% contra aproximadamente uma média de 25% das outras três principais concorrentes em telefonia móvel – a movimentação dos fundos públicos parecem ter garantido a existência de pelo menos uma grande empresa brasileira no setor.

Outro setor que merece um comentário à parte é o aeronáutico. O setor se resumia basicamente a uma grande empresa pública, a Embraer, que articulava empresas de pequeno e médio porte especializadas na prestação de serviços e fornecimento de insumos a Embraer. Atualmente a empresa é controlada pela Previ, com aproximadamente 10,4% das ações, seguida por uma série de fundos de investimentos nacionais e estrangeiros, detendo em média 6% das ações – entre os quais o BNDESPar. A empresa será analisada com mais detalhe também no capítulo seguinte.

Observando um conjunto dos maiores grupos econômicos de origem nacional ao longo das quatro últimas décadas é possível visualizar algumas questões interessantes. As principais mudanças

referem-se às fusões de certos grupos econômicos e a passagem da propriedade pública sobre alguns grandes complexos industriais para o controle de associações, geralmente envolvendo o capital privado, fundos de pensão e alguns fundos públicos – conforme a tabela abaixo. Neste processo algumas grandes empresas foram absorvidas por estas associações, como foi descrito anteriormente, e alguns grupos perderam importância em meio ao processo de concentração e centralização do capital.

Em conjunto, o processo de privatização concentrou os esforços de crescimento dos grandes grupos econômicos nos setores com forte presença estatal – notadamente infraestrutura, insumos básicos e serviços. O processo de reestruturação societária posterior à privatização foi, neste sentido, um momento fundamental no processo de concentração e centralização do capital no Brasil, seguindo justamente a trajetória aberta pelo crescimento das empresas públicas e os mecanismos de centralização do capital-dinheiro.

**Tabela 1 - 10 maiores grupos econômicos brasileiros (1975/2005)**

1975		1985		1995		2005	
Grupos Econômicos	Setor						
<b>Petrobrás</b>	petróleo	<b>Petrobrás</b>	petróleo	<b>Petrobrás</b>	petróleo	<b>Petrobrás</b>	petróleo
<b>Vale do Rio Doce</b>	mineração	<b>Vale do Rio Doce</b>	mineração	<b>Vale do Rio Doce</b>	mineração	<b>Vale</b>	mineração
<b>Companhia Siderúrgica Nacional</b>	siderurgia	<b>Companhia Siderúrgica Nacional</b>	siderurgia	<b>Companhia Siderúrgica Nacional</b>	siderurgia	<b>Votorantim</b>	diversificado
<b>Cosipa</b>	siderurgia	<b>Cosipa</b>	siderurgia	<b>Açominas</b>	siderurgia	<b>Gerdau</b>	siderurgia e metalurgia
<b>Usiminas</b>	siderurgia	<b>Copene</b>	petroquímica	<b>Copene</b>	petroquímica	<b>Companhia Siderúrgica Nacional</b>	siderurgia
<b>Camargo Correa</b>	construção civil	<b>Usiminas</b>	siderurgia	<b>Usiminas</b>	siderurgia	<b>Usiminas</b>	siderurgia
<b>Belgo Mineira</b>	mineração	<b>Camargo Correa</b>	construção civil	<b>Andrade Gutierrez</b>	construção civil	<b>Odebrecht</b>	diversificado
<b>Ind. Matarazzo Reunidas</b>	diversificado	<b>Companhia Siderúrgica Tubarão</b>	siderurgia	<b>Votorantim</b>	diversificado	<b>Camargo Correa</b>	construção civil
<b>Votorantim</b>	diversificado	<b>Votorantim</b>	diversificado	<b>Aracruz Celulose</b>	papel e celulose	<b>Embraer</b>	material de transporte
<b>Brahma</b>	bebidas	<b>Suzano</b>	papel e celulose	<b>Cosipa</b>	siderurgia	<b>Andrade Gutierrez</b>	diversificado

Fonte: Revistas EXAME; VALOR.

Analisando a reestruturação ocorrida na indústria brasileira após a privatização pode-se visualizar como o movimento das empresas públicas, bancos públicos e os fundos de pensão das empresas públicas resultou no fortalecimento dos grandes grupos econômicos brasileiros e em sua inserção em novas fronteiras de acumulação. Neste sentido, embora as intenções sobre a privatização não estivessem em plena consonância com os resultados do processo, seus resultados concretos foram o fortalecimento e a diversificação do grande capital brasileiro, ainda que, tratando-se da divisão internacional do trabalho, este movimento não tenha representado grandes avanços. Quando observados do ponto de vista da evolução dos grupos econômicos brasileiros, pode-se então perceber a continuidade da política econômica brasileira ao longo das últimas décadas – apesar das idas e vindas – em fortalecer o capital local, sobretudo o grande capital.

Embora deixe de fora alguns grupos econômicos que ganharam importância nas últimas décadas e não tiveram sua estratégia diretamente ligada aos ativos privatizados, o levantamento não exaustivo realizado sobre o movimento do capital nacional após a privatização aponta para uma parte importante do processo de centralização. Primeiramente, a reestruturação societária fez parte de um movimento amplo de aumento da capitalização das empresas listadas na Bovespa; o que em paralelo, permitiu também o crescimento dos mecanismos acionados durante o processo de centralização de capital, tais como o BNDESPar e os fundos de previdência complementar, que puderam ampliar seus investimentos em empresas coligadas. Logo, assim como seus congêneres estrangeiros, os fundos de investimento nacionais tornaram-se peças chave no mercado de capitais locais e sua dinâmica esteve fortemente atrelada ao movimento descrito acima. Desta forma, estas instituições e suas mudanças merecem uma atenção mais detalhada devido ao incremento do volume de recursos financeiros manejados.

## **2.2. FINANCEIRIZAÇÃO DA RIQUEZA, FUNDOS PÚBLICOS, FUNDOS SINDICAIS E GRUPOS ECONÔMICOS**

O processo de compra dos antigos ativos estatais inseriu um conjunto de instituições nacionais nos ganhos relacionados a um processo muito mais amplo de multiplicação mundial do estoque de ativos financeiros – isto é, ações, debêntures, títulos de dívidas públicas e privadas e aplicações bancárias – o que proporcionou um significativo crescimento patrimonial das instituições envolvidas. Do final da década de 1990 até o final da década passada, o estoque de riqueza financeira mundial cresceu de aproximadamente 90 trilhões de dólares para cerca de 200

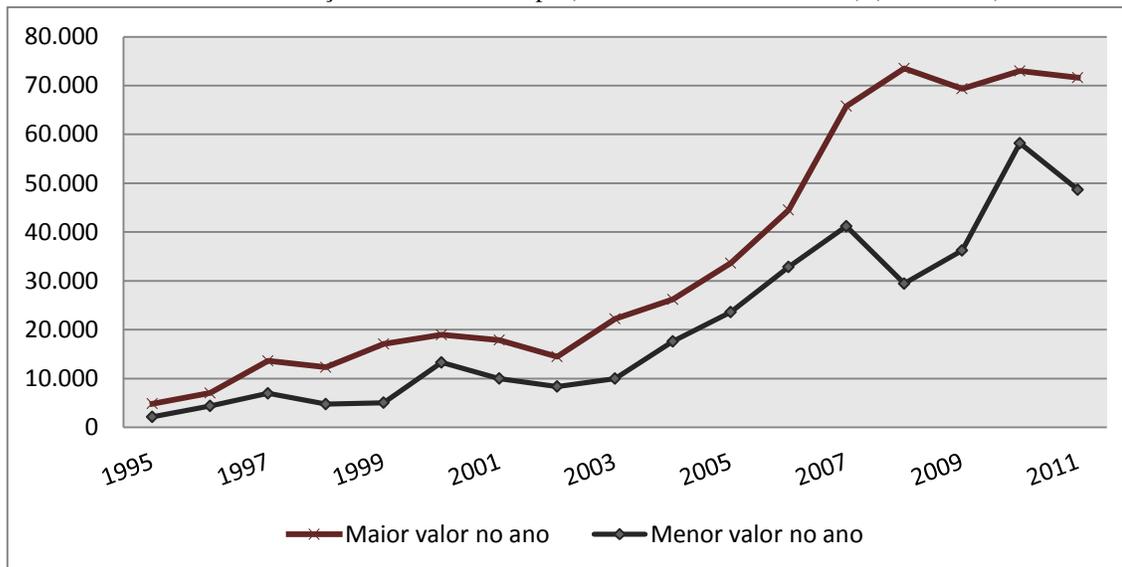
trilhões de dólares (Paulani, 2009b), alterando o equilíbrio de força entre as frações da burguesia internacional. No plano internacional, este processo foi seguido pelo alinhamento institucional – em diversos graus – entre as diversas economias mundiais aos imperativos da integração mundial dos mercados financeiros.

Durante a fase de crescimento do valor do estoque de ativos, algumas instituições desempenharam um papel de predominância a partir da centralização dos recursos financeiros, como fundos mútuos, fundos previdenciários, fundos *hedge*, entre outros “investidores institucionais” que tornaram-se os grandes mecanismos de centralização de capital-dinheiro no período recente (Chesnais, 2005). De forma semelhante, e ainda que guardada as devidas proporções, o mercado de títulos no Brasil produziu ao longo do processo descrito um conjunto próprio de instituições típicas do capitalismo financeiro – tais como fundos de investimento, fundos de pensão complementar e companhias *holdings* – que assim como seus pares, também tiveram seu patrimônio substancialmente ampliado em virtude da valorização do estoque de riqueza financeira. Embora o porte destes fundos seja pequeno em relação aos países do centro capitalista, alguns se consolidaram como atores regionais de grande porte, como a Previ e o BNDESPar, sendo ambos os maiores fundos de investimento na América Latina.

Se a economia brasileira aderiu a uma série de transformações no capitalismo mundial no final do século passado, como a “desestatização” da economia e a liberalização dos fluxos comerciais e financeiros, por outro lado, vale destacar como o processo também é moldado a partir “de dentro”, isto é, a partir da dinâmica própria adquirida pela estrutura econômica brasileira durante as transformações do capitalismo mundial. De modo geral, as tendências seguidas pela bolsa de valores brasileira – aumento da circulação de títulos, integração com os mercados estrangeiros, crescimento do estoque de investimento estrangeiro – não foram muito distintas das tendências das demais bolsas, o que chama atenção é o volume atingido e o papel desempenhado pelas instituições financeiras locais nestas mudanças. Se o mercado de capitais em geral tornou-se neste período mais integrado com os mercados internacionais, o mercado acionário brasileiro convergiu pouco para o modelo anglo-saxônico, permanecendo concentrado e caracterizado pelo controle estatal e familiar de grande parte das cadeias de comando sobre o capital que se entrecruzaram na bolsa de valores. Por outro lado, cresceu a participação do capital estrangeiro entre os acionistas minoritários não votantes.

O fim do período de auge da privatização marca também a consolidação do processo de concentração do mercado de títulos na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), criando posteriormente um único mercado doméstico de títulos (BM&FBovespa). A migração de toda a liquidez dos diversos mercados domésticos de títulos (BM&F, Boverj, etc.) para a BM&FBovespa, significou uma maior integração destes mercados e maior liquidez dos títulos negociados, mas também permitiu concentrar os recursos que fluíam a partir do Programa Nacional de Desestatização para um só mercado. A privatização, neste sentido, representou não só uma vasta canalização de recursos para a Bolsa de Valores, como também, por consequência da ampliação das ações negociáveis, um processo de desconcentração das operações (Arruda, 2011).

Gráfico 2 - Evolução anual do Ibovespa (maior e menor valor anual) (1995/2011)

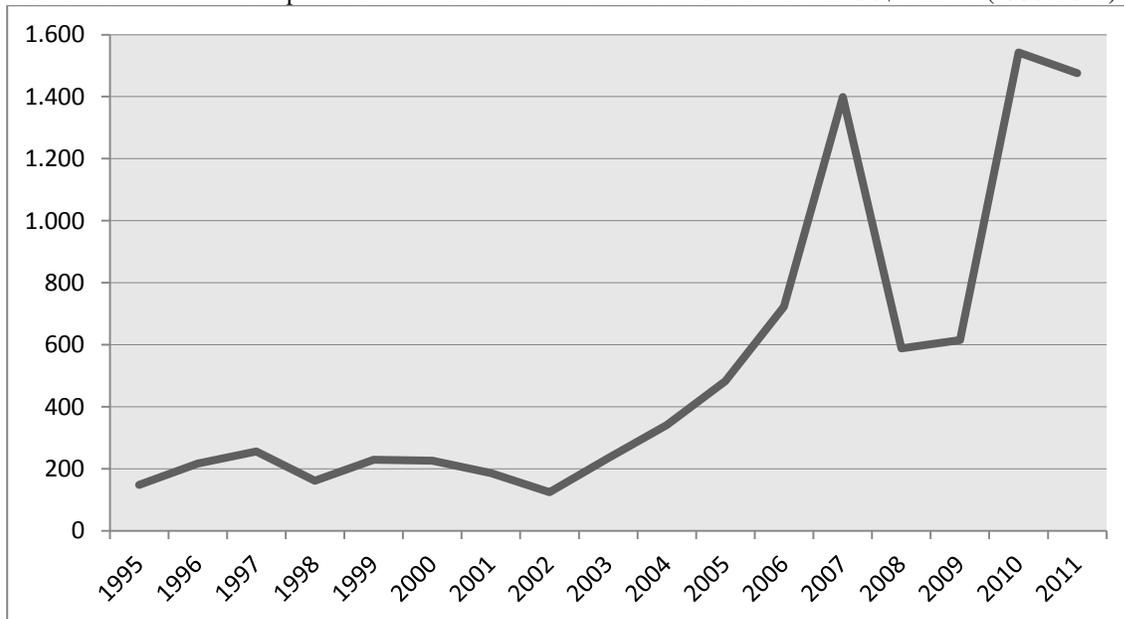


Fonte: BM&FBovespa.

Avaliando a evolução do valor da capitalização da Bovespa, pode-se perceber que, embora o número de empresas listadas tenha permanecido praticamente estável, o valor capitalizado pela Bolsa de Valores subiu de forma considerável, levando a Bovespa a ocupar a décima posição entre as bolsas mundiais (terceira maior entre os “emergentes”) em volume de capitalização de mercado (BM&FBovespa, 2011). O que fornece uma dimensão quantitativa do crescimento dos fundos envolvidos no mercado acionário brasileiro. Em paralelo ao início de reestruturação dos setores privatizados, as companhias de capital aberto, sobretudo aquelas controladas pelos grandes grupos econômicos, atuaram ativamente na remodelagem da legislação sobre as

empresas listadas em bolsa. As companhias abertas se posicionaram buscando moldar a institucionalidade do mercado acionário brasileiro, com características menos próximas do modelo de *corporate governance* anglo-saxônico do que era considerado ideal pelos porta-vozes do mercado financeiro (Grün, 2003).

Gráfico 3 - Valor das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo em US\$ bilhões (1995/2011)



Fonte: BM&FBovespa

Ao longo da segunda metade dos anos 1990 tomou forma o projeto de reforma da Lei nº 10.303 (“Lei das S.As”), que regulamenta sobre o mercado acionário e as sociedades anônimas. A Lei aprovada em 2001 altera as Leis 6.404 e 6.385 de 1976, que também regulamentavam sobre o mercado de valores mobiliários e as sociedades anônimas. Inicialmente, o sentido da alteração dos dispositivos das leis anteriores visava à implantação de critérios mais rigorosos de *accountability* e uma melhor proteção aos pequenos acionistas – buscando se aproximar do modelo anglo-saxão. Porém, durante o andamento dos debates sobre a Lei, as mudanças acabaram ficando muito aquém do pretendido pelos defensores da “boa governança corporativa”. Descartou-se a eliminação de ações sem direito a voto, entretanto criou-se uma série de regras sobre as vantagens que as ações preferenciais passariam a possuir – inclusive sobre a distribuição mínima de dividendos – e a proporção máxima entre ações preferenciais e ordinárias permitida. O efeito mais imediato da nova regulação foi o encarecimento do custo da manutenção das empresas em mercado aberto e o fechamento de capital de algumas (Gorga, 2008; Black *et alli*, 2008).

Uma análise sobre os vetos sofridos pela Lei demonstra que, na maior parte dos casos, foram vetados os artigos referentes à interferência externa direta – via CADE, por exemplo – sobre as normas de contabilidade e formação dos conselhos administrativos, e os artigos que visavam fornecer às ações preferenciais maior participação na eleição dos conselhos. No caso dos vetos, a movimentação das empresas de capital aberto também foi importante em definir os moldes da reforma da legislação a governança corporativa, sobretudo em restringir as diferenças entre ações com ou sem direito a voto e a proteção aos acionistas minoritários, assim como em resguardar a autonomia das empresas em definir seus conselhos deliberativos. Deste modo, acabou-se optando por um modelo de transição semelhante ao alemão<sup>27</sup>, criando níveis diferenciados de governança, deixando à escolha das empresas a opção de migrar ou não para os níveis de “melhor governança”.

Na prática, os principais resultados das medidas foram dificultar a contestação do controle, geralmente familiar, por parte de sócios menores e dos acionistas não votantes; e deve-se lembrar de que, no caso dos grandes grupos econômicos, muitos dos sócios não votantes e “minoritários” são geralmente fundos públicos. A partir da privatização, os fundos de pensão e os fundos públicos – Banco do Brasil e BNDES, principalmente – tornaram-se atores chave no processo de reestruturação dos grupos econômicos e estão entre os principais sócios dos grupos que apresentaram maior crescimento patrimonial. Neste sentido, a contextualização das mudanças ocorridas nos fundos de pensão revela aspectos fundamentais a respeito da estrutura atual do grande capital brasileiro.

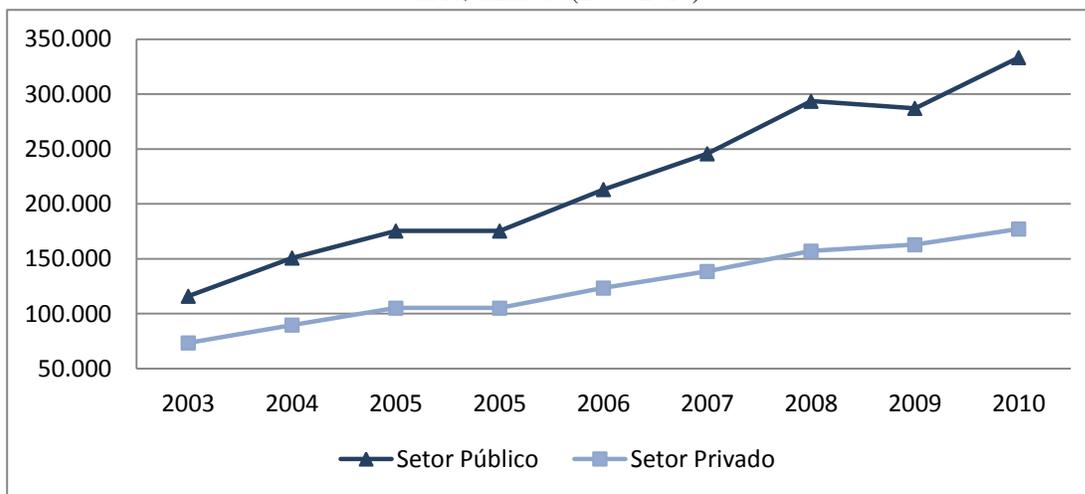
Embora as empresas fechadas de previdência complementar não sejam algo novo, o aumento da importância destes fundos está ligado diretamente à valorização de seus ativos financeiros. A partir das últimas décadas, com a valorização do patrimônio controlado pelos fundos de pensão, os sindicatos procuraram aumentar seu controle sobre a previdência complementar, sobretudo das empresas públicas, e formar quadros específicos para a gestão dos fundos. O crescimento dos fundos de previdência concentrou-se principalmente naqueles instituídos e patrocinados pelo

---

<sup>27</sup> No caso alemão, o mercado aberto sofreu uma segmentação de acordo com os requisitos cobrados das empresas. Isto significou a diferenciação do mercado de acordo com os critérios de governança em quatro mercados diferentes: *Amtlicher Handel*, *Geregelter Markt*, *Freiverkehr* e *Neuer Markt* (Becht e Böhmer, 2001). A reforma na legislação brasileira procurou adotar esse padrão, criando quatro níveis de governança, cujas mudanças mais importantes nos mercados com melhores qualificações se referem ao número mínimo de ações circulantes e a adoção do critério *one vote - one share*.

setor público, justamente o setor em que os sindicatos mantiveram-se mais fortes durante a década de 1980 e 1990, servindo de base para o fortalecimento da Central Única dos trabalhadores (CUT). A importância adquirida pelos fundos nas estratégias sindicais ainda se revela na pressão exercida pelos sindicatos para participação nos conselhos dos fundos fechados de previdência complementar instituídos pelo setor financeiro privado.

Gráfico 4 - Evolução dos ativos financeiros das empresas fechadas de previdência complementar por setor instituidor em R\$ milhões (2003/2010)



Fonte: MPS/Dataprev

Porém, talvez o fato mais relevante tenha sido a construção de um discurso próprio sobre o papel dos fundos sindicais e de sua inserção na economia brasileira. Ao longo dos anos 1990, os sindicatos formularam uma perspectiva própria sobre a ação sindical em relação aos fundos de pensão, dentro de um discurso mais amplo sobre a reestruturação do sindicalismo e de suas estratégias. Sendo ainda, que o “Sindicalismo-CUT” se projeta em um plano político mais amplo, associado à trajetória e a perspectiva adotada pelo Partido dos Trabalhadores (Cardoso, 2003; Ridenti, 2006). Desse modo, embora seja através de posições negociadas, os fundos de pensão – via as centrais sindicais – estão inseridos dentro do aparelho institucional que o Estado brasileiro consegue manejar; sendo que no caso dos fundos de pensão de empresas públicas, de fato, o poder executivo tem capacidade de nomeação dos conselheiros das empresas fechadas de previdência complementar através das empresas estatais.

Os anos 1990 marcam essa mudança na postura, de uma posição mais combativa em relação à previdência complementar para uma postura mais associada ao “sindicalismo de resultados”. A reconstrução da estratégia sindical ao longo dos anos 1990 responde tanto ao crescimento de

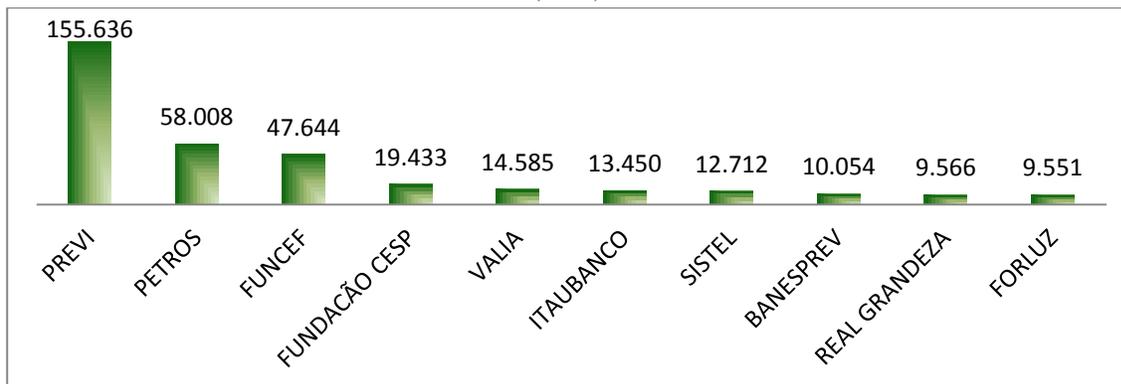
outra central sindical de alcance nacional, e caracterizada pelo alinhamento com a posição governista – a “Força Sindical” – como também à reorganização do trabalho e o enfraquecimento dos sindicatos (Oliveira; 2007; Boito Jr., 1998). Os efeitos da desregulamentação da legislação trabalhista, da abertura da economia, das privatizações e do crescimento da outra central sindical, motivaram a adoção de um discurso mais pragmático por parte da CUT – passando a adotar uma estratégia de “acomodação aos limites da sociedade capitalista” (Ferraz, 2006). Os fundos de pensão, que já faziam parte do discurso da Força Sindical, passaram então a serem vistos como um elemento necessário ao complemento da previdência pública, dado os “limites do Estado de Bem-Estar”, e também como um elemento novo na ação sindical, servindo aos sindicatos como instrumento de interferência sobre o rumo das empresas.

Neste sentido, o Sindicalismo-CUT passa a se orientar dentro de uma perspectiva de maior diálogo com o governo e de buscar através da ação sindical amenizar os efeitos da desregulamentação econômica, da reestruturação produtiva e da financeirização da riqueza. A aproximação dos sindicatos do processo de privatização através dos fundos de pensão é inserida neste contexto, justificada como forma de ampliar a participação dos trabalhadores sindicalizados, principalmente aqueles das empresas estatais, nos rumos das empresas privatizadas. Dentro da lógica adotada de ação sindical, os fundos de pensão são por um lado um mecanismo de proteção ao trabalhador e, por outro, uma forma de inserção dos sindicatos nos centros decisórios da economia. A partir do final da década de 1990, a CUT começou a construir um discurso próprio sobre os fundos de pensão, centrada na ideia de que “por meio da gestão dos fundos de pensão, os sindicalistas seriam capazes de exercer o controle e a regulação dos mercados, contribuindo para moralizar o capitalismo”, em particular, que os fundos poderiam ser um instrumento para contrabalancear o “processo de financeirização”<sup>28</sup> (Jardim, 2011).

---

<sup>28</sup> O Livro de 2002 organizado por Adacir Reis representa um marco significativo. Além de sistematizar o debate sobre o assunto da previdência complementar e a estratégia sindical. O livro contém artigos de alguns quadros sindicais que vieram a participar de posições importantes dentro do governo ou nos próprios fundos, como Luíz Gushiken, Sérgio Rosa (presidente da Previ de 2003/2010), além do coordenador do livro Adacir Reis, posteriormente secretário de previdência complementar de 2003 a 2006 (Jardim, 2011).

Gráfico 5 - Principais empresas fechadas de previdência complementar em volume de investimentos em R\$ milhões (2011)



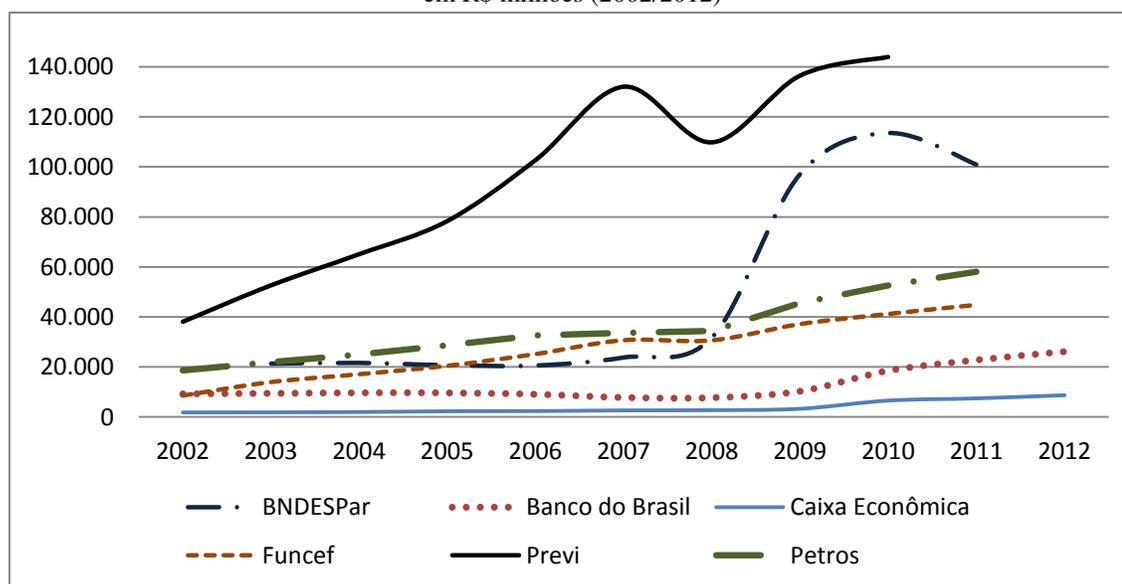
Fonte: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (2011).

Pode-se perceber pelo gráfico a concentração existente nos ativos controlados pelos fundos, com clara liderança dos fundos instituídos pelo setor público: Previ, patrocinada pelo Banco do Brasil; Petros, patrocinada pela Petrobrás; Funcef, patrocinada pela Caixa Econômica Federal; Real Grandeza, patrocinada por Furnas e Eletronuclear e Forluz, patrocinada pela Cemig. Além destes, vale lembrar que a Valia é instituída e controlada pela Vale, que por sua vez é controlada pela Previ. A Sistel e a Fundação Cesp são patrocinadas pelas empresas dos setores de telecomunicações e eletricidade respectivamente. A Fundação Itaubanco e a Banesprev são patrocinadas por um conjunto de empresas bancárias, que através da nomeação ou do direito de veto controlam estes fundos, ou seja, fundos de administração privada. Embora, como já ressaltado, em todos eles os sindicatos pressionem por maior participação nos conselhos.

Logo, o controle dos principais fundos de patrocínio público é realizado pelos sindicatos dos bancários, petroleiros, eletricitários-RJ, sindicatos tradicionalmente ligados à CUT. A Sistel elege o conselho deliberativo a partir do voto de participantes e assistidos, geralmente entre trabalhadores de diversas empresas do setor – e respaldados pelos sindicatos; enquanto que na Fundação Cesp – que reúne o fundo previdenciário dos eletricitários-SP, ligado à Força Sindical – os assentos do conselho deliberativo são divididos entre representantes dos patrocinadores e dos participantes e assistidos, geralmente indicados pelos sindicatos. Não só pelo volume, mas também em relação à atitude frente os investimentos em coligadas, os fundos dos sindicatos ligados à CUT detém uma importância fundamental no aporte ao processo recente de reestruturação dos grupos econômicos brasileiros.

A partir do processo de privatização os fundos de pensão começaram a participar ativamente da reorganização dos setores que foram privatizados e a adotar estratégias próprias de participação nas empresas brasileiras. Em muitos casos, os fundos de pensão constituem os verdadeiros controladores de grandes grupos econômicos, como a BR Foods, CPFL e a Vale, e também sócios importantes na capitalização das estratégias de crescimento dos grupos privados. Logo, os fundos acumularam, assim como os grupos privados, uma parte significativa dos ganhos patrimoniais resultantes da privatização, o que possibilitou o crescimento destes fundos durante toda a última década, seguindo o mesmo sentido do volume capitalizado pela Bolsa de Valores de São Paulo.

Gráfico 6 - Evolução do ativo não circulante dos principais fundos públicos e de previdência fechada complementar em R\$ milhões (2002/2012)



Fonte: Próprias Empresas.

Os fundos de previdência complementar tornam-se então, ao lado dos bancos públicos e empresas estatais, os principais instrumentos de constituição das *holdings* setoriais a partir do processo de privatização. Ao longo da última década, cresceu significativamente o valor investido por estes fundos em coligadas, acompanhando o crescimento do mercado de títulos. Embora aproximadamente a metade do estoque de ativos dos fundos de pensão seja formada por títulos de renda fixa, a participação em coligadas concentrou-se ao longo da década no controle de algumas empresas de grande porte e com posições estratégicas em setores como mineração, siderurgia, ferrovias e beneficiamento de alimentos, além de concessões públicas de modo geral.

Outro dado que chama atenção é o movimento de subscrição de ações e debêntures pelo BNDESPar. Em menos de uma década o valor do ativo em títulos imobiliários do BNDESPar passou de pouco menos de 5 bilhões de reais, em 2003, para quase 105 bilhões em 2010. Além de aumentar sua capacidade de se financiar diretamente no mercado de títulos via emissão de debêntures, o BNDESPar contou com o incremento significativo de seu capital social através do processo de capitalização do BNDES pelo Tesouro Nacional, cujo valor dos repasses passaram de cerca de 14 bilhões em 2003, para o valor de aproximadamente 320 bilhões em 2012. O volume de recursos possibilitou o banco de desenvolvimento atuar ativamente no financiamento das estratégias de consolidação setorial de algumas grandes empresas brasileiras.

Tabela 2 - Principais participações acionárias do BNDESPar (2011)

Empresas	Quantidade (mil) de ações possuídas	
	Ordinárias	Preferenciais
<b>Coligadas</b>		
Copel	300.000	50.000
Klabin	38.299	27.282
Inepar Energia	142.360	-
Marlim Part.	931.070	-
<b>Outras participações societárias permanentes</b>		
Banco do Brasil	83.940	-
Brasil Telecom Part.	3.696	-
Braskem	-	9.523
Brenco	-	11.259
Bematech	-	44.317
CEG	16.761	-
Celesc	17.944.799	-
Cesp	485	11.147
Coteminas	-	9.348
CSN	81.053	-
Eletróbrás	31.774	-
Embraer	218.386	68.276
Embratel part.	180.758	18.691
Gerdau	39.762	-
Indústrias romi	37.917	21.218
Klabin	6.419	-
Llx logística	-	87.903
Marfrig frigoríficos	30.632	-
Mpx mineração	48.201	-
Petrobrás	54.986	-
Rede Energia S/A	24.718	-
Suzano Papel e Celulose	173.400	1.341.349
Telemar norte leste	-	67.643
Tractebel	775	5.627
Usiminas	8.344	-
Valepar	6.225	-
VCP/Fibria	-	18.549

Fonte: BNDES.

Em conjunto, a Previ e o BNDESPar aumentaram seu ativo não circulante<sup>29</sup> em 180 bilhões de reais durante a década passada, grande parte disso aplicados em participações em coligadas e subscrição de ações e debêntures. Mesmo instituições públicas com atuação menos expressiva na participação acionária em companhias abertas, como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, mais que triplicaram seus recursos destinados à participação em coligadas. Segundo os dados indicam, a mobilização destes recursos e a sinalização de certa coerência em suas estratégias parecem ter, de certo modo, marcado a atuação dos fundos de pensão durante o governo do Partido dos Trabalhadores, resultando não só no crescimento dos vínculos com o grande capital nacional como também no amplo crescimento destes fundos a partir de então.

A participação destas instituições nas estratégias dos grupos econômicos será tema do próximo capítulo. Analisando as trajetórias dos principais grupos econômicos nacionais e sua evolução financeira, poderá se avaliar o papel destes fundos na evolução da matriz industrial brasileira e a evolução do volume de recursos concentrado nestes grupos ao longo das últimas décadas, assim como seu desempenho financeiro. A amostra selecionada procura reconstruir a partir das trajetórias dos grupos, os principais elos existentes entre o grande capital privado, fundos de pensão e as grandes empresas públicas. O segundo ponto que a análise procura elucidar são as formas que estas associações entre capitais nacionais estabeleceram vínculos próprios com o capital estrangeiro, representativos da forma de inserção do Brasil na divisão internacional do trabalho.

---

<sup>29</sup> O ativo não circulante é formado pela soma das contas a receber em um prazo superior a 360 dias, mais os investimentos, ativos imobilizados e ativos intangíveis.



### **CAPÍTULO 3 – CRESCIMENTO, INTERNACIONALIZAÇÃO E DIVERSIFICAÇÃO DOS GRANDES GRUPOS ECONÔMICOS BRASILEIROS**

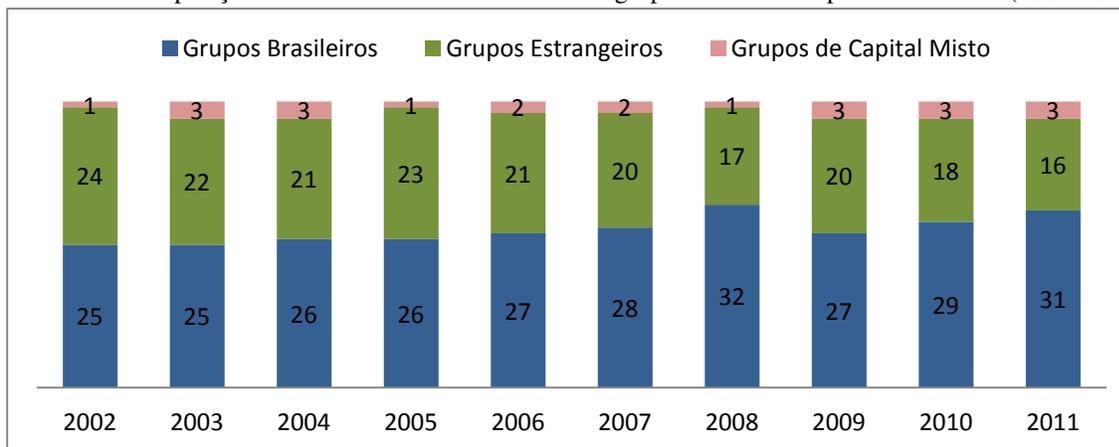
A descrição feita do desenrolar do processo de reorganização dos setores privatizados e das associações formadas entre fundos financeiros, empresas públicas e o capital privado, de um modo geral, buscou também fornecer uma ideia inicial do conjunto de atores envolvidos nas principais reestruturações setoriais ocorridas nas últimas décadas. A privatização proporcionou ao capital local um dos principais espaços de acumulação durante a década de 1990, associando a subprecificação dos ativos, com a utilização das “moedas da privatização” e o aumento da oferta internacional de crédito. Estes fatores atraíram quase a totalidade dos principais grupos econômicos brasileiros – pelos menos em algum momento – para estratégias voltadas à aquisição dos ativos estatais, sendo esta, uma das principais fontes de crescimento dos grandes grupos econômicos nacionais. Outro fator de grande importância foi o crescimento do preço e dos mercados de *commodities* minerais e agrícolas durante o período, e estes dois fatores explicam uma parte considerável da composição do conjunto que se consolidou na última década de grandes grupos econômicos brasileiros.

Ambos os movimentos permitiram consolidar na última década um núcleo de grandes grupos econômicos brasileiros que, basicamente, compõem junto com o grande capital estrangeiro o conjunto das 50 maiores empresas locais<sup>30</sup>. Deste conjunto que compõem o grande capital brasileiro, há um grupo mais restrito que concentra de forma significativa a produção de riqueza na economia brasileira, e é justamente este conjunto que será o foco de análise deste capítulo. Porém, em relação ao critério de seleção do painel pesou não só a concentração da produção e o patrimônio reunido por estes grupos, mas também o grau de diversificação dos grupos econômicos. Por estarem em muitos casos associados entre si em diversas atividades, é justamente sua diversificação e a associação recorrente entre os grupos que lhe fornecem a sua característica de capital centralizado.

---

<sup>30</sup> O ranking foi feito a partir da receita bruta, principalmente em razão da dificuldade em mensurar o patrimônio líquido dos grupos estrangeiros no Brasil. Por motivo semelhante, a dificuldade em consolidar os dados relativos aos grupos estrangeiros no Brasil, não foi possível constituir uma base de comparação em relação a um conjunto mais amplo de grupos econômicos, como os 50 ou 100 maiores.

Gráfico 7 - Composição da nacionalidade dos 50 maiores grupos econômicos por receita bruta (2002/2011)



Fonte: Valor Grandes Grupos.

Como argumentaram Miranda e Tavares (1999), a limitação dos ganhos com a privatização a um conjunto pequeno de grupos econômicos foi uma das principais características da reestruturação patrimonial recente do grande capital nacional. Entretanto, há dois processos que merecem maior atenção. As estratégias de diversificação dos grandes grupos, que inicialmente estavam concentradas em poucas linhas de negócios, estão se ampliando em direção a outras fronteiras de investimentos abertas sobretudo pela ação do investimento público; e neste caso, tornam-se importantes não só os grupos econômicos como as características próprias que o processo de centralização de capital vem adquirindo. Em outro plano, o crescimento e as características do processo de internacionalização destes grupos econômicos parecem fornecer uma boa aproximação sobre a forma de inserção internacional do grande capital brasileiro. A discussão sobre os dois processos será retomada a partir do tratamento da evolução recente dos grupos econômicos escolhidos.

O painel escolhida, portanto, concentra-se nos grupos econômicos cujas atividades estão principalmente vinculadas ao setor industrial e de infraestrutura, exceto o Banco Bradesco e o Itaú por contarem com participações importantes no setor industrial. Foram considerados também apenas os grupos com capital majoritariamente nacional, embora muitos contem com participações do capital estrangeiro em sua composição – como é o caso da Vale e Embraer. Observa-se também a concentração setorial do grande capital brasileiro, em sua maioria constituído de empresas dos segmentos de insumos básicos, serviços públicos, beneficiamento de alimentos e de construção civil. Entretanto, lembrando que como capital financeiro, além da

atuação setorial, importa também os desdobramentos que uma atividade industrial permite em termos de comando sobre uma cadeia produtiva e de participação sobre a renda.

Tabela 3 - Grupos econômicos selecionados por patrimônio líquido e receita bruta (2011)

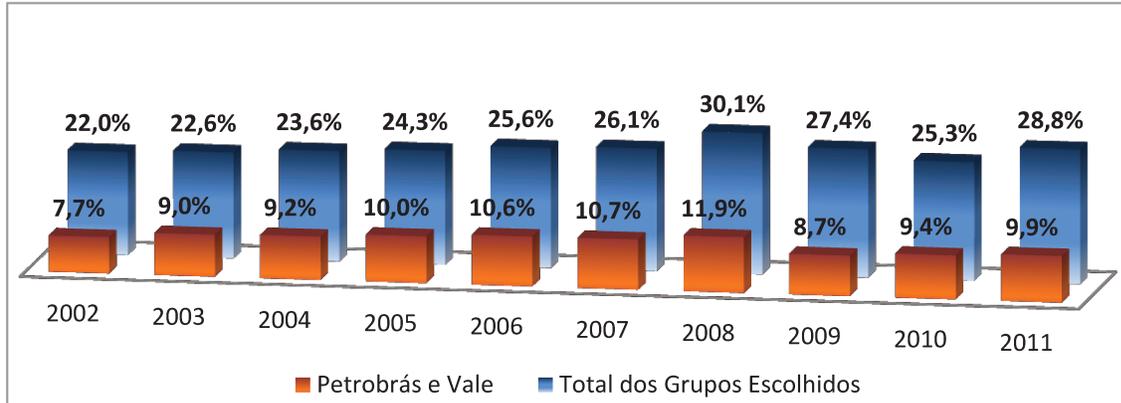
<b>Grupos Econômicos</b>	<b>Patrimônio Líquido (em milhões R\$)</b>	<b>Receita Bruta (em milhões R\$)</b>
Petrobrás	332.224,0	306.234,0
Vale	146.691,0	105.520,0
Eletróbrás	77.202,3	33.061,4
Itaúsa	71.347,3	139.906,3
Bradesco	66.208,9	157.749,5
Votorantim	35.619,0	38.929,0
Gerdau	26.519,8	39.820,0
Oi S.A.	21.975,4	43.867,8
JBS-Friboi	21.599,2	64.238,8
Usiminas	19.014,2	16.104,4
Odebrecht	17.986,1	71.009,2
BRFoods	14.109,9	29.360,7
Copel	12.069,5	11.911,3
Cemig	11.744,9	22.810,7
Camargo Corrêa	10.313,4	20.284,1
Cosan	9.616,4	18.866,0
CPFL Energia	8.552,5	9.858,1
CSN	8.417,2	19.783,7
Andrade Gutierrez	7.903,2	25.917,9
Embraer	5.848,4	16.272,5

Fonte: Valor Grandes Grupos.

A evolução da participação deste grupo de empresas na produção econômica, embora tenha permanecido em um patamar estável, apresentou uma ligeira tendência de alta, afetada somente pela crise de 2009. Em média, as receitas brutas da amostra selecionada somadas correspondem a cerca de um quarto do produto interno bruto, apesar de ter se aproximado de quase um terço no ano anterior à crise. Apesar da comparação entre relações diferentes – receita e valor adicionado – a comparação permite uma noção sobre o volume dos recursos mobilizados pelos grandes grupos em comparação com o volume de riqueza produzida. O desempenho econômico desigual destes grupos indica que o crescimento da última década concentrou-se principalmente em um conjunto pequeno de conglomerados, que obtiveram um crescimento bem acima dos demais. Para

dois destes grupos, JBS e Cosan, é justamente o crescimento nesta última década que os coloca entre os 20 maiores grupos econômicos brasileiros.

Gráfico 8 - Volume da receita bruta dos grupos econômicos selecionados em relação ao PIB (2002/2011)



Fonte: Valor Grandes Grupos.

A análise dos dados relativos à evolução do patrimônio e da receita dos grupos econômicos permite organizar melhor certos padrões de crescimento do grande capital brasileiro. Observando o desempenho dos grupos econômicos de maior crescimento, destacam-se aqueles cuja atividade principal está relacionada às *commodities* minerais e agrícolas. No mesmo período, os índices de preços para as mesmas *commodities* cresceram em torno de 300% e 155% respectivamente (World Bank, 2012), o que favoreceu a acelerada expansão dos grupos ligados a essas atividades. Há também um conjunto de grupos econômico de crescimento intermediário – entre 600% e 100% de crescimento patrimonial durante o período – que contém as grandes construtoras, conglomerados bancários, grupos tradicionais – como Gerdau e Votorantim – e algumas empresas públicas de eletricidade. Por fim, há um conjunto de grupos econômicos na amostra com crescimento inferior a 100% durante o período, formado por CSN, Embraer e a Eletrobrás.

Da amostra de grupos selecionada, praticamente todos cresceram durante o período acima dos 100%, sendo 2004 e 2008 anos de expansão particularmente acelerada dos grandes grupos econômicos brasileiros. Embora a crise de 2009 tenha reduzido a taxa de crescimento dos grupos, a retomada para alguns dos grupos econômicos ocorreu de forma rápida. Analisando os grupos com maior variação dos seus patrimônios durante os anos de 2004, 2007 e 2008, assim como a retomada após a crise, pode-se observar como os grandes grupos tiveram seu ciclo de expansão bem atrelado ao crescimento da economia brasileira no período recente.

Tabela 4 - Evolução do patrimônio líquido dos grupos selecionados (2002 = 100, exceto JBS e CPFL) (2002/2011)

<b>Grupos Econômicos</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
JBS-Friboi	-	-	-	-	100,0	1.645,8	3.263,5	9.385,0	9.948,6	11.430,5
Cosan	100,0	150,6	184,9	336,3	415,6	830,9	960,2	1.271,6	1.662,8	2.343,9
Vale	100,0	126,8	163,2	222,2	380,2	513,7	840,5	846,5	920,5	1.197,7
Sadia / BRFoods	100,0	121,3	147,3	187,8	220,4	251,4	346,2	1.123,5	1.148,1	1.181,4
Petrobrás	100,0	155,7	200,2	268,3	339,8	383,9	444,4	515,3	977,5	1.041,0
Usiminas	100,0	135,7	205,9	301,5	367,7	434,6	514,7	538,4	648,0	643,9
Itaúsa	100,0	128,4	151,9	168,8	251,1	308,8	433,4	528,2	261,9	636,8
Gerdau	100,0	113,5	180,7	250,7	315,3	503,0	604,0	538,8	486,6	636,0
Bradesco	100,0	126,5	143,8	217,9	284,3	345,6	425,3	485,5	554,6	629,3
Odebrecht	100,0	127,4	198,5	218,3	186,2	228,1	162,2	216,2	527,4	606,5
Votorantim	100,0	13,3	167,0	189,3	225,7	247,0	241,2	249,6	324,8	317,6
Copel	100,0	105,8	114,7	126,8	153,5	170,2	186,5	207,3	253,9	269,8
CPFL Energia		100,0	119,8	138,2	143,7	147,0	146,8	150,9	194,1	244,5
Camargo Corrêa	100,0	111,6	124,4	148,8	148,7	181,2	178,7	208,4	213,9	230,9
Cemig	100,0	118,7	133,2	134,3	145,6	164,3	180,4	194,3	213,5	217,3
Andrade Gutierrez	100,0	108,0	110,8	110,9	117,9	136,5	162,8	166,1	211,3	215,2
Telemar / Oi S.A.	100,0	97,3	92,1	94,7	108,7	127,0	108,7	148,5	190,3	208,2
Embraer	100,0	115,8	139,9	154,5	169,1	173,7	194,6	166,7	165,5	184,4
CSN	100,0	156,0	142,2	140,8	136,5	166,0	146,5	123,3	169,8	181,7
Eletrobrás	100,0	104,9	109,7	121,0	127,4	129,5	136,5	123,1	112,1	122,0

Fonte: Valores Grandes Grupos.

Do ponto de vista da evolução da receita bruta, novamente os grupos relacionados ao beneficiamento de alimentos e à indústria extrativa mineral tiveram o melhor desempenho, o que explica apenas uma parte do crescimento patrimonial destes grupos. Em seguida em ordem decrescente, o crescimento das receitas das grandes construtoras e das empresas de serviços foram o segundo grupo de melhor desempenho. Excluindo o caso das empresas das cadeias produtivas relacionadas às *commodities* e das construtoras, não há uma relação clara entre o crescimento das receitas e do patrimônio dos grandes grupos econômicos, esta questão será retomada adiante a partir da análise pormenorizada dos grupos econômicos.

Quando comparado ao desempenho médio dos 200 maiores grupos econômicos no Brasil – nacionais e estrangeiros – o volume do crescimento de alguns grandes grupos brasileiros fica mais perceptível. Durante o período estudado o crescimento médio da receita bruta dos 200

maiores grupos foi cerca de 150%, média não muito distante da amostra selecionada – em torno de 220% – caso seja excluída a participação da JBS e da Cosan, que apresentam taxas de crescimento bem acima da média. Do conjunto que apresentou crescimento bem acima da média dos demais grupos econômicos, destacam-se as grandes construtoras e as atividades relacionadas às *commodities*, além da Gerdau e CSN. O desempenho destes grupos definiu certo viés de concentração da participação da amostra selecionada no total de receitas geradas pelos 200 maiores grupos econômicos, indo de cerca de 34% no início da década para quase 45% no final do período. Novamente, quando analisada a participação dos grandes grupos no desempenho geral da economia brasileira observa-se que a trajetória de crescimento da amostra selecionada foi bem afetada pela crise de 2009, recuando mais que a média, mas voltando a se concentrar na retomada.

Tabela 5 - Evolução da receita bruta dos grupos econômicos selecionados (2002 = 100, exceto JBS e CPFL) (2002/2011)

<b>Grupos Econômicos</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Cosan	100,0	111,8	136,5	183,4	271,4	204,5	538,5	1.147,3	1.339,7	1.745,4
JBS-Friboi	-	-	-	-	100,0	306,2	637,9	1.149,8	1.171,0	1.310,0
Vale	100,0	136,3	198,8	246,5	334,1	468,4	520,4	352,0	594,0	730,3
Sadia / BR Foods	100,0	128,6	163,2	189,1	184,7	226,1	574,5	427,6	589,9	661,6
Odebrecht	100,0	134,8	172,1	188,5	198,0	255,5	328,7	331,1	432,2	566,6
Andrade Gutierrez	100,0	114,7	132,3	145,7	198,2	246,0	361,5	568,1	559,4	497,5
Itaúsa	100,0	80,3	98,6	117,1	157,3	169,6	273,0	348,2	142,1	412,5
Gerdau	100,0	145,8	219,7	243,5	269,3	330,4	399,6	256,9	340,1	377,6
Cemig	100,0	121,5	151,0	184,5	219,3	251,9	259,5	278,7	298,3	357,0
Bradesco	100,0	102,0	103,5	134,7	158,0	170,3	221,0	245,5	274,9	353,5
Camargo Corrêa	100,0	123,8	125,3	136,8	174,7	216,1	260,6	330,0	349,6	346,1
CSN	100,0	139,8	209,7	214,1	201,2	254,4	310,8	248,2	303,9	342,2
Votorantim	100,0	141,6	183,3	192,6	296,1	310,5	353,5	290,0	296,4	335,3
Copel	100,0	117,1	154,1	192,9	215,2	226,8	234,6	252,2	297,8	334,5
Petrobrás	100,0	137,0	158,6	192,3	226,0	237,1	304,9	250,8	287,3	326,3
Telemar / Oi S.A.	100,0	124,3	143,8	156,7	164,3	168,4	179,6	306,4	303,3	288,1
CPFL Energia	-	100,0	120,0	139,6	160,3	183,9	183,5	203,5	224,2	239,6
Usiminas	100,0	136,1	199,2	216,4	212,7	237,6	268,1	190,6	218,2	202,7
Embraer	100,0	86,7	136,9	124,2	116,4	141,5	161,1	148,8	127,2	132,9
Eletrobrás	100,0	87,7	96,6	90,2	100,8	101,6	130,0	122,8	120,2	132,6

Fonte: Valor Grandes Grupos.

Embora haja algumas similaridades em relação ao desempenho de certos grupos econômicos, seus padrões de reorganização do capital e de expansão de suas atividades reservam nuances que fogem da análise quantitativa. A discussão sobre as mudanças ocorridas nos grupos econômicos, sobretudo em relação aos efeitos dos arranjos entre diferentes capitais que foram organizados nas duas décadas anteriores, será retomada a partir da análise do desempenho econômico, diversificação e internacionalização de cada grupo.

### **3.1. ANÁLISE DOS GRUPOS SELECIONADOS**

#### **3.1.1. PETROBRÁS**

Dos grupos econômicos sob o controle majoritariamente brasileiro, a Petrobrás manteve o posto de maior patrimônio. A empresa manteve sua estratégia de internacionalização, que data dos anos 1970, e retomou o processo de diversificação que tinha sido em boa parte suspenso durante o governo Fernando Henrique Cardoso. A empresa retomou também sua liderança na petroquímica nacional, criando em associação com o grupo Odebrecht, a Braskem S.A. – como tratado no capítulo anterior. Os ativos de ambos os grupos na petroquímica foi incorporado e consolidado sob o controle único da Braskem. Recentemente a Petrobrás absorveu sua coligada na petroquímica, a Petroquisa, indicando um movimento presente na reestruturação dos grupos econômicos brasileiros, a saber, a incorporação das diversas empresas coligadas em uma única empresa *holding*. Mais recentemente, a Petrobrás assumiu a propriedade integral da Petroquímica de Suape e do Polo Petroquímico do Rio de Janeiro (Comperj), apesar da intenção de procurar um parceiro no setor privado no segundo empreendimento.

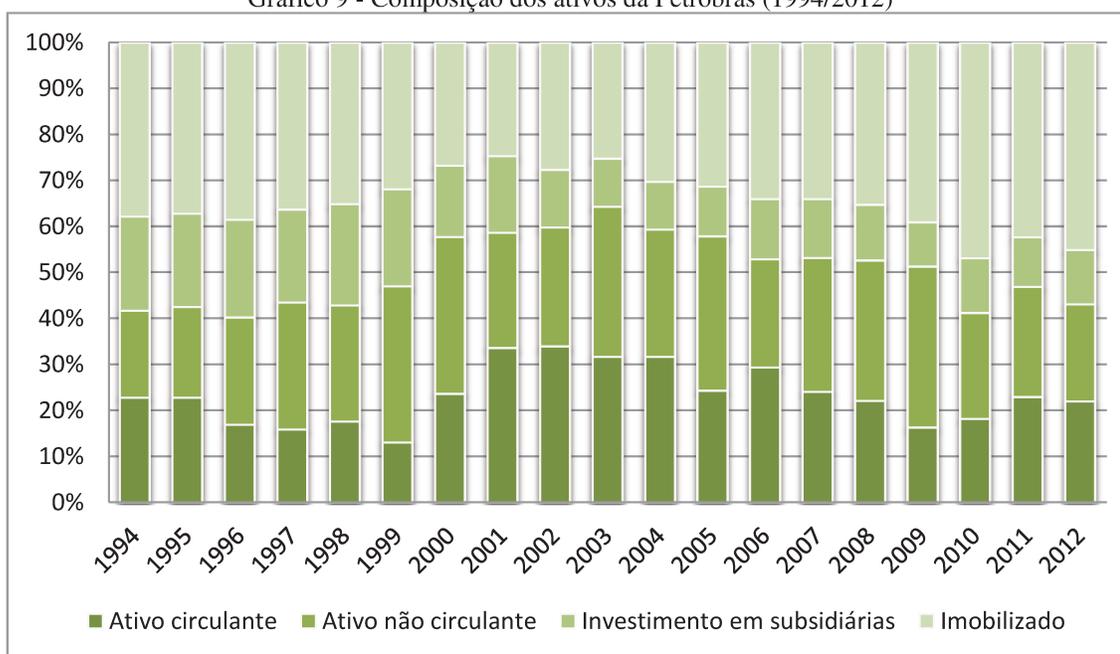
A Petrobrás também retomou sua estratégia de diversificação para o ramo de fertilizantes a partir de sua base na indústria química, atuando no mercado de compostos nitrogenados. Em paralelo, a diversificação da empresa seguiu uma trajetória em direção ao desdobramento de suas atividades no setor de energia, a partir tanto de coligadas com propriedade integral – e.g. Termomacaé, Termoceará – como através da participação acionária em outras empresas de energia – e.g. Termoelétrica Potiguar S.A., Usina Termelétrica Norte Fluminense. Além das termoelétricas, a Petrobrás ainda diversificou sua atuação em energia para energia eólica, Pequenas Centrais Hidroelétricas (PCH) e para outras formas de geração de termoeletricidade, como gás natural e bioenergia (Petrobrás Biocombustíveis S.A.), inclusive a partir da rota da cana-de-açúcar, através de participações em empresas como a Guarani S.A. e Total Agroindústria Canavieira S.A.

(35,8% e 43,5% do capital respectivamente). Houve também em alguns casos de verticalização da empresa no setor de energia pela formação, participação ou aquisição de empresas distribuidoras de energia, como nos casos da Termomacaé Distribuidora e da Companhia Energética Potiguar.

A empresa manteve também suas outras áreas de atividade a partir da diversificação correlata com as suas atividades como petroleira, como refino, distribuição de combustíveis e algumas atividades de engenharia ligadas à exploração de petróleo. A trajetória de diversificação da Petrobrás definiu também um conjunto de segmentos nos quais a empresa internacionalizou suas atividades; basicamente, energia, exploração de petróleo, petroquímica (através da Braskem), refino e distribuição de combustíveis. A Petrobrás faz parte de um pequeno grupo de empresas brasileiras que estão posicionados globalmente, através de uma rede de coligadas e de participações acionárias em empresas estrangeiras.

Este movimento de aquisição de participações em empresas e incorporação dos ativos de outras coligadas na estrutura da *holding* manteve, de modo geral, estável a distribuição dos ativos da Petrobrás. A empresa possuía uma participação significativa de investimento em coligadas no total de ativos até os anos 1990, quando vendeu uma série de participações em outras empresas – no caso mais notório, as participações da Petroquisa nos polos petroquímicos – e reduziu o valor dos ativos referentes às empresas coligadas. Somente a partir de 2004 a empresa volta aos níveis da década de 1990 em valor dos investimentos em coligadas, apresentando tendência crescente desde então.

Gráfico 9 - Composição dos ativos da Petrobrás (1994/2012)



Fonte: Economática.

De forma semelhante, durante o período a Petrobrás não sofreu muitas modificações no seu quadro de controladores. Além da redução da participação da União Federal de 84% para aproximadamente 50%, o BNDESPar aumentou sua participação no capital não votante – de aproximadamente 2% até 2007 para cerca de 20% atualmente – e no capital votante – cerca de 2%.

O quadro de empresas coligadas permaneceu também sem grandes mudanças, com exceção das aquisições no exterior e a referida absorção da Petroquisa. A Petrobrás criou uma rede de subsidiárias referentes às suas bases de negócio no exterior, sobretudo na América do Sul, África e Ásia.

Tabela 6 - Principais projetos de investimento da Petrobrás no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

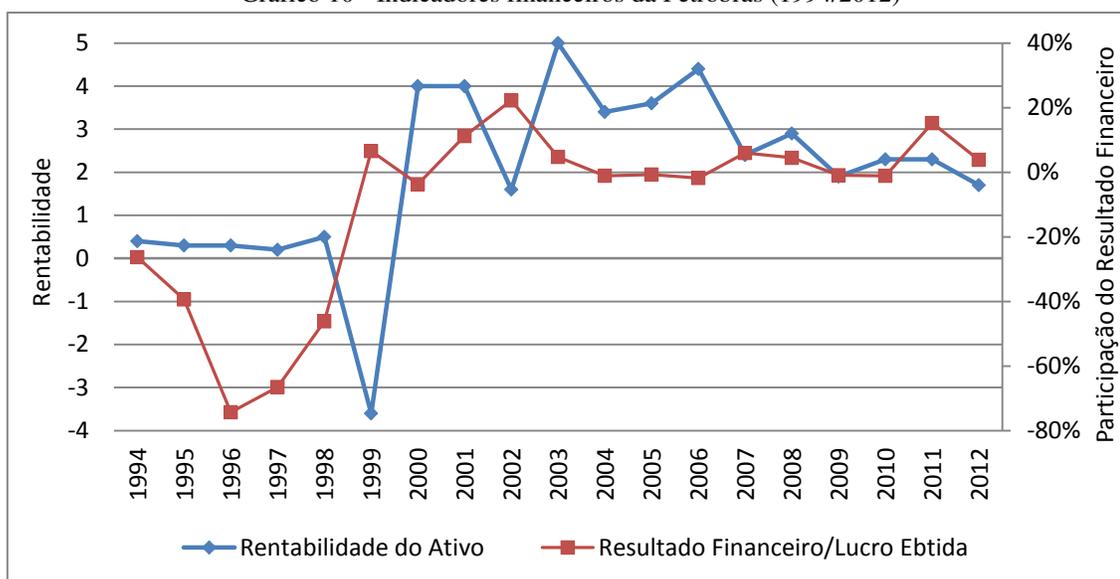
<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Nigéria	Óleo e gás; bioenergia	3.362,9
Angola	Óleo e gás	2.500,2
Argentina	Óleo e gás; refino e distribuição de combustíveis; Fertilisantes	2.385,6
Venezuela	Óleo e gás	1.302,0
Japão	Refino e distribuição de combustíveis	1.007,7
Estados Unidos	Óleo e gás	976,0
Portugal	Bioenergia	530,0
Arábia Saudita	Óleo e gás	450,0
Argélia	Óleo e gás	390,1
Colômbia	Óleo e gás	344,4
<b>Total Petrobrás</b>		<b>14.224,3</b>

Fonte: FDI Intelligence.<sup>31</sup>

A empresa teve um período de alta rentabilidade, de 2000 até 2006, justamente o período de forte crescimento da Bolsa de Valores de São Paulo e de forte alta no preço do petróleo. O começo da década de 2000 também foi marcado pelo aumento do ativo circulante e das receitas financeiras da empresa. Aparentemente as variações foram de caráter conjuntural, tendo o perfil dos ativos voltado aos patamares anteriores ao longo da década.

<sup>31</sup> Os dados exibidos pela base do Foreign Direct Investment Intelligence, do Financial Times, referem-se aos anúncios de investimentos por parte da empresa, constando tanto os investimentos realizados como os investimentos planejados. Logo, as cifras podem sofrer revisões, o que geralmente tende a superestimar o volume dos investimentos diretos.

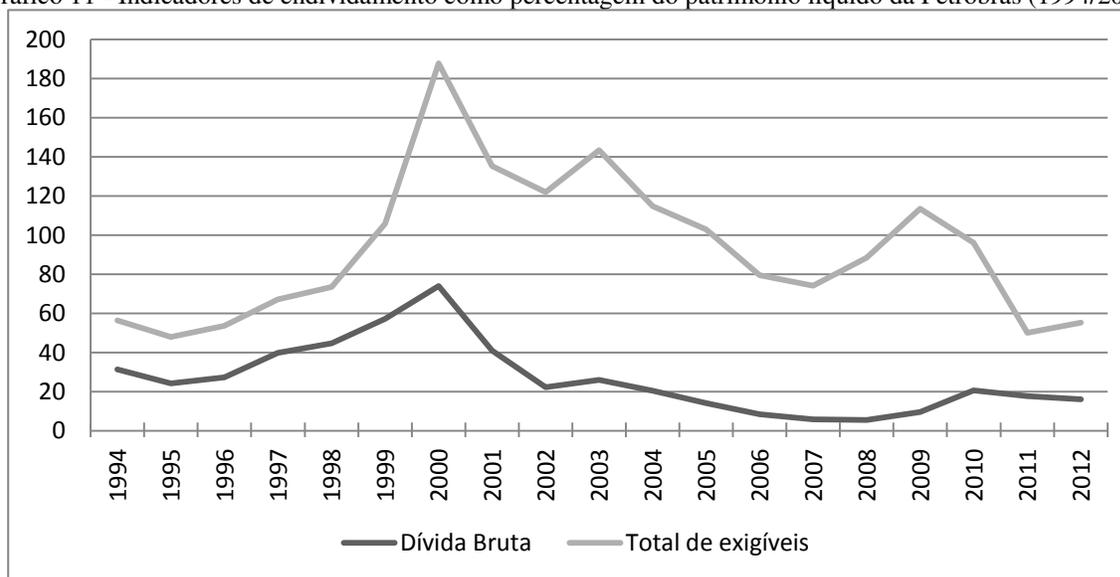
Gráfico 10 - Indicadores financeiros da Petrobrás (1994/2012)



Fonte: Economática

A Petrobrás tem se tornado no período recente, especialmente através das novas subsidiárias de energia, uma importante fornecedora de infraestrutura para os grandes projetos de investimento público. A participação da Petrobrás, neste caso, demonstra como os grandes blocos de investimento vêm dependendo da ação dos mecanismos estatais em diferentes frentes. Neste sentido, o processo de capitalização em 2010, que mobilizou o Tesouro Nacional, BNDES, Fundo Soberano do Brasil e Caixa Econômica Federal para o aporte de cerca de 70 bilhões de dólares, possibilitou a Petrobrás agregar este papel ao seu plano de investimentos. A troca de títulos entre a estatal e o estado em torno de direitos sobre a prospecção futura de petróleo pela companhia demonstra bem o papel das empresas estatais e fundos públicos em capitalizar as bolsas de valores.

Gráfico 11 - Indicadores de endividamento como porcentagem do patrimônio líquido da Petrobrás (1994/2012)



Fonte: Economática.

O grau de endividamento da Petrobrás cresceu rapidamente no final da década de 1990, período em que a empresa acumulou resultados financeiros negativos, e a alta rentabilidade do ativo da empresa possibilitou que a tendência se invertesse na década seguinte. A partir dos anos 2000, a Petrobrás seguiu reduzindo a participação de capital de terceiros em relação ao capital próprio, possivelmente resultado de um período de acúmulo de lucros. Como resultado final, a Petrobrás durante o período estudado apresentou uma redução do seu grau de endividamento, associado a um período de alto crescimento e diversificação.

### 3.1.2. VALE S.A.

A antiga Vale do Rio Doce provavelmente é o caso mais emblemático da privatização brasileira. Privatizada em 1997, a empresa tornou-se nas últimas décadas uma das principais mineradoras mundiais. Após a privatização, a Vale iniciou uma estratégia de compra de outras mineradoras no Brasil, consolidando sua posição de liderança na indústria de mineração e diversificando suas atividades para uma grande parte dos segmentos ligados à indústria extrativa. Outra trajetória de diversificação da Vale foi no sentido de desenvolver empresas para prover infraestrutura para alguns de seus empreendimentos, como empresas de energia e logística. Na área de logística, assim como já vem fazendo à algum tempo em mineração, a Vale está fundindo seus ativos em uma só empresa, a Vale Logística Integrada S.A. (VLI S.A.), e o processo deve reunir os empreendimentos ferroviários e portuários da Vale em uma única subsidiária.

Além de ferro, níquel, manganês, cobre e bauxita, a Vale também intensificou sua presença na mineração de potássio, servindo de base para sua estratégia de diversificação para o setor de fertilizantes, através da Vale Fertilizantes S.A., empresa que detém as participações da Vale em outras empresas, geralmente produtoras de compostos fosfatados e nitrogenados, misturadoras ou comercializadoras<sup>32</sup>. O grupo manteve esta mesma estratégia de negócios em sua internacionalização, adquirindo empresas estrangeiras de mineração, energia, logística e fertilizantes. A Vale, assim como outros grupos econômicos brasileiros, aproveitou o movimento de alta dos preços das *commodities* para ampliar sua participação nas cadeias globais relacionadas ao seu núcleo de negócios, tanto no sentido de ocupar ativos estratégicos em mineração como em se aproximar mais organicamente das grandes empresas internacionais à jusante, como a Korea Níquel Corporation (cuja Vale detém 25% do capital) e a Vale Minerais China Corporation, em alguns casos inclusive verticalizando suas atividades como na associação com a Thyssen-Krupp na Companhia Siderúrgica do Atlântico.

Gráfico 12 - Composição dos ativos da Vale S.A. (1994/2010)



Fonte: Economática.

O perfil do investimento em coligadas, apesar de ter mantido a mineração como núcleo, foi bem diverso. Além das atividades já citadas, a Vale adquiriu também uma série de ativos relacionados

<sup>32</sup> A Vale Fertilizantes S.A. detém controle integral, direta ou indiretamente, da Indústria de Fosfatados Catarinense Ltda., Araucária Nitrogenados S.A., Ultrafertil S.A., Potássio Rio Colorado S.A. e a UF Distribuidoras de Combustíveis. A Vale Fertilizantes S.A., por sua vez, é controlada pela *Vale Fertilizer Netherlands B.V.*, fundo de investimento da Vale nos Países Baixos (Valor Grandes Grupos, 2012).

à exploração de carvão mineral, principalmente na Colômbia, Canadá, Austrália e China e diversificou suas atividades para óleo e gás no Peru, ampliando sua atuação internacional na indústria extrativa. A Vale adquiriu participações também em uma série de consórcios para prover infraestrutura para empreendimentos conjuntos com outros sócios internacionais, como por exemplo, a construção de usinas de energia ou de trechos de ferrovias. A diversificação da Vale a partir de sua atuação como provedora de infraestrutura para seus empreendimentos, que já vinha ocorrendo no Brasil, foi expandida também para o restante da América do Sul, África e Ásia.

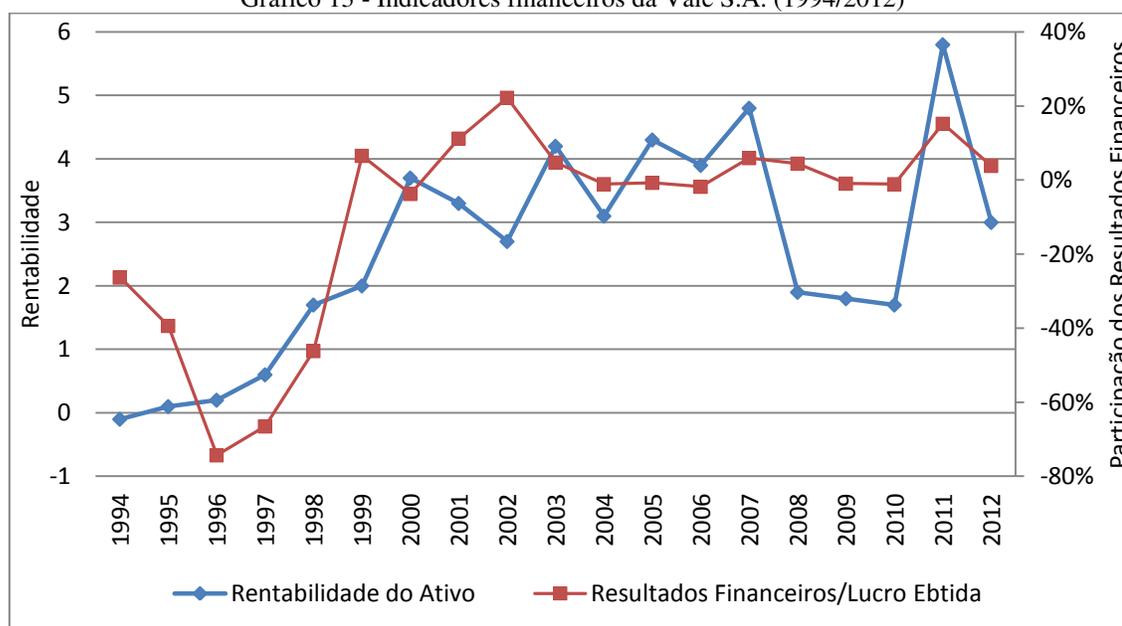
Tabela 7- Principais projetos de investimento da Vale S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Malásia	Mineração; siderurgia	3.700,0
Nova Caledônia	Mineração	3.200,0
Moçambique	Mineração; carvão; energia	3.198,4
Canadá	Mineração	2.800,0
Peru	Química básica	779,0
Omã	Siderurgia; metalurgia	713,9
Zambia	Mineração	400,0
Malawi	Carvão	393,0
China	Mineração; siderurgia	356,4
Colômbia	Carvão	334,4
<b>Total Vale</b>		<b>17.050,7</b>

Fonte: FDI Intelligence.

Durante o final da década de 1990, a Vale apresentou uma sequência de resultados financeiros negativos, o que provavelmente contribuiu para a rentabilidade relativamente baixa do período. Na década seguinte a relação se inverte, sendo o resultado financeiro em geral positivo – inclusive apresentando alguns anos de elevada receita financeira. A rentabilidade do ativo ao contrário, apresentou um taxa significativa de crescimento ao longo da década, embora a crise tenha o afetado severamente, pelo menos no período inicial.

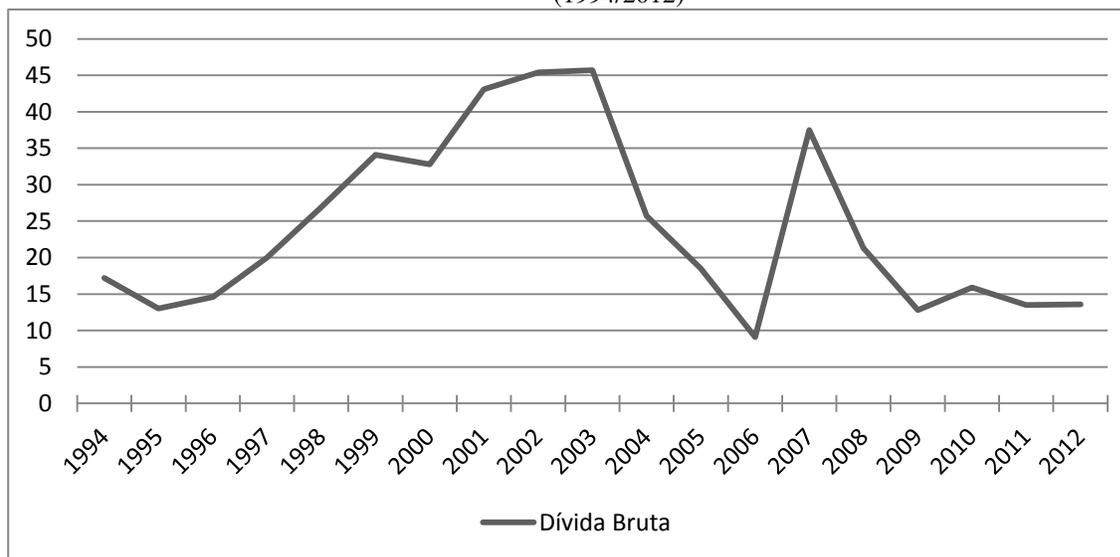
Gráfico 13 - Indicadores financeiros da Vale S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

De forma análoga ao caso da Petrobrás, o grau de endividamento da empresa foi sensivelmente reduzido em decorrência do período de alta rentabilidade. A fase de crescimento da rentabilidade que vai de 1999 até 2007, coincide com o período de redução do grau de endividamento após 2003. Em 2007, há uma elevação da dívida bruta – possivelmente relativa ao processo de aquisição da mineradora canadense Inco – porém o grau de endividamento da Vale retorna para um patamar baixo já nos anos seguintes. Ao longo do período, a empresa manteve um grau de endividamento médio de 24,2% em relação ao patrimônio.

Gráfico 14 - Indicadores de endividamento como porcentagem do patrimônio líquido da Vale S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

O desempenho da Vale, assim como o da Petrobrás, demonstra o potencial de acumulação que as commodities minerais atingiram no período recente. Este potencial permitiu que ambas as empresas diversificassem suas atividades e avançassem em seu processo de internacionalização, tornando-se líderes globais na indústria extrativa. Apesar de terem mantido sua estratégia de negócios em indústrias intensivas em escala e recursos naturais, as empresas incorporaram um grupo considerável de ativos em diversas regiões; e no caso da Vale, a diversificação em mineração alcançou um conjunto amplo de segmentos.

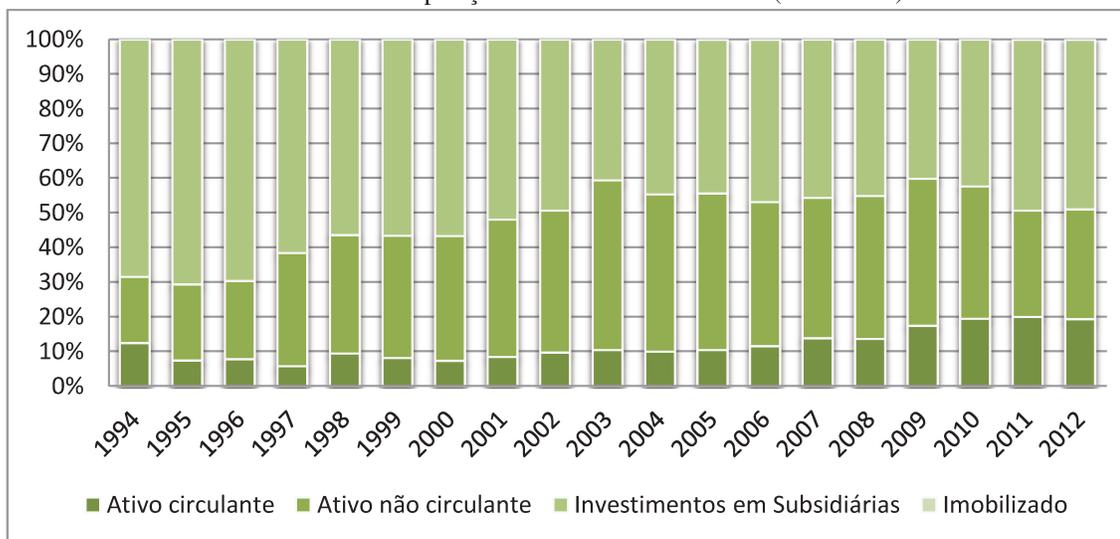
### 3.1.3. ELETROBRÁS

O grupo Eletrobrás foi um dos grupos de pior desempenho durante o período estudado, tanto em termos do crescimento da receita como do patrimônio. Isto releva, primeiramente, que o grupo ficou fora dos grandes planos de capitalização das empresas públicas, como a Petrobrás e o BNDES. Como uma das grandes *holdings* dos setores intensivos em capital, juntamente com a Petrobrás e a Vale, e até por conta da possibilidade de manejo destas empresas por parte do estado, a Eletrobrás faz parte do núcleo duro dos grandes investimentos no Brasil. O grupo possivelmente deve se consolidar como o elemento central dos consórcios formados com as empresas privadas para os grandes investimentos em geração de energia. Apesar da privatização do setor elétrico, a empresa continuou atuando como a grande *holding* do setor, atuando em geração, transmissão e distribuição, através de uma vasta rede de coligadas que envolvem

associações com outros grupos econômicos brasileiros e estrangeiros. Tendo, neste caso, também um papel fundamental na composição do capital nacional com o estrangeiro na exploração do setor elétrico brasileiro.

Além das participações acionárias – em sua maioria majoritárias – em algumas companhias estaduais de energia, a Eletrobrás buscou centralizar seus ativos em quatro coligadas: Furnas S.A., Eletronorte S.A., Chesf e Eletrosul S.A.; que reúnem os ativos das regiões Sudeste, Norte, Nordeste e Sul respectivamente. Na geração, a Eletrobrás, que já atuava em hidroeletricidade e termoeletricidade – incluindo duas usinas termonucleares – também diversificou suas atividades para energia eólica. A empresa, de modo geral, concentrou seu foco no setor de eletricidade, embora através de participações acionárias de suas coligadas participe indiretamente de empresas em outros segmentos de utilidades públicas e construção civil.

Gráfico 15 - Composição dos ativos da Eletrobrás (1994/2012)



Fonte: Economática.

A Eletrobrás anunciou recentemente seu plano de internacionalização, que prevê investimentos em hidroeletricidade e energia eólica em alguns países da América Latina – como Nicarágua, Panamá, Peru e Uruguai, geralmente em parcerias com empresas públicas locais, repetindo um padrão de associação entre multinacionais e capital público, típico também do caso brasileiro. Em alguns casos a Eletrobrás atua mais como fornecedora de conhecimento técnico do que como administradora do empreendimento.

Nos novos investimentos em energia no Brasil – como a Hidrelétrica de Belo Monte – a composição acionária entre empresas nacionais e estrangeiras também já se tornou um tanto típico. Tomando o exemplo de Belo Monte, na Norte Energia S.A. – empresa controladora da usina – o grupo Eletrobrás detém 49,98% das ações, parte disto através da Chesf e da Eletronorte. Além da Eletrobrás, a Petros e a Funcef possuem 10% das ações cada, a Neoenergia (controlada pelo Banco do Brasil, Previ e a empresa espanhola Iberdrola) também possui cerca de 10% e, por fim, Cemig, Light e a Vale possuem cada uma cerca de 9% do capital. Aliás, o perfil da composição de capital da usina de Belo Monte representa tipicamente o padrão que vem se tornando usual a partir da privatização; reunindo empresas públicas, grandes grupos econômicos brasileiros e estrangeiros e os fundos de pensão.

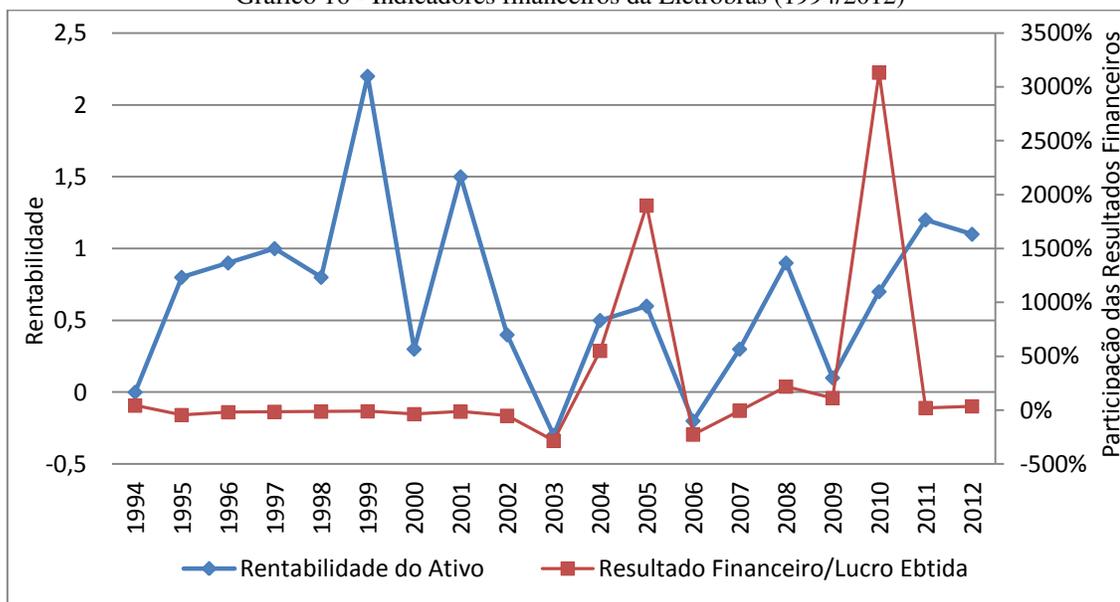
Tabela 8 - Principais projetos de investimento da Eletrobrás S.A. no exterior (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Peru	Hidroeletricidade	2.021,1
Panamá	Hidroeletricidade	156,3
Uruguai	Hidroeletricidade	156,3
Total Eletrobrás		2.333,7

Fonte: FDI Intelligence.

Comparados aos outros grupos econômicos estudados, a Eletrobrás apresentou a rentabilidade do ativo baixo e com oscilações significativas no período. A partir de 2003, o grupo apresentou um elevado grau de receitas financeiras em relação ao lucro bruto, no mesmo período em que o patamar dos seus ativos circulantes também se elevou como participação do ativo da empresa. O resultado financeiro do grupo Eletrobrás, em média cerca de 1,5 bilhão durante os anos 2000, deve-se basicamente a duas cifras: receitas de juros, comissões e taxas e aplicações financeiras. As oscilações em torno da média devem-se sobretudo ao fato de parte significativa dos recebíveis pela empresa serem cotados em dólar, e portanto, são bastante afetados pelas oscilações da taxa câmbio (Eletrobrás, 2011).

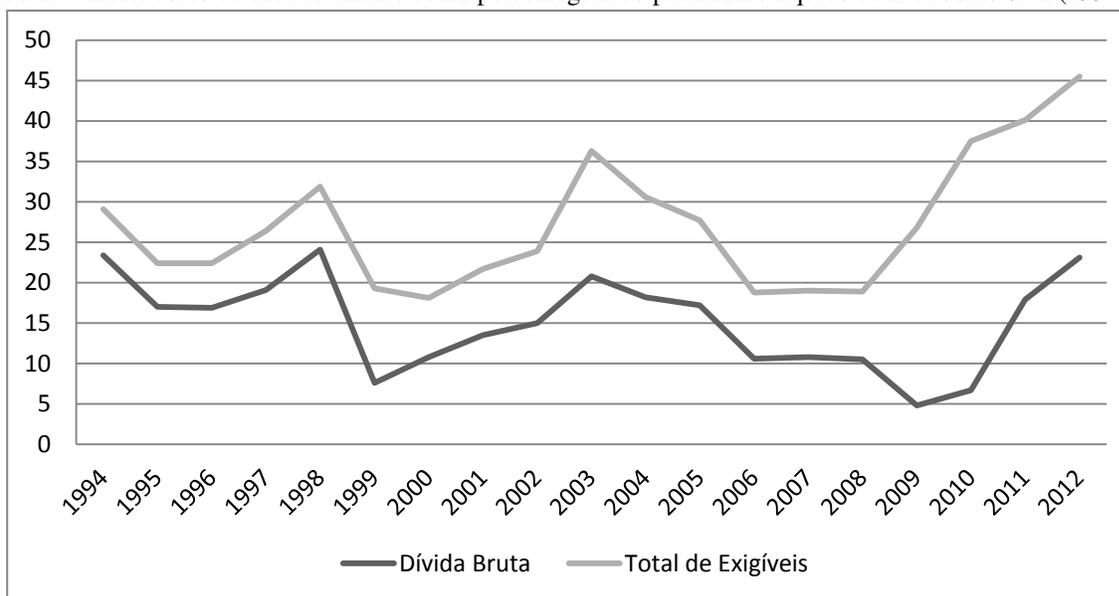
Gráfico 16 - Indicadores financeiros da Eletrobrás (1994/2012)



Fonte: Economática.

O crescimento das receitas financeiras a partir de 2002 deveu-se principalmente a mudança do estatuto contábil da Eletrobrás. A partir de então, a Eletrobrás começou a contabilizar as receitas provenientes dos empréstimos e outras operações financeiras entre as empresas coligadas na cifra de receitas financeiras. Esta mudança permitiu contabilizar melhor um papel que a Eletrobrás já desempenhava desde a criação da *holding*, isto é, de “agência” financiadora de uma parte significativa do setor elétrico brasileiro. O grau de endividamento do grupo permaneceu no mesmo patamar, apesar das oscilações. Após a crise, o grau de endividamento teve um rápido crescimento, alcançando o mesmo nível da década de 1990.

Gráfico 17 - Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Eletrobrás S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

Os indicadores da Eletrobrás refletem, de modo geral, o desempenho acanhado do grupo durante o período recente. Como dito, a Eletrobrás faz parte dos mecanismos articuladores do investimento público durante os próximos anos, isto vai se refletir na maior necessidade de uma capitalização da Eletrobrás, o que provavelmente ocorrerá utilizando mecanismos semelhantes à capitalização da Petrobrás. Novamente, a viabilização dos investimentos públicos passa pela utilização dos fundos financeiros estatais para capitalizar as empresas públicas, permitindo que estas atuem como coordenadoras e financiadoras de parte dos projetos.

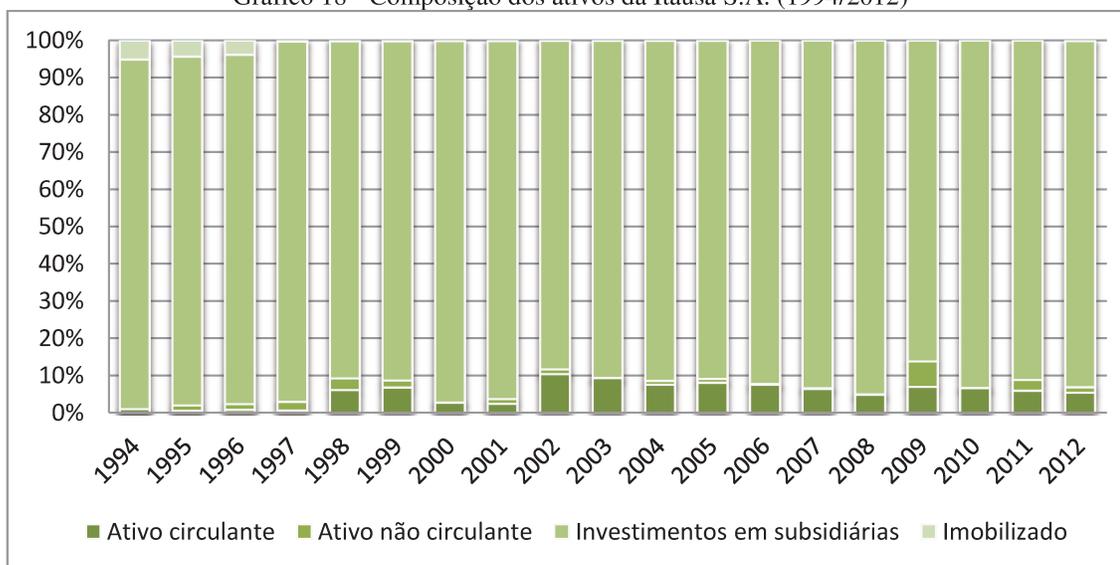
### 3.1.4. ITAÚSA

A Itaúsa Investimentos S.A. representa a controladora da fusão dos ativos controlados pelo Banco Itaú e pelo antigo Banco Unibanco, em processo de consolidação sob a marca Itaú, e os ativos próprios da *holding* Itaúsa. Ao lado do Banco do Brasil, foi um dos grupos financeiros brasileiros que mais buscou diversificar suas atividades para além das atividades financeiras. Apesar do controle familiar – famílias Setúbal e Villela – possui entre os acionistas importantes o fundo Petros, com 13,8% do capital votante. Entre os grupos econômicos financeiros brasileiros, talvez seja o que tenha passado por um processo mais avançado de conglomeração de empresas.

Neste sentido, a composição dos seus ativos assemelha-se mais ao perfil dos grupos industriais do que ao perfil dos grupos financeiros. A *holding* possui controle sobre algumas empresas

industriais de grande porte, com presença consolidada no mercado brasileiro e em processo de internacionalização. A diversificação em direção à indústria de transformação se concentrou em materiais de construção (louças e metais sanitários, pisos laminados, chapas de fibra e painéis de madeira), através da subsidiária Duratex S.A. – proprietária das marcas Hydra e Deca, entre outras; tecnologia da informação, através da Itautec S.A.; e na indústria química, através da Elekeiroz, que concentra seus negócios na segunda geração da petroquímica. No setor de serviços, o grupo Itaúsa diversificou sua atuação para administração imobiliária, concessões rodoviárias e energia.

Gráfico 18 - Composição dos ativos da Itaúsa S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

Ao incorporar o Unibanco, o grupo assumiu as áreas de negócio do banco, que proporcionou um aumento dos ativos do grupo Itaúsa em uma série de segmentos em que o grupo já atuava, como serviços financeiros, energia e concessões rodoviárias. A fusão serviu sobretudo para consolidar a posição do grupo em algumas atividades financeiras que já representavam negócios relativamente importantes – além da atividade bancária – como serviços de pagamentos eletrônicos (Redecard S.A.), fundos de previdência e de investimento, *leasing*, empréstimo pessoal e seguros. Estas áreas de negócios também foram a base para a internacionalização do grupo Itaúsa, não só das atividades financeiras como dos outros serviços e atividades industriais.

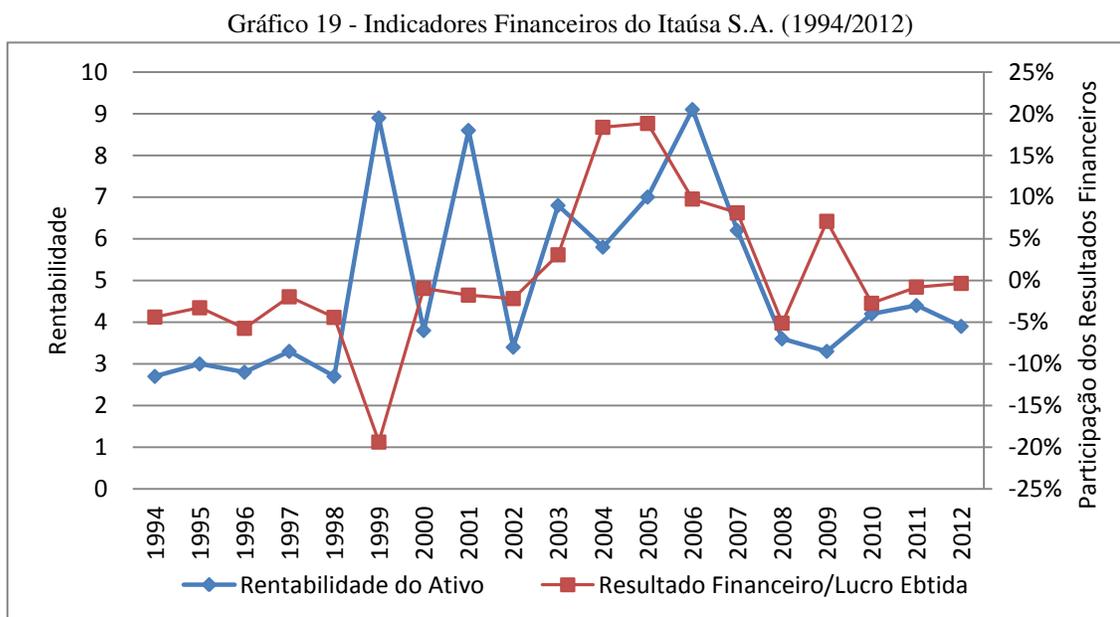
Tabela 9 - Principais projetos de investimento da Itaúsa S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
China	Serviços financeiros	119,2
Peru	Serviços financeiros	102,4
Reino Unido	Serviços financeiros	91,3
Colômbia	Serviços financeiros; tecnologia da informação; materiais de construção	68,9
Chile	Serviços financeiros	67,0
Hong Kong	Serviços financeiros	41,5
Uruguai	Serviços financeiros; tecnologia da informação	35,4
Argentina	Tecnologia da informação	15,2
Paraguai	Tecnologia da informação	3,8
Estados Unidos	Serviços financeiros	2,0
<b>Total Itaúsa</b>		<b>548,3</b>

Fonte: FDI Intelligence.

A Duratex expandiu suas atividades para o mercado europeu, através da criação das subsidiárias Deca Piazza e Duratex North America, e no mercado latino americano, através da compra da empresa colombiana Tablemac. A Itaútec estabeleceu subsidiárias na Argentina, França, Espanha, Itália e, a partir da aquisição da Tallard Technologies Inc. (Avnet) nos Estados Unidos, o grupo Itaúsa expandiu sua capacidade de atuação internacional em serviços de tecnologia da informação para cerca de mais trinta países. A Elekeiroz adquiriu uma pequena *trading company* na Inglaterra como base para comercialização da sua produção no mercado europeu, iniciando o processo de internacionalização de sua empresa química. O Banco Itaú iniciou um processo importante dentro de sua estratégia de crescimento de internacionalização na América do Sul, com a criação de uma rede de agências no Chile e Uruguai, além de outras agências espalhadas por um conjunto de países, como Portugal e Argentina. O grupo Itaúsa também internacionalizou em menor grau algumas outras atividades financeiras, com a criação de empresas seguradoras e fundos de investimentos fora do país.

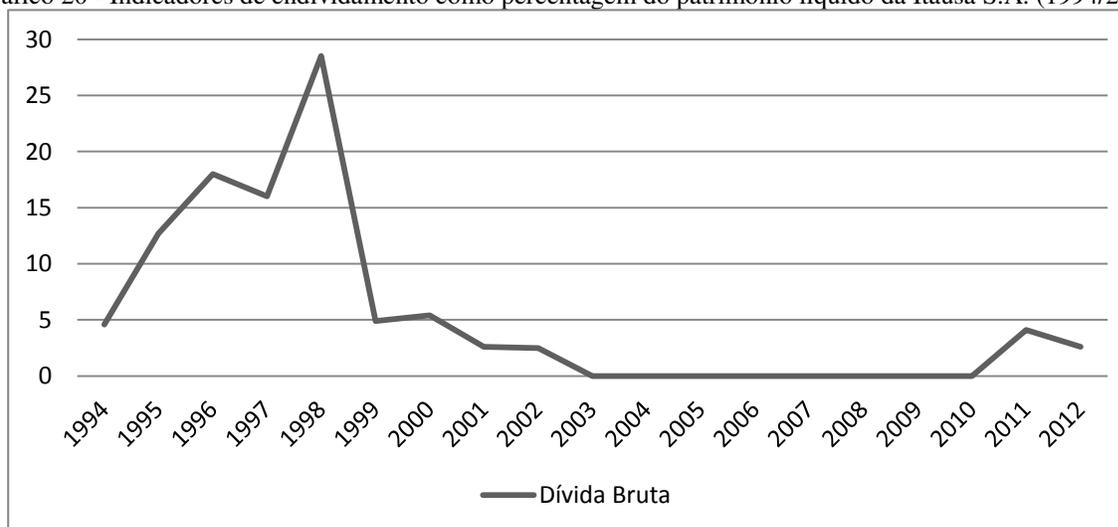
A rentabilidade do ativo do grupo apresentou alguns picos de alta nos anos de 1999, 2001, 2003 e 2006, provavelmente relativas aos movimentos na taxa de juros. Entretanto, a rentabilidade do grupo, em geral, se manteve alta durante todo o período estudado, com alguns movimentos de alta na participação das receitas financeiras durante momentos em que o lucro total do grupo cresceu de forma mais lenta. O lucro consolidado do grupo Itaúsa foi mais de 600% durante o período, embora a tendência de crescimento dos mesmos não tenha sido constante ao longo do tempo.



Fonte: Economática.

Após atingir cerca de 30% do patrimônio líquido no final da década de 1990 – motivado provavelmente pela diferença entre o custo de captação dos bancos em relação aos juros dos empréstimos – o endividamento do grupo permaneceu em níveis bem baixos durante os anos 2000. O crescimento do nível de endividamento do grupo Itaúsa após a crise aponta para certa tendência entre os grupos econômicos brasileiros, isto é, que um dos efeitos da crise tenha sido o acréscimo do grau de endividamento dos grandes grupos.

Gráfico 20 - Indicadores de endividamento como percentagem do património líquido da Itaúsa S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

O grupo Itaúsa, embora já fosse um grupo diversificado antes do período estudado, ampliou sua presença em alguns setores industriais, como material de construção e produtos químicos. Nestes setores, o grupo iniciou um processo de internacionalização com a aquisição de algumas empresas relevantes, como a colombiana Tablemac e a Tallard Technologies. No setor bancário, a incorporação do Unibanco consolidou o Itaú como uma das grandes empresas financeiras que controlam o mercado brasileiro. Entre os grupos financeiros brasileiros, é seguramente o com maior grau de internacionalização, e talvez o único privado com uma estratégia de criação de rede de agências no exterior.

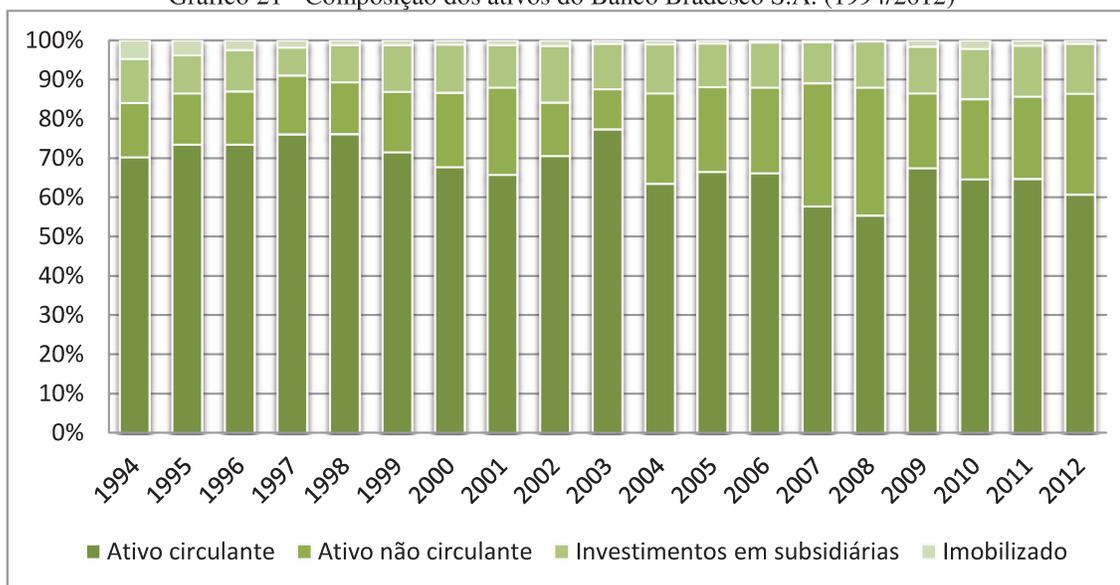
### 3.1.5. BRADESCO

Dos grupos financeiros estudados, o Bradesco, apesar da participação importante na Vale, manteve um perfil muito mais voltado para a atividade financeira, ao contrário do Itaú. Nem por isto, o processo de diversificação do Bradesco foi menos acentuado que os dos demais grupos estudados. O crescimento do banco, sobretudo a partir de 2006, está relacionado ao seu processo de diversificação das atividades financeiras e ao crescimento de suas empresas coligadas. Deste modo, o Bradesco tornou-se nas últimas décadas um grande conglomerado financeiro, tendo empresas representativas em uma vasta gama de serviços financeiros.

Embora a composição dos ativos tenha mantido o mesmo padrão durante o período estudado, o crescimento dos valores foi significativo, dado que o crescimento total do ativo somente da

*holding* Banco Bradesco S.A. desde 1994 foi de cerca de 1100%. A trajetória de diversificação foi abrangente dentro do ramo financeiro, a Fundação Bradesco controla, além da *holding* Banco Bradesco S.A., a Bradespar, empresa de participações do mesmo grupo, que reúne algumas participações importantes, como as da Valepar e da CPFL Energia. A *holding* bancária controla duas outras grandes empresas do grupo, a Bradesco Seguros e a Bradesco Saúde S.A. – que possui algumas participações em redes de clínicas privadas. O banco possui participações também em um conjunto de empresas de serviços financeiros como a Cielo S.A. (28,65%) e outras empresas de securitização, previdência, leasing, fundos de investimentos, administradoras de planos de saúde e corretoras.

Gráfico 21 - Composição dos ativos do Banco Bradesco S.A. (1994/2012)<sup>33</sup>



Fonte: Economática.

A estratégia de internacionalização do grupo ficou restrita basicamente a alguns países da América Latina, Europa e a alguns grandes centros financeiros internacionais, como Hong Kong e Nova Iorque. A estratégia do grupo foi centrada especialmente na diversificação de suas atividades financeiras e na ampliação de sua rede de agências, tanto no mercado interno como em países onde já atuava. A incorporação de alguns grupos financeiros nacionais por outros concentrou a concorrência no mercado nacional em basicamente seis grandes grupos, quatro nacionais – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú e Bradesco, e dois estrangeiros –

<sup>33</sup> Os dados da base usada nos gráficos de composição dos ativos e dos indicadores financeiros não incluem portanto a participação do Bradespar, como na *holding* controladora da Vale. Desta forma, a apresentação dos dados, inclusive por conta da base utilizada, respeita a principal atuação do grupo, a atividade bancária.

Santander e HSBC. O acirramento da disputa pelo mercado nacional pode ser um dos fatores que contribuiu para uma estratégia de internacionalização mais focada dos grupos financeiros brasileiros.

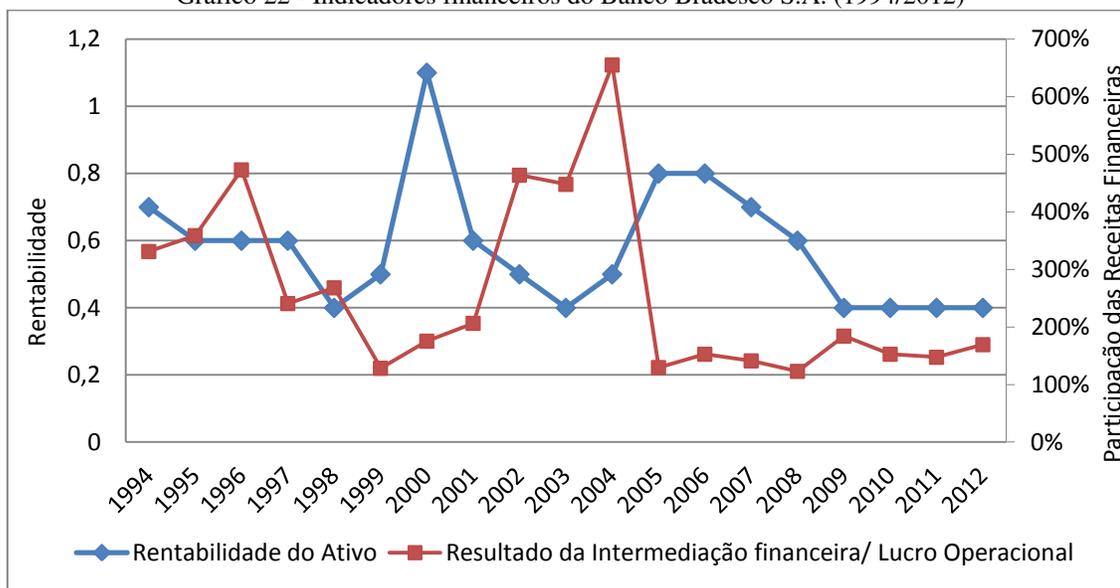
Tabela 10 - Principais projetos de investimento da Banco Bradesco S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Japão	Serviços Financeiros	41,5
Hong Kong	Serviços Financeiros	41,5
Reino Unido	Serviços Financeiros	32,5
Emirados Árabes	Serviços Financeiros	15,1
Luxemburgo	Serviços Financeiros	7,7
<b>Total Bradesco</b>		<b>138,3</b>

Fonte: FDI Intelligence.

Os indicadores de rentabilidade, sobretudo referente aos resultados da intermediação financeira, apresentaram oscilações consideráveis no período. A diversificação do Bradesco permitiu manter a rentabilidade do ativo apesar do crescimento mais lento das receitas de intermediação financeira, o que oferece indícios de que o período de juros menores na década de 2000 tenha incentivado à diversificação de alguns grupos financeiros brasileiros. Embora no caso do Bradesco, as outras receitas não provenientes de intermediação financeira ainda representem uma parcela muito pequena em relação ao total.

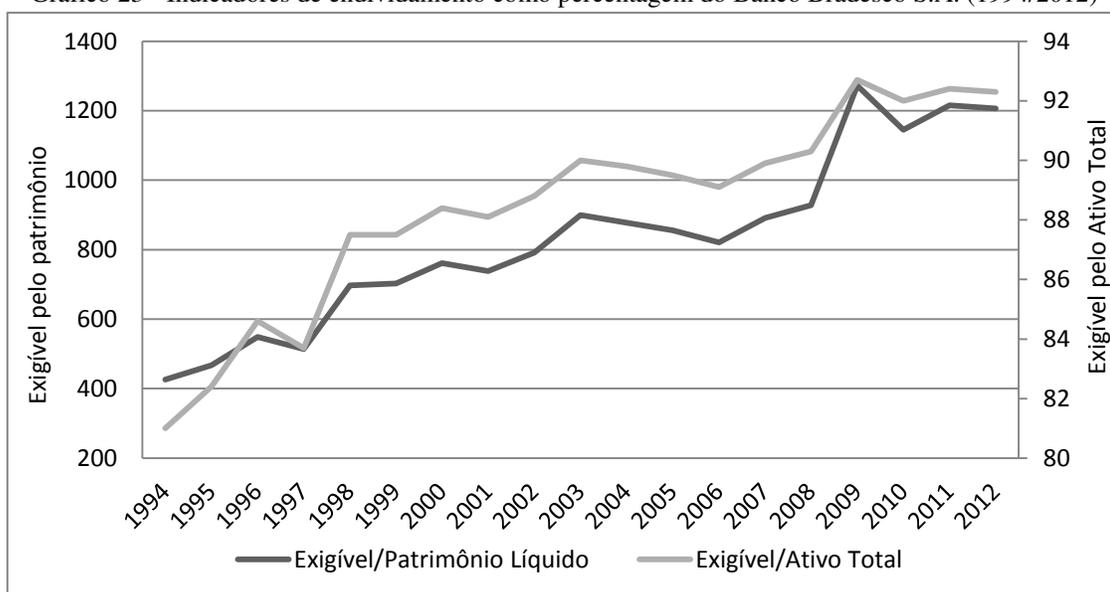
Gráfico 22 - Indicadores financeiros do Banco Bradesco S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

Tanto a proporção de capital de terceiros em relação ao capital próprio, como a relação entre ativo total e passivo exigível cresceram continuamente durante as últimas décadas. A exceção fica entre o período de 2003 e 2008, no qual as relações permanecem praticamente estáveis. Após a crise, confirma-se a tendência de aumento dos indicadores de endividamento dos grupos econômicos no Brasil. A crise representou uma elevação considerável no grau de endividamento do banco, apesar de sua estabilização a partir de 2010.

Gráfico 23 - Indicadores de endividamento como percentagem do Banco Bradesco S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

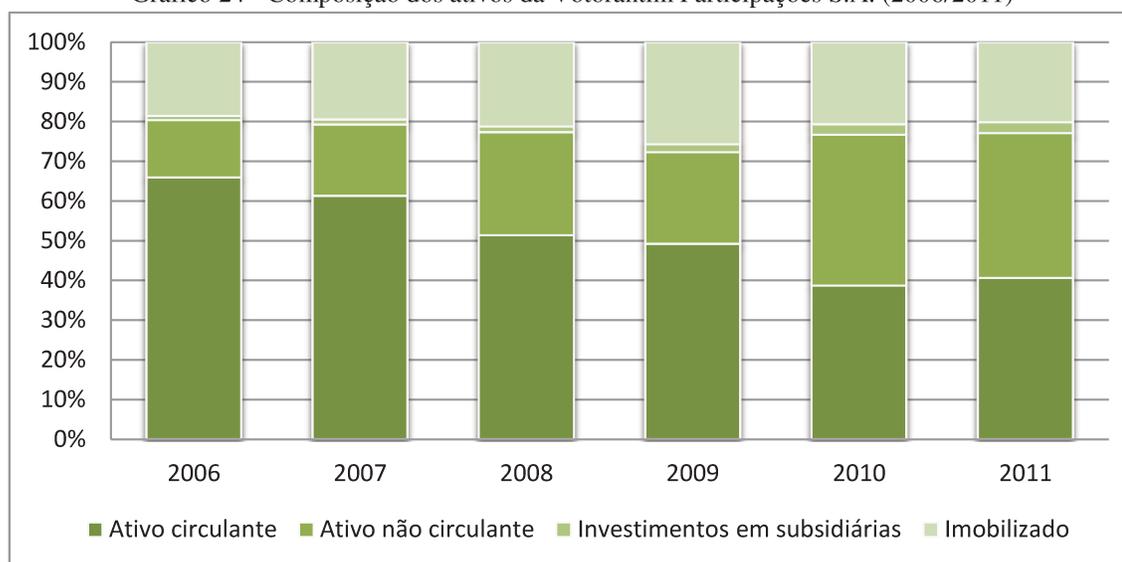
O Bradesco representou um caso típico do crescimento do setor financeiro brasileiro. O crescimento do patrimônio e da rentabilidade do banco não se traduziu em uma diversificação para outras atividades fora do setor financeiro, nem para a transformação do banco em uma *holding* acionária, com papel mais ativo no setor industrial. Apesar da *holding* acionária do grupo, a Cidade de Deus Companhia de Participações (controladora do Banco Bradesco e da Bradespar) ter se tornado um dos principais fundos acionários no Brasil, sua participação é concentrada setorialmente e em número de empresas, e geralmente empresas tradicionais de grande porte.

### **3.1.6. VOTORANTIM**

O grupo Votorantim manteve ao longo do tempo o posto de maior grupo industrial brasileiro de origem privada, apesar da redução considerável da diferença entre o patrimônio líquido da Votorantim S.A. e dos demais grupos do painel. O grupo já apresentava uma vasta estratégia de diversificação e internacionalização antes do período estudado. Embora tenha ampliado sua presença em vários ramos, a maior parte das áreas de negócio já estava estabelecida desde a década de 1980, fazem parte desse conjunto uma série de empresas dos segmentos de cimento, metalurgia, química, minerais não metálicos, celulose, aço, papel e celulose, entre outras.

Além das atividades do grupo em cimento, alumínio, zinco e na indústria química que são anteriores a década de 1960, durante o crescimento dos anos 1970, o grupo Votorantim ampliou sua participação na indústria de refratários e equipamentos pesados (Ruiz, 1994). Nos anos 1980 a empresa buscou diversificar as atividades para o setor financeiro e para o agronegócio, e também expandiu sua presença em setores nos quais já detinha uma produção relevante, adquirindo algumas empresas de cimento e papel e celulose. O grupo Votorantim, a partir dos anos 1990, reduziu suas áreas de negócio e buscou centralizar seus ativos em menos empresas, encerrando suas atividades especialmente em equipamentos pesados. De forma semelhante, os efeitos da crise de 2009 obrigaram o grupo a se desfazer de algumas participações acionárias, que foram assumidas principalmente pelas instituições financeiras públicas. Em 2011, o grupo vendeu integralmente a Nitro Química S.A., praticamente encerrando suas atividades na indústria química.

Gráfico 24 - Composição dos ativos da Votorantim Participações S.A. (2006/2011)



Fonte: Votorantim.

Atualmente, o grupo atua nos setores de cimento, níquel, zinco, alumínio, siderurgia, papel e celulose, metalurgia, energia e fruticultura, além de serviços financeiros. O grupo iniciou suas atividades no setor financeiro ainda na década de 1980, como forma de proteção em relação à alta inflação e para acessar algumas vantagens oferecidas às instituições financeiras. Durante a crise recente, as perdas acumuladas nas empresas do setor financeiro do grupo obrigaram-no a se desfazer de cerca de metade das ações do Banco Votorantim, adquiridas pelo Banco do Brasil. O grupo Votorantim também intensificou sua presença na produção de eucalipto, como forma de suprir não só a sua produção de celulose e papel como também para ampliar a produção de carvão vegetal para suas empresas cimenteiras.

No setor de cimento, níquel, zinco e alumínio, o grupo Votorantim seguiu uma estratégia de aquisição de reservas minerais para suas empresas produtoras, tentando aumentar o grau de verticalização de sua produção assim como no caso do setor florestal. Isto implicou na aquisição de uma série de minas e cimenteiras no Brasil, Portugal, Chile, Estados Unidos, Canadá, Bolívia, Uruguai, Argentina e Peru. Em parte, o acirramento da internacionalização das empresas cimenteiras brasileiras respondeu à política acirrada de aquisição de outras grandes cimenteiras regionais, como a mexicana Cemex. O grupo Votorantim também internacionalizou a produção de zinco e níquel com alguns investimentos nos Estados Unidos e Colômbia. O grupo concentrou o crescimento das suas atividades na indústria de alumínio através da Companhia Brasileira de Alumínio (CBA), que procurou não só aumentar sua participação no mercado nacional como

também, por conta da atividade ser eletrointensiva, buscou diversificar suas atividades para produção de energia, ampliando sua capacidade de geração.

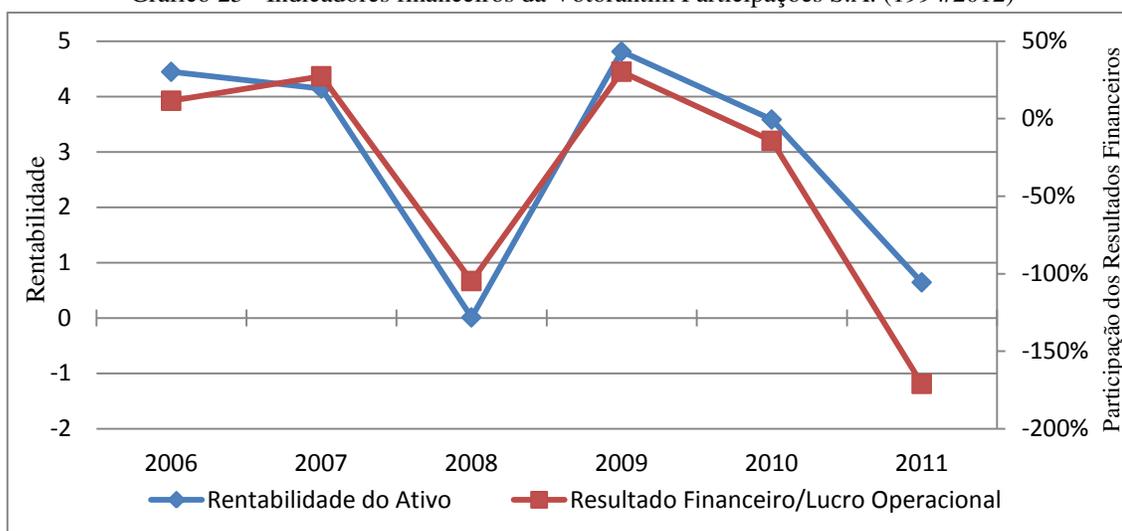
Tabela 11 - Principais projetos de investimento da Votorantim Participações S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Colômbia	Siderurgia	3.016,1
Peru	Mineração	1.000,0
Estados Unidos	Química; material de construção; cimento	264,9
Argentina	Siderurgia	158,9
China	Metalurgia	13,0
Total Votorantim		4.452,9

Fonte: FDI Intelligence.

A participação do BNDES ao assumir cerca de 30% das ações da Fibria Celulose S.A., permitiu que a VCP – antiga empresa de papel e celulose do grupo Votorantim – incorporasse a Aracruz Celulose, criando a nova empresa a partir da fusão dos ativos em 2009. A empresa aproveitou os efeitos da crise sobre a Aracruz Celulose para incorporar os ativos da empresa e formar a Fibria, que desde então passou a concentrar as participações acionárias em papel e celulose do grupo Votorantim. No setor de siderurgia, embora o grupo não tenha conseguido assegurar uma participação relevante nos grandes sistemas – CSN e Usiminas – formados a partir da privatização, a Votorantim Siderurgia adquiriu empresas na Argentina e Colômbia, além de suas usinas já instaladas no Brasil, tendo sido, portanto, incluída na estratégia de focalização da empresa. Os efeitos da crise sobre o grupo significou também uma reorganização de outras áreas de negócios, além da perda de parte do controle sobre o Banco Votorantim, ainda foram vendidas as empresas de biotecnologia em cana-de-açúcar Canavialis e Alellyx para a Monsanto por cerca de 290 milhões de dólares. Ambas as empresas foram formadas através de fundos de *venture capital* da Votorantim e detinham um considerável portfólio de patentes no setor.

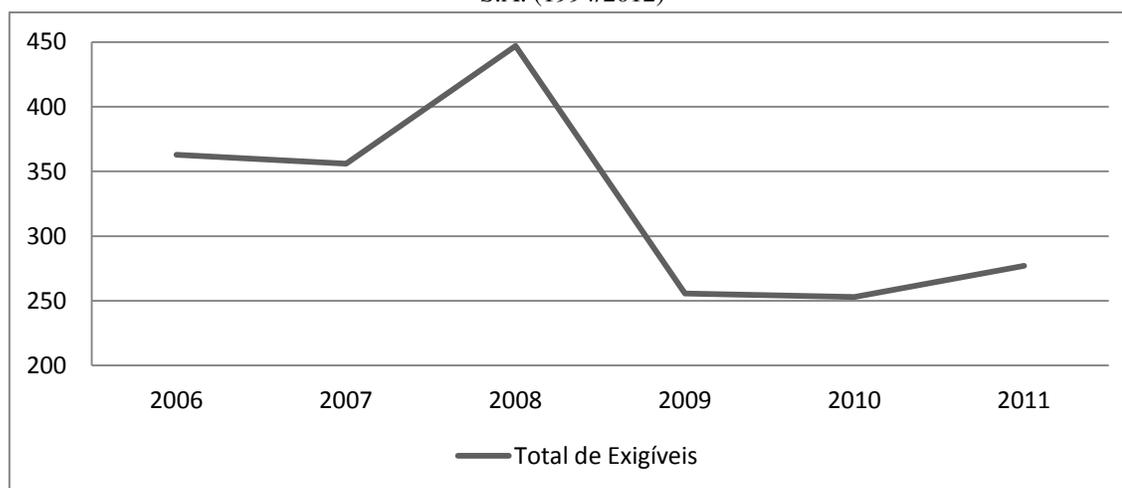
Gráfico 25 - Indicadores financeiros da Votorantim Participações S.A. (1994/2012)



Fonte: Votorantim.

Os indicadores financeiros demonstram primeiramente que durante a segunda metade dos anos 2000 a Votorantim Participações vem apresentando certa volatilidade nas receitas, sobretudo as financeiras. As perdas acumuladas nos ativos financeiros do grupo foram responsáveis pelos movimentos de baixa na rentabilidade, somadas aos efeitos pelo lado da demanda durante a crise. O endividamento do grupo permaneceu elevado durante a década, os efeitos negativos da crise e as perdas resultantes levaram a Votorantim Participações a se desfazer de alguns ativos, o que serviu em parte para melhorar o grau de endividamento do grupo.

Gráfico 26 - Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Votorantim Participações S.A. (1994/2012)



Fonte: Votorantim.

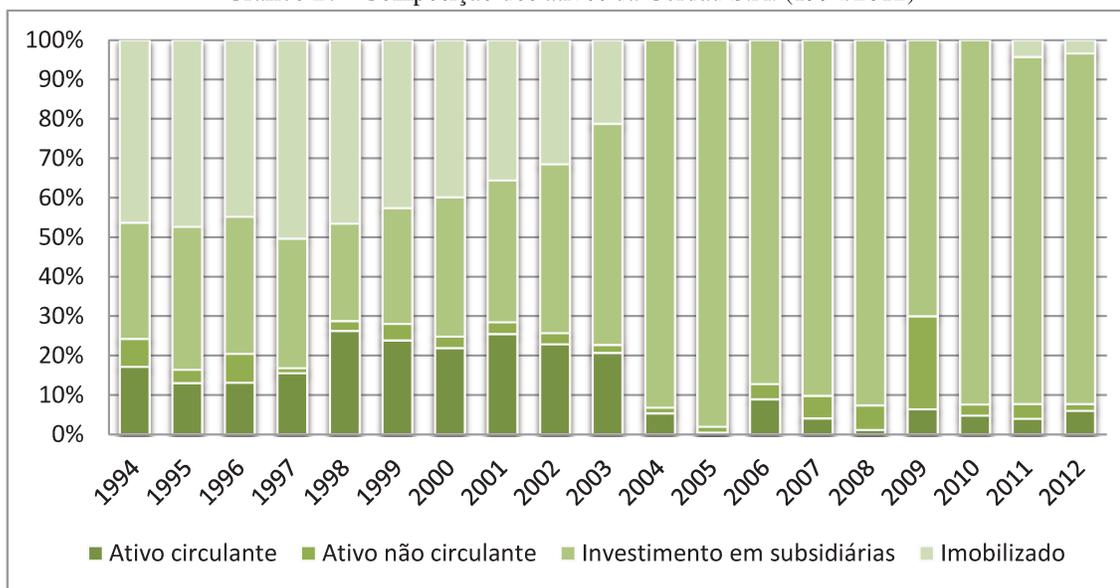
Nos momentos em que as flutuações no resultado financeiro não comprometeram a rentabilidade, a Votorantim Participações apresentou um crescimento próximo à média dos demais grupos econômicos. Como uma parte considerável dos ativos do grupo está nos setores de commodities agrícolas e minerais, a alta rentabilidade destas atividades permitiu um crescimento moderado, a despeito das perdas acumuladas no setor financeiro. Ademais, os efeitos negativos da crise interromperam uma aparente tentativa de diversificação do grupo para áreas mais intensivas em tecnologia dentro de seus ramos de atividade.

### **3.1.7. GERDAU**

Apesar da origem na primeira década do século XX, o grupo Gerdau foi um dos que entrou para o conjunto dos maiores grupos a partir dos anos 1980 e somente a partir dos anos 2000, o grupo passou a estar listado entre os 10 maiores grupos econômicos. Isto revela dois momentos específicos do grupo Gerdau. O primeiro durante o II PND, em que a capacidade produtiva do grupo cresceu aproximadamente 260% (Ruiz, 1994); e um segundo momento, a partir da privatização em que os ativos do grupo crescem aproximadamente 800%. Como argumentado no capítulo anterior, o grupo Gerdau teve uma participação intensa na compra dos ativos estatais colocados em leilão, focalizando na compra dos ativos de um conjunto de segmentos específicos durante a privatização.

O grupo procurou diversificar sua atuação nos anos 1980, com a aquisição de algumas *trading companies* e, em associação com a IBM, procurou estabelecer uma *joint venture* de serviços de informática. O baixo crescimento do mercado interno nos anos 1990 foi fundamental para o grupo reduzir seu grau de diversificação e concentrar sua estratégia na aquisição de usinas siderúrgicas no Brasil e no exterior. Neste sentido, a privatização, não só no Brasil, como no restante da América Latina, foi um fato importante na criação de uma oferta de ativos disponíveis para a execução da política de compras do grupo Gerdau, que a partir do final dos anos 1990 começa também um processo acelerado de internacionalização.

Gráfico 27 - Composição dos ativos da Gerdau S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática

A metalúrgica expandiu suas atividades na América Latina através da compra de algumas empresas da região: Sipar Aceros (Argentina), Laisa (Uruguai), Diaco (Colômbia), AZA (Chile), Siderurgica Tultitlán e Corsa Controladora (México), Siderperu (Peru) e Industrias Nacionales (República Dominicana). Fora da região, ainda foram compradas as empresas Sidernor Industrial (Espanha), Macsteel Inc. e Ameristeel Corporation (Estados Unidos) e a empresa indiana Kalyani Steel, consolidando a Metalúrgica Gerdau como uma empresa de presença quase global.

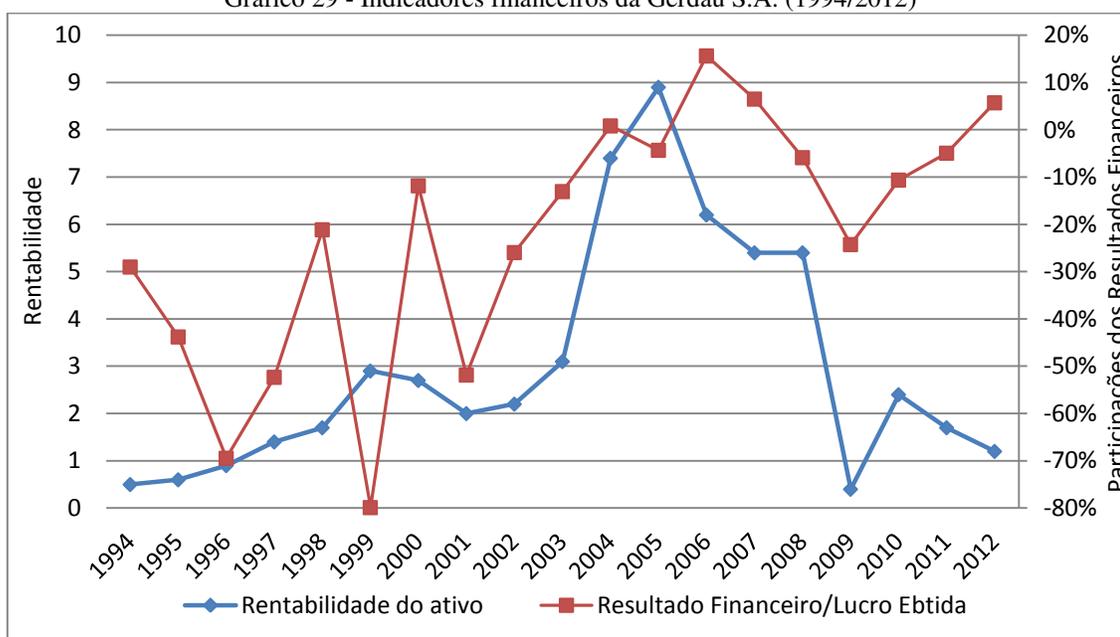
Gráfico 28 - Principais projetos de investimento da Gerdau S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Peru	Siderurgia	1.784,4
Argentina	Siderurgia; metalurgia	1.263,6
Estados Unidos	Siderurgia	733,2
México	Metalurgia	539,0
Índia	Metalurgia	302,7
Chile	Siderurgia; metalurgia	120,0
Espanha	Metalurgia	115,5
Colômbia	Siderurgia; metalurgia	102,2
República Dominicana	Metalurgia	100,0
Canadá	Siderurgia	17,6
<b>Total Gerdau</b>		<b>5.078,3</b>

Fonte: FDI Intelligence.

Conforme o gráfico abaixo, pode se perceber que a Gerdau S.A., após o período de compra durante a privatização, experimentou ao longo dos anos 2000 um período de grande rentabilidade. A rentabilidade do grupo foi fortemente afetada pela crise internacional, sobretudo em razão de seu alto grau de internacionalização. Além das receitas de suas coligadas no mercado externo, a rentabilidade também foi afetada pela focalização dos negócios no mercado interno em aços para construção, cuja demanda depende, sobretudo, da elevação dos investimentos em construção, que também ficaram aquém dos previstos.

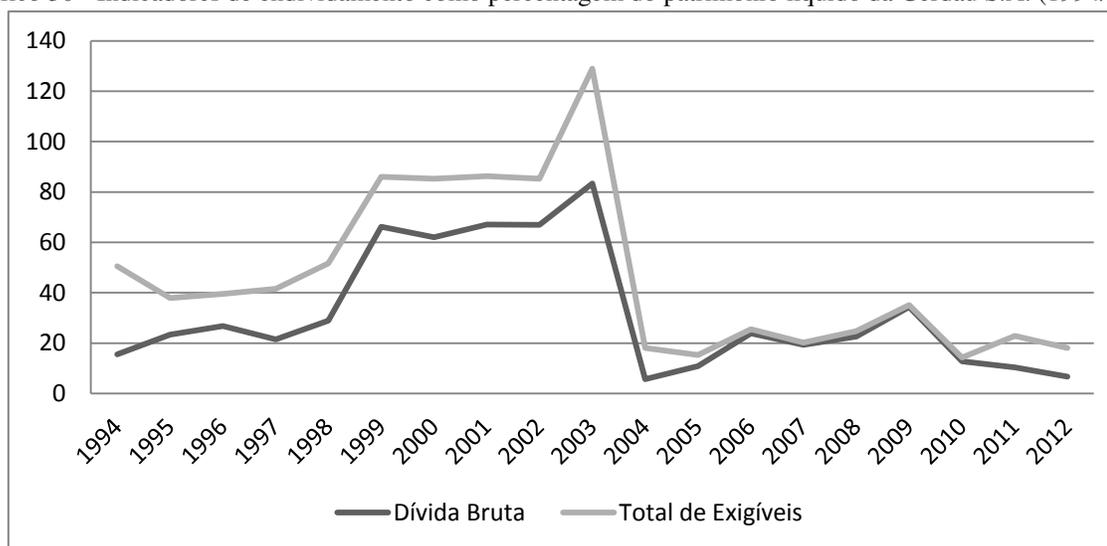
Gráfico 29 - Indicadores financeiros da Gerdau S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

O grau de endividamento da Gerdau S.A. aumentou durante o final da década de 1990 e começo dos 2000; após 2003, o endividamento decresce e mantém-se em um patamar reduzido ao longo do período. Neste caso, as variações no grau de endividamento do grupo acompanham as mesmas tendências da rentabilidade do ativo, que atingiu níveis bem altos após 2003. Apesar da redução da rentabilidade nos anos após a crise, o grau de endividamento permaneceu baixo, provavelmente em razão da pouca exposição financeira do grupo durante a crise.

Gráfico 30 - Indicadores de endividamento como porcentagem do patrimônio líquido da Gerdau S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

Recentemente o grupo Gerdau anunciou a criação de uma empresa de mineração, parte de sua estratégia de verticalizar sua produção de aço a montante, garantindo melhores acessos aos seus insumos. A Gerdau S.A., que já havia anunciado a intenção de encontrar um sócio para uma *joint venture* no setor, alterou sua estratégia para se tornar uma empresa integrada. De forma semelhante a outros grupos de rápido crescimento e baixa diversificação, o grupo Gerdau aumentou seu investimento externo e aproveitou o período de alta rentabilidade para se colocar globalmente em sua cadeia produtiva.

### **3.1.8. OI S.A./TELEMAR**

O processo de reorganização dos ativos que compõem a Oi S.A. está relacionado diretamente com o processo de reestruturação do setor de telecomunicações a partir dos resultados do processo de privatização. A Telemar Participações S.A. tem sua origem no Consórcio Telemar, vencedor do leilão de controle sobre a *holding* Tele Norte Leste S.A. que detinha os ativos de 16 subsidiárias oriundas da cisão da Eletrobrás. As empresas de telefonia agrupadas como Região I, que reunia as telefônicas do Amazonas, Roraima, Amapá, Pará, Maranhão, Piauí, Ceará, Rio Grande do Norte, Paraíba, Pernambuco, Alagoas, Sergipe, Bahia, Espírito Santo, Rio de Janeiro e São Paulo, foram reunidas sobre a *holding* Tele Norte Leste e adquirida pelo consórcio. Inicialmente, a *holding* era controlada pelos sócios Construtora Andrade Gutierrez S.A. (21,20%), Inepar S.A. Indústrias e Construções (20,00%), Macal Investimentos e Participações Ltda. (20,00%), Fiago Participações S.A. (18,70%), Brasil Veículos Companhia de Seguros (10,05%) e Companhia de Seguros Aliança do Brasil (10,05%).

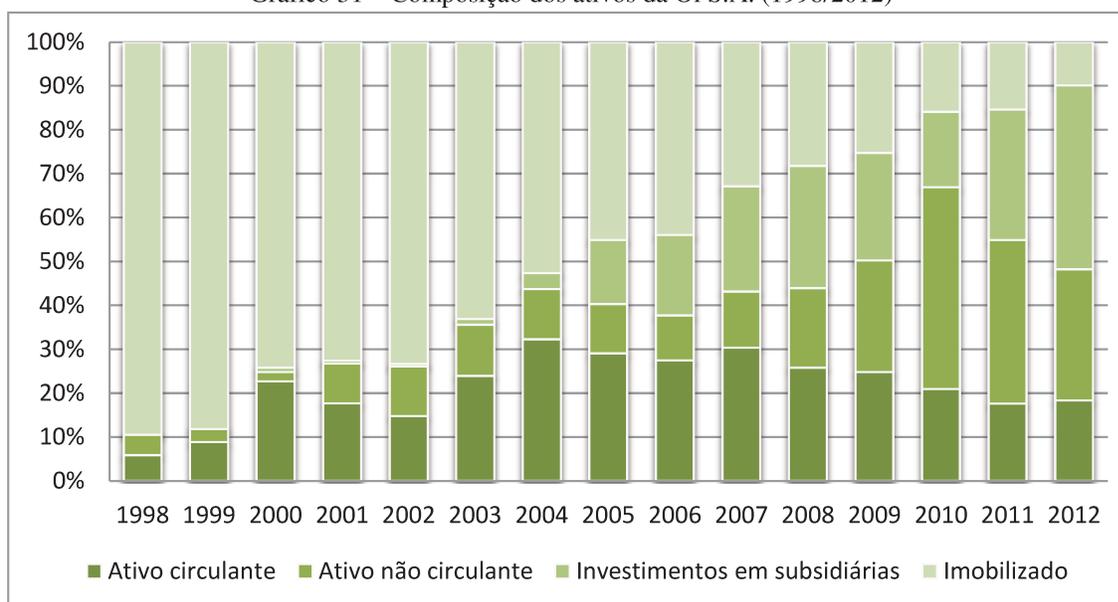
De 2001 até 2003, a *holding* passou por um intenso processo de reestruturação societária que envolveu a incorporação de uma série de subsidiárias, a aquisição de algumas outras empresas criadas durante a privatização e a troca de um conjunto de acionistas. Este processo tem início em 2000, a partir da liberação de fusões e aquisições e da livre entrada de operadoras nas regiões de operação criadas na privatização. A mudança na estratégia de competição das empresas resultou em um acirrado processo de concentração, que consolidou basicamente quatro companhias diversificadas de telecomunicações atuando no Brasil (Del Maso, 2008). Em 2005, é acordado entre os controladores o saneamento financeiro da Telemar, através da redução do capital social da empresa e a restituição de alguns acionistas. Com a consolidação do plano de saneamento financeiro da empresa, os principais controladores passaram a ser BNDESPar (25%), Fiago

Participações (19,9%), Andrade Gutierrez Telecom (10,27%) e mais um grupo de investidores, cada um com cerca de 10% do capital total (CVM, 2012). Este processo resultou na fusão de todos os ativos na holding Telemar Participações S.A., que passou a adotar a marca Oi, lançada em 2002 como denominação de sua operadora de telefonia móvel.

Outro grupo de ativos que compõem a Oi S.A. são provenientes da incorporação da Brasil Telecom, empresa resultante da reestruturação societária da Tele Centro Sul. A Tele Centro Sul Participações S.A nasceu pela reunião de parte dos ativos das regiões Norte, Centro-Oeste e Sul para a privatização, aglomerados em 2000 sob uma única empresa *holding*, denominada Brasil Telecom Participações S.A.. Inicialmente, a holding agrupou os ativos de telefonia fixa das empresas Telecomunicações Acre S.A., Telecomunicações de Rondônia S.A., Telecomunicações de Goiás S.A., Telecomunicações de Brasília S.A., Telecomunicações do Mato Grosso S.A., Telecomunicações do Mato Grosso do Sul S.A., Telecomunicações do Paraná S.A., Telecomunicações de Santa Catarina S.A. e Companhia Telefônica Melhoramento e Resistência – CTMR; em 2000, a empresa incorpora também a Companhia Riograndense de Telecomunicações (CVM, 2012). Em 2004, a empresa recebe autorização para operar em telefonia móvel e internet de banda larga, e inicia suas operações através da BrT Celular e BrTurbo – operada pela provedora de internet IG, também controlada pela Brasil Telecom.

Depois de um período de negociação entre os controladores e acionistas minoritários de ambas as *holdings*, em 2008 a Telemar apresentou uma proposta de compra da Brasil Telecom, envolvendo também algumas trocas de ações. A Telemar fundiu então seus negócios com a Brasil Telecom, centralizando os ativos na Oi S.A., nova *holding*, tendo a Telemar Participações S.A. como controladora. Após um acordo de compra mútua de participações acionárias finalizado em 2012, a Oi S.A. e a Portugal Telecom realizam uma compra recíproca de ações e consolidam um longo processo de reorganização societária. Ao final, a Portugal Telecom passou a ter posse de 6% do capital da Oi S.A e de 12% da Telemar Participações, que controla a Oi S.A. com 41,7% do capital. A Telemar Participações conta ainda com a Andrade Gutierrez Telecom (19,36%), LF Telecom – do grupo Jereissati (19,36), BNDESPar (13%), Fundação Atlântico (11,5%), Funcef (7,48%), Petros (7,48%) e Previ (9,69%) como principais controladores. Nesse processo, a Oi S.A. também passou a possuir 10% do capital da Portugal Telecom.

Gráfico 31 – Composição dos ativos da Oi S.A. (1998/2012)



Fonte: Economática

Com a reestruturação societária, o grupo passou a controlar ativos em diversos segmentos e a operar como uma empresa de telecomunicações multisserviços. Ao longo das reestruturações societárias, as empresas buscaram diversificar suas atividades seguindo a trajetória da convergência da tecnologia da informação, ampliando assim seus serviços; geralmente em telefonia fixa e móvel, transmissão de dados, provimento de internet banda larga e televisão por assinatura. Após o processo de incorporação de uma série de coligadas e simplificação da estrutura do grupo, a Oi S.A. voltou a ampliar o número de subsidiárias por conta da ampliação das empresas de serviços financeiros e a ampliação da rede de subsidiárias do grupo no exterior.

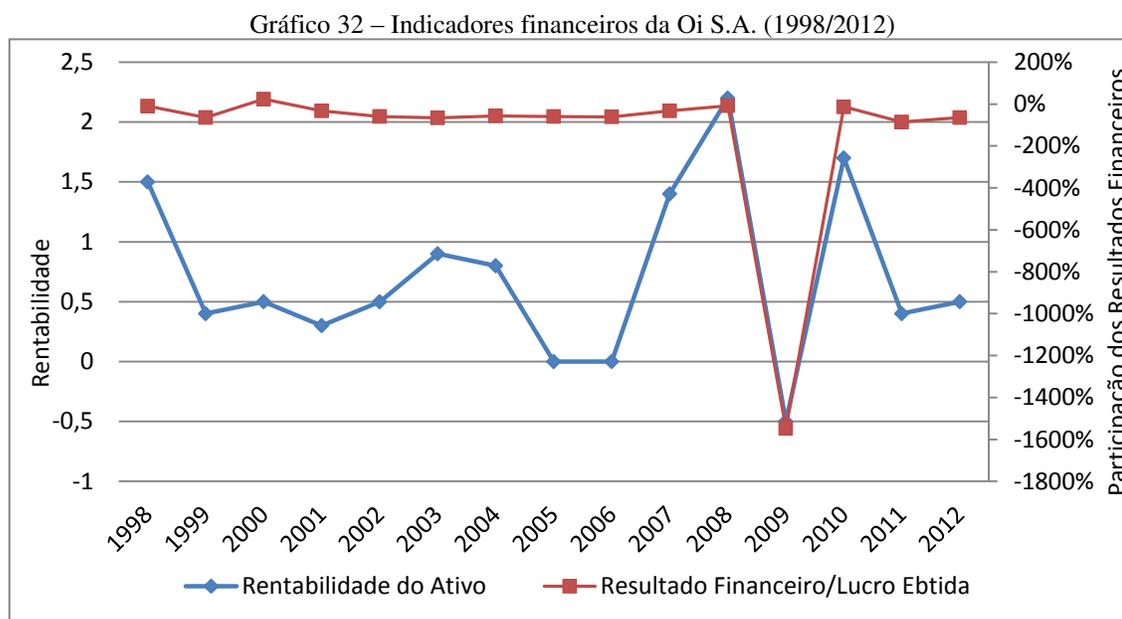
Tabela 12 – Principais projetos de investimento da Oi S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

Destino	Setores	Valor estimado (US\$ milhões)
Colômbia	Tecnologia da informação	238,4
Venezuela	Tecnologia da informação	282,3
Total Oi		520,7

Fonte: FDI Intelligence.

O processo de internacionalização do grupo se restringiu à abertura de empresas de serviços financeiros e de transmissão de dados, além da instalação de cabos de fibra ótica em países vizinhos como Venezuela e Colômbia. O grupo passou também a ter participação acionária na

Portugal Telecom, como já referido, resultado de um acordo estratégico entre ambas as empresas. A Oi S.A. vem ampliando seus investimentos em fibra ótica na América do Sul e construindo bases na Colômbia, Venezuela e Paraguai para reduzir seus custos de transmissão de dados no continente. Neste sentido, o processo de internacionalização do grupo, embora incipiente, procurou se concentrar na infraestrutura de transmissão de dados no continente sul-americano.

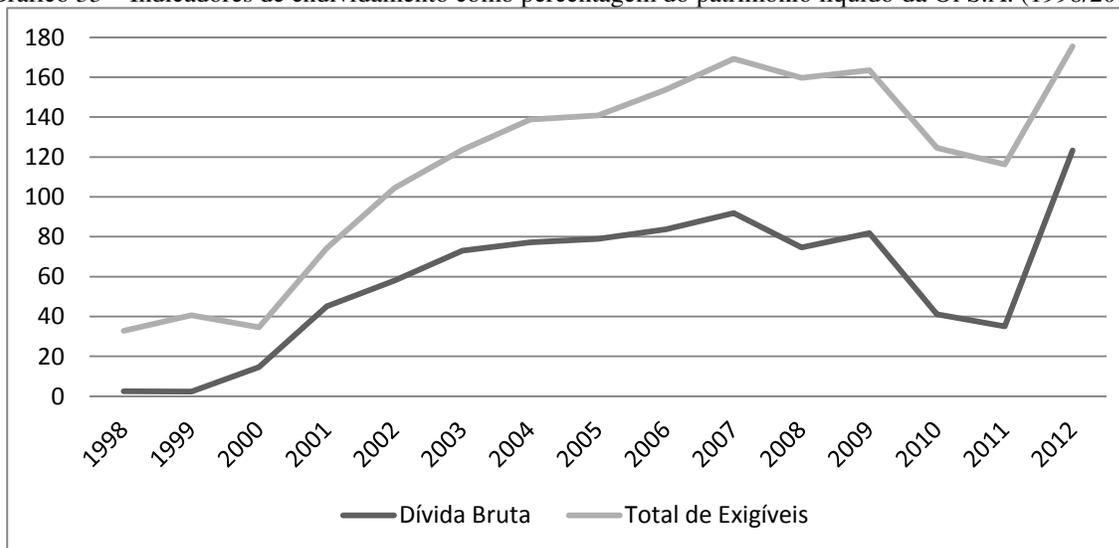


Fonte: Economática

Durante todo o período, a rentabilidade do ativo do grupo foi inconstante e não muito elevada, com exceção de 2007/2008. A rentabilidade, assim como a de outros grandes grupos, foi fortemente afetada durante a crise, porém apresentando uma rápida recuperação no ano seguinte. As receitas financeiras do grupo apresentaram tendência de crescimento, provavelmente em razão do incremento da diversificação do grupo para alguns serviços financeiros. Apesar disto, o resultado financeiro do grupo foi praticamente nulo durante todo o período, com exceção do grande prejuízo financeiro em 2009.

O grupo apresentou um grau de endividamento elevado durante o período, ao contrário da maioria dos grandes grupos econômicos brasileiros. Em grande parte, a reestruturação societária foi motivada pelo acúmulo de dívidas vencidas e pela incapacidade dos sócios de menor porte de acompanhar os requisitos financeiros requeridos pelo crescimento e mudança tecnológica nas telecomunicações. Ao longo da reestruturação do grupo, houve também o aumento do grau de endividamento durante a maior parte dos anos 2000.

Gráfico 33 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Oi S.A. (1998/2012)



Fonte: Economática.

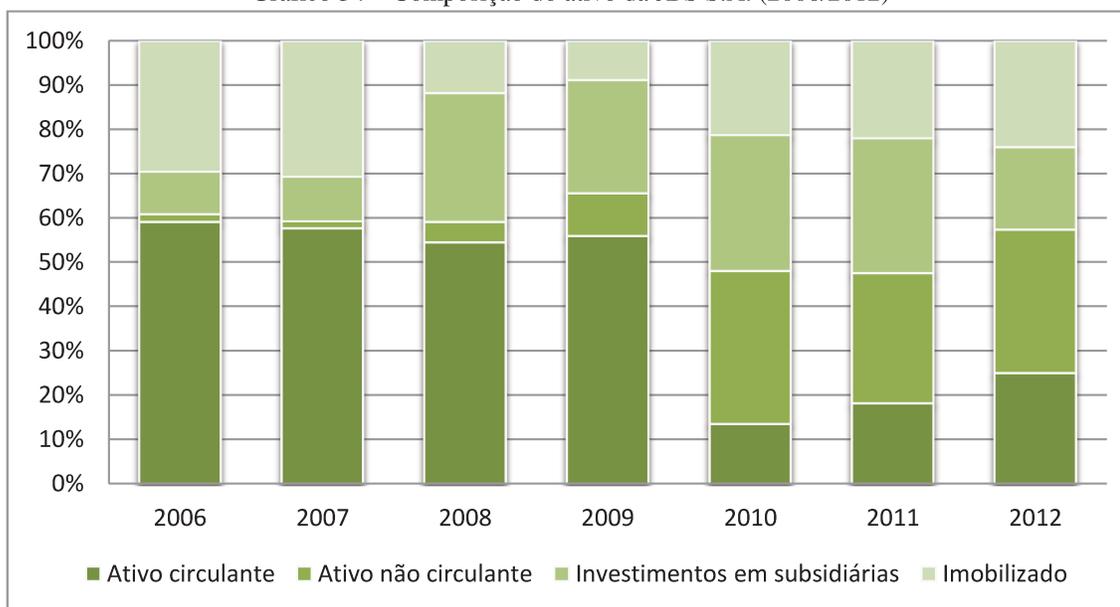
A consolidação da Oi S.A. somente foi possível através da mobilização dos fundos de pensão e do BNDESPar. Os fundos financeiros públicos e sindicais compuseram o bloco de controle com dois grupos econômicos nacionais: Grupo Jereissati e Andrade Gutierrez. A Oi S.A. fornece um bom exemplo a respeito do perfil de controladores dos setores privatizados após o processo de reestruturação societária – como tratado no capítulo anterior. Este padrão de composição de capital, entretanto, não ficou restrito aos setores privatizados; de modo geral, este padrão vem se tornando característico também dos grupos de crescimento mais acelerado durante a década passada.

### 3.1.9. JBS/FRIBOI

Embora o grupo JBS tenha sua origem na década de 1950, e um período de grande crescimento na região Centro-Oeste durante os anos 1970 e 1980, somente em 2006 o grupo entra para a amostra dos 200 maiores do Brasil. Neste sentido, contribui a fusão dos grupos Friboi e Bertin em 2009, que ao final resultou na triplicação do patrimônio da *holding* JBS. A JBS S.A. incorporou os ativos da Bertin S.A., controladora dos ativos de agronegócios e processamento de alimentos do grupo Bertin. Após assumir parte das áreas de negócio do grupo Bertin, a JBS ampliou sua diversificação e fundiu a estratégia já iniciada de internacionalização da Bertin S.A. com a sua própria.

Antes da fusão com a Bertin, a empresa já havia iniciado seu processo de internacionalização através da aquisição de empresas produtoras de carne industrializada e de unidades de abate. A estratégia de aquisição do grupo JBS no período de 2001 até 2006 foi voltada à aquisição de participação acionária em empresas líderes em mercados estratégicos como América do Sul, Estados Unidos, Europa, Austrália e China. O grupo também continuou a participar da concentração do mercado brasileiro de abate e processamento de carne bovina – levado adiante pela JBS, Bertin e Marfrig; processo no qual, a JBS adquiriu uma série de unidades produtoras na região Centro-Oeste do país. Recentemente, o grupo anunciou sua pretensão de entrar no setor financeiro, concentrando sua atuação em crédito rural.

Gráfico 34 – Composição do ativo da JBS S.A. (2006/2012)



Fonte: JBS-Friboi.

O perfil de composição dos ativos do grupo é alterado pela operação de incorporação do grupo Bertin. A Bertin S.A., no momento de sua incorporação, controlava empresas nos segmentos de processamento de alimentos e serviços financeiros, entre estas a Fábrica de Produtos alimentícios Vigor – capitalizada posteriormente pela JBS – e o Frigorífero Bertin. A empresa também já estava em processo de internacionalização com unidades de abate e processamento nos Estados Unidos. Além de assumir integralmente a Bertin S.A., o controle do grupo Bertin como um todo passou por uma reestruturação societária, sendo dividido em blocos iguais de ações e controlados por seis *holdings*, com participações igualitárias no bloco de controle. A *holding* controladora do grupo JBS, JBF Participações, assumiu um dos blocos acionários, passando então a também fazer

parte dos controladores do grupo. O grupo Bertin, além de possuir os ativos relacionados a produção e beneficiamento de alimentos, possui uma série de coligadas concentradas nos setores de construção civil, administração imobiliária, concessões públicas, agronegócio e energia.

De 2005 até 2007, a empresa iniciou seu processo de internacionalização adquirindo os ativos da Swift-Armour na Argentina e também a empresa argentina CEPA. Em 2007, a *JBS Holding Internacional* adquiriu uma série de participações acionárias em empresas australianas e americanas, que culminou na aquisição da Swift Foods Company em 2007, e posteriormente na compra da Pilgrim's Pride em 2009, consolidando o grupo JBS como líder mundial em abate de carne bovina. Este processo somente foi possível através da capitalização da JBS S.A. pelo BNDES durante a segunda metade dos anos 2000. Em 2007, o BNDESPar subscreveu um total de aproximadamente 1,8 bilhões de reais em ações, o que resultou no aumento de cerca de 230% no capital social do grupo. No ano seguinte, o BNDESPar subscreveu mais um montante de debêntures relativas ao financiamento de 3,5 bilhões de reais para a compra da Pilgrim's Pride. Como as debêntures não foram resgatadas no prazo, o BNDES converteu seus direitos em ações, passando então a dispor de 31% do capital votante da JBS S.A.. Em 2012, a JBS fechou mais um acordo de subscrição de debêntures, no valor de 500 milhões de reais, com a Caixa Econômica Federal.

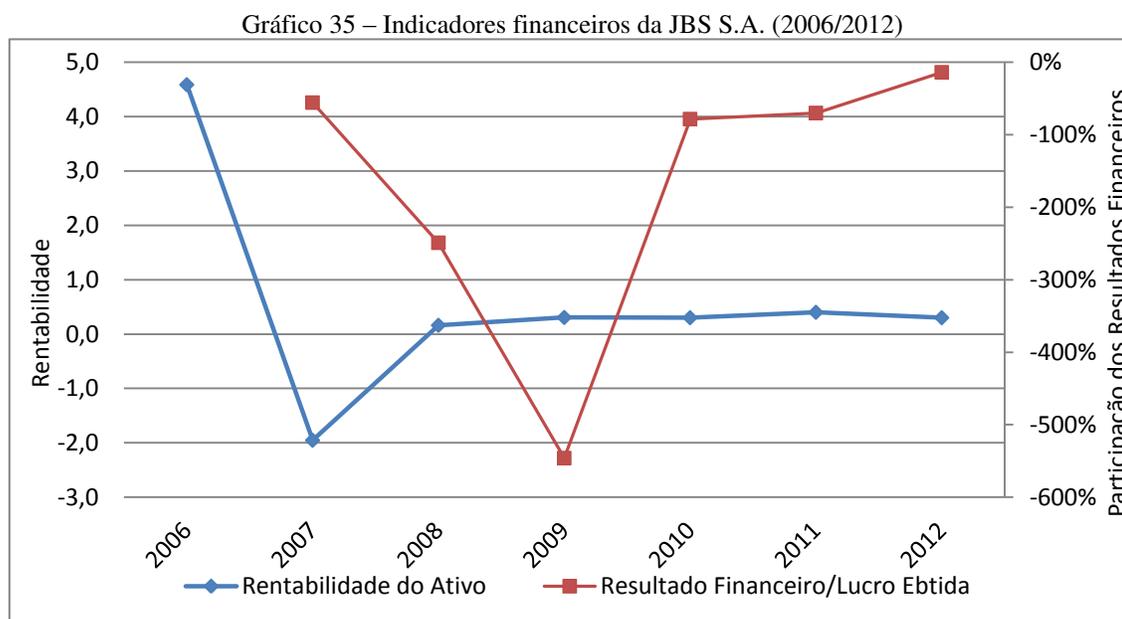
Tabela 13 – Principais projetos de investimento da JBS S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Estados Unidos	Processamento de alimentos; energia; transporte	637,5
Rússia	Processamento de alimentos	136,8
Argentina	Processamento de alimentos	45,2
Austrália	Processamento de alimentos	22,0
<b>Total Friboi</b>		<b>841,5</b>

Fonte: FDI Intelligence.

A despeito do enorme crescimento patrimonial, os indicadores financeiros do grupo são modestos. Contribui para este desempenho os resultados financeiros negativos da JBS e alguns anos de resultado operacional negativo, como em 2007. O perfil de composição da receita do grupo continuou ao longo do período sem grandes transformações, baseada principalmente na

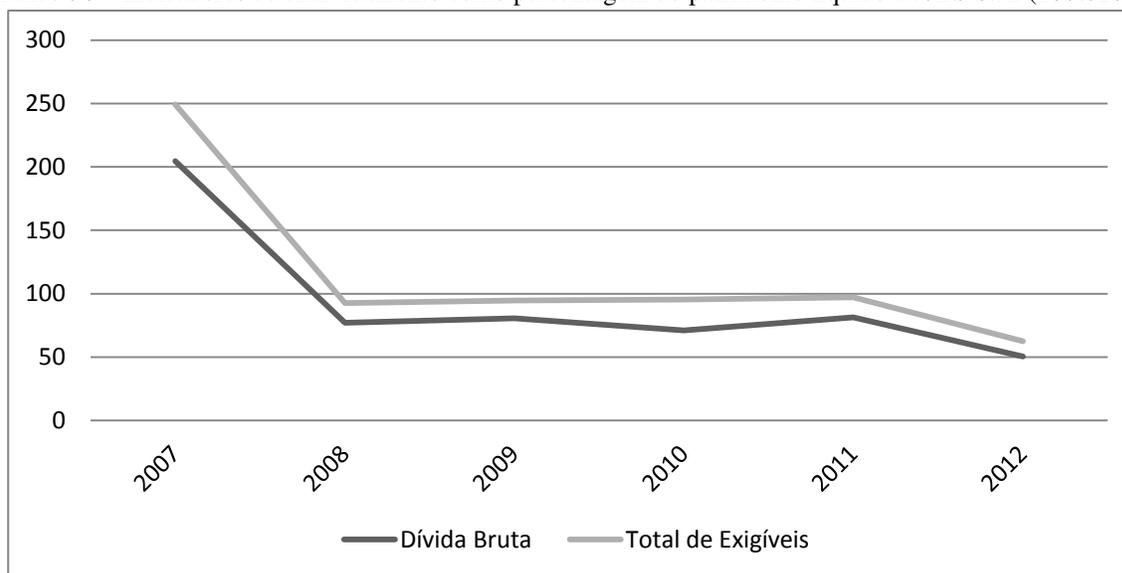
receita de vendas. Chama atenção a receita de vendas no mercado externo, que em alguns anos foi bem próxima das receitas no mercado interno – na média do período, foi em torno de 50%. A participação das receitas vinculadas ao mercado externo demonstra a importância da estratégia de internacionalização do grupo, que a partir de 2005, vinculou uma parte considerável de seu crescimento ao mercado externo.



Fonte: JBS-Friboi.

O resultado da estratégia do grupo até 2007 resultou em um alto grau de endividamento, que foi em parte revertido com a conversão das debêntures subscritas pelo BNDES em ações ordinárias da JBS. Apesar de ter uma parte considerável da receita vinculada ao mercado externo, a crise não teve impactos tão severos nos indicadores do grupo. A rentabilidade do ativo permaneceu estagnada próximo de zero, e as receitas com vendas no exterior continuaram subindo, embora em um ritmo menor.

Gráfico 36 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da JBS S.A. (2007/2012)



Fonte: Economática.

O grupo JBS, em decorrência da capitalização do BNDES e do crescimento do mercado comprador de carne bovina, foi o grupo econômico brasileiro de maior crescimento, tanto do patrimônio quanto da receita bruta, durante o período estudado, passando de uma empresa local para a maior produtora mundial de carne bovina. A JBS S.A. compõem, junto com outros grupos ligados às atividades primário-exportadoras, um conjunto de grandes companhias brasileiras que aproveitaram a alta dos preços das *commodities* e o retorno do Estado ao papel de promotor do capital nacional para avançar sobre posições estratégicas nas grandes cadeias globais.

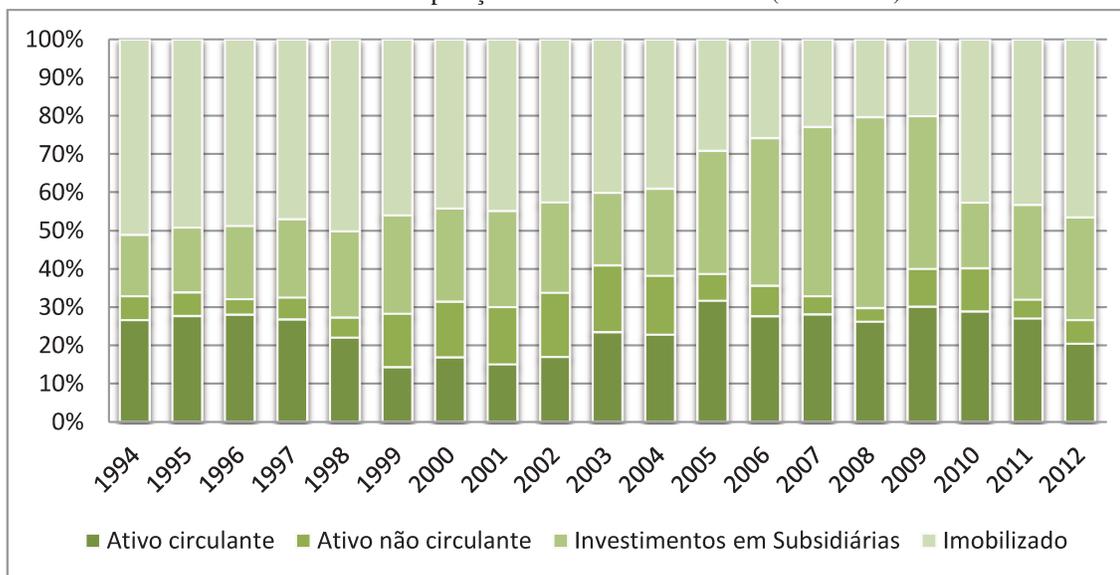
### 3.1.10. USIMINAS

O Sistema Usiminas, que reúne as empresas da *holding* Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A., passou recentemente por algumas mudanças em sua estrutura acionária, que ao se consolidar, devem transferir o controle do grupo para um conjunto de sócios formado por fundos japoneses, brasileiros e argentinos. Após a compra da empresa na privatização, a Usiminas constituiu-se como uma das centralizadoras dos ativos adquiridos durante o processo de concentração industrial na siderurgia brasileira. Em parte, apesar de o controle ser misto – uma composição de capitais com diferentes origens – a presença do grupo na amostra selecionada justifica-se como um exemplo de associação usual no período recente. Como argumentado, a presença dos grupos nacionais nos 50 maiores grupos no Brasil aumentou, porém aumentou também a presença de grupos de controle misto. Entre os grandes grupos também se tornou

comum participações minoritárias de grupos estrangeiros na estrutura acionária, como as referidas participações da Mitsui na Valepar e a Portugal Telecom na Oi.

Por outro lado, a mudança no controle acionário ocorreu durante o estudo realizado, e em parte, foi resultado da mudança das estratégias dos fundos de pensão e dos grupos Votorantim e Camargo Correa em reduzir seus ativos na siderurgia. Este processo foi simultâneo à tentativa da CSN aumentar sua participação na Usiminas, frustrada pela decisão do grupo ítalo-argentino Techint de ampliar seus negócios no Brasil. Assim como no caso da internacionalização das empresas cimenteiras, a rivalidade regional parece ter impulsionado as empresas do setor siderúrgico a adquirir ativos estratégicos no continente. Com isto, a Techint – controladora da siderúrgica Ternium – e a Nippon Steel passaram a controlar um conglomerado de empresas de mineração, siderurgia, logística e *trading companies* controlados pela Usiminas.

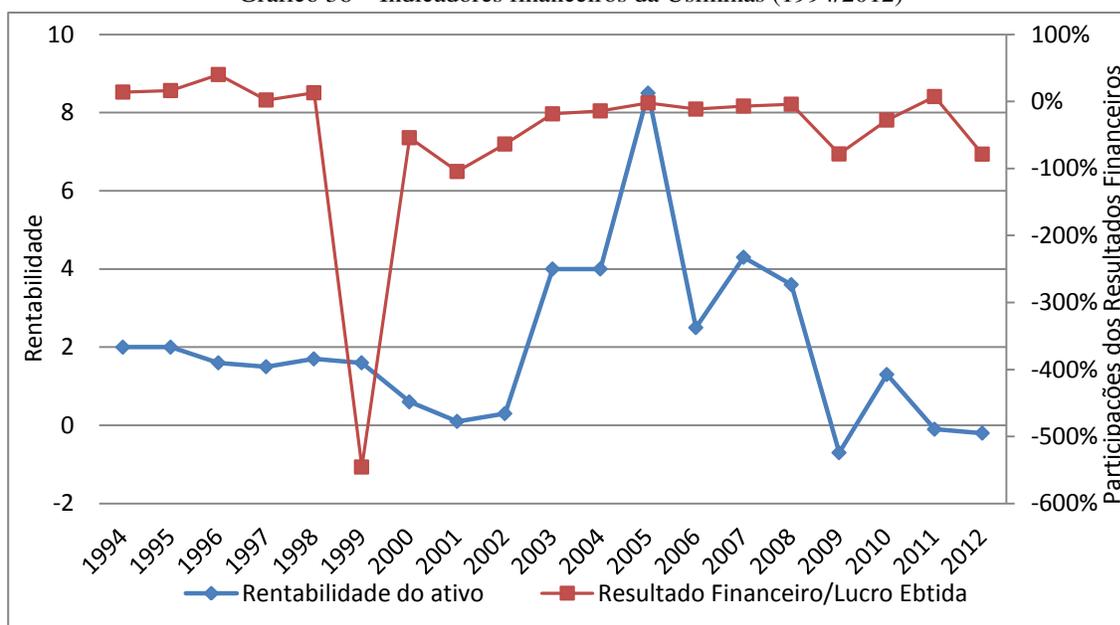
Gráfico 37 – Composição dos ativos da Usiminas (1994/2012)



Fonte: Economática.

Do final da década de 1990 em diante, a participação dos investimentos em coligadas segue aumentando, tendência que se altera somente a partir de 2009, quando a Usiminas procurou simplificar sua estrutura de controladas incorporando o capital de algumas na *holding*. Mesmo tendo apresentado um período de alta rentabilidade durante meados dos anos 2000, a Usiminas foi fortemente afetada pela crise. Desde 2008, o grupo vem acumulando resultados fracos e prejuízos em alguns anos. Esta sequência de resultados ruins após a crise deve levar o grupo a mais uma reestruturação patrimonial, provavelmente incluindo a venda de ativos.

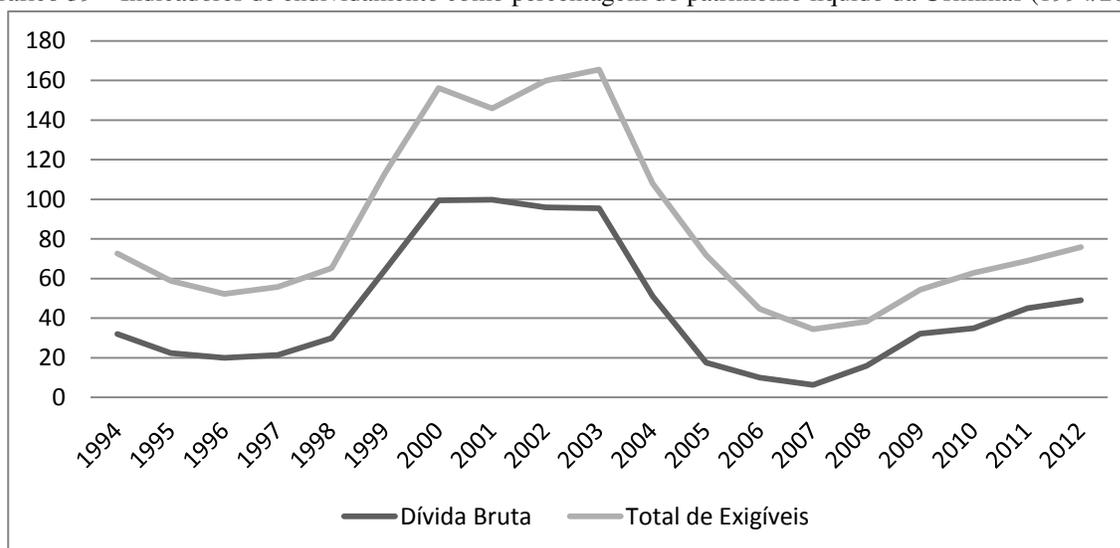
Gráfico 38 – Indicadores financeiros da Usiminas (1994/2012)



Fonte: Economática.

Os indicadores de endividamento do grupo demonstram que juntamente com o período de maior rentabilidade, o endividamento cresceu, sendo que a relação entre capital próprio e de terceiros atingiu quase 170% no auge do crescimento da dívida. Possivelmente, a dívida do grupo está relacionada com o próprio processo de concentração da siderurgia brasileira e com a estratégia de aquisições no período que se seguiu à privatização. O segundo movimento de aumento do grau de endividamento durante o período está relacionado com os efeitos da crise sobre a companhia.

Gráfico 39 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Usiminas (1994/2012)



Fonte: Economática.

Embora ao longo do processo de reestruturação do Sistema Usiminas, o controle tenha ficado com os grupos estrangeiros, a participação do capital nacional no grupo somada é de 29%, equivalente às participações do restante do bloco controlador. As participações na Usiminas também compõem uma parte importante dos ativos de outro grande grupo econômico brasileiro – a Companhia Siderúrgica Nacional, assim como uma parte dos investimentos da Previ. Após a reestruturação, a Usiminas constituiu-se, grosso modo, em uma espécie de reedição do modelo tripartite – entre capital público e capital privado nacional e estrangeiro – presente em alguns setores durante o período de substituição de importações. O grupo representa também as estruturas de propriedade típicas dos grupos econômicos de capital misto que se formaram nas últimas décadas.

### **3.1.11. ODEBRECHT**

As grandes construtoras nacionais representam um capítulo a parte na evolução do grande capital brasileiro. A própria denominação “construtora” capta pouco da dimensão das áreas de atuação destes grupos econômicos nas últimas décadas. A Odebrecht S.A., por ser a maior do setor de construção civil, é um bom exemplo da composição da estratégia de negócios que foi comum às grandes construtoras após a década de 1990: concessões públicas, insumos básicos, energia, defesa e indústria naval, representam alguns dos segmentos em que as grandes construtoras criaram empresas próprias. Uma parte destes, já em processo de internacionalização, acompanhando as regiões geográficas já exploradas pela internacionalização da construção civil brasileira a partir dos anos 1970.

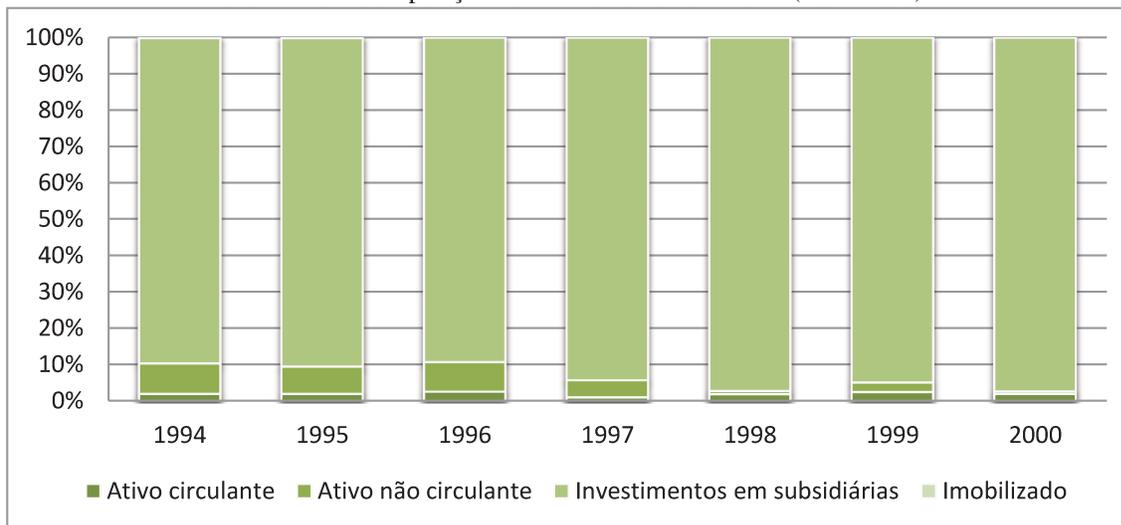
A Odebrecht S.A. possui uma dispersão setorial de seus ativos que dificulta enquadrá-la como uma construtora. Sua principal atividade, por receita e valor dos ativos, é a indústria química, seguida por engenharia e construção – sendo que na área de engenharia e construção, a Odebrecht realiza um grande número de atividades como engenharia industrial (detalhamento, *procurement*, *turn-key*, etc.), infraestrutura logística, saneamento, empreendimentos imobiliários, entre outros. A organização da estrutura de ativos do grupo também mudou significativamente, com a criação de uma rede de *holdings* setoriais, centralizando melhor as decisões por área de negócios.

Em química, a Odebrecht detém cerca de 50% do capital da Braskem – maior empresa petroquímica da América Latina – juntamente com a Petrobrás. A empresa possui a liderança

nacional na produção de insumos petroquímicos e bioquímicos, e entre as empresas do grupo, foi a que teve o maior volume de investimento externo nos últimos anos. A Braskem atua nos Estados Unidos (através da aquisição da *Sunoco Chemicals*), México, Venezuela e alguns países da União Europeia, através da Braskem Netherlands. No segmento de bioquímica, a Odebrecht atua a partir dos desdobramentos de seus negócios agroindustriais – controlados pela ETH Bio Participações S.A. – na produção de cana-de-açúcar. Através da produção de etanol, o grupo verticaliza suas atividades para bioenergia e bioquímica.

No setor de serviços, a Odebrecht atua em engenharia e administração imobiliária; além de alguns serviços financeiros – como o fundo de previdência complementar de seus empregados. O grupo econômico ampliou também sua participação em geração de energia, atuando em termoeletricidade, hidroeletricidade, energia eólica e, recentemente, desenvolvendo projetos de energia solar – sendo os dois últimos segmentos controlados pela Odebrecht Energia Alternativas S.A.. Em saneamento básico e tratamento de resíduos, a Odebrecht Engenharia Ambiental S.A. – controladora da empresa Foz do Brasil S.A., centraliza as operações de recuperação ambiental realizadas no Brasil e Argentina. Ainda no setor de serviços, a Odebrecht iniciou a participação em concessões públicas, reunidas nas *holdings* Odebrecht Participações e Investimentos S.A. e Odebrecht TransPort, que administra concessões rodoviárias, ferroviárias e portuárias no Brasil e outros países – através do controle de empresas como Rota das Bandeiras S.A., Concessionária Bahia Norte, Emraport e da Concessionária IRSA.

Gráfico 40 – Composição do ativo da Odebrecht S.A. (1994/2000)



Fonte: Economática; Odebrecht.

No setor industrial, a Odebrecht, como já referido, consolidou sua posição como líder nacional em produtos petroquímicos ao longo de reestruturação do setor. O grupo também aproveitou a expansão do setor petrolífero *off-shore* no Brasil para, assim como as outras grandes construtoras, diversificar seus negócios para o setor naval, através da participação na construção e operação de estaleiros – como o Estaleiro Enseada Paraguaçu em associação com a OAS construtora S.A. e a japonesa Kawasaki Heavy Industries. A Odebrecht utilizou as capacitações reunidas no setor naval para iniciar sua atuação na produção de submarinos, ampliando a presença do grupo em outra nova área de negócios, o setor de defesa.

O grupo fundou em 2010 a Odebrecht Defesa e Tecnologia S.A., *holding* que reúne as empresas do grupo no setor de defesa. Em 2012, a *holding* adquiriu a Mectron, empresa sediada em São José dos Campos que atua na produção de mísseis e no desenvolvimento de sistemas para radares, aviônicos (mísseis e aeronaves não tripuladas) e satélites. A Odebrecht Defesa e Tecnologia ainda controla a COPA Gestão de Defesa (gestão de logística integrada em operações de campo) e, em 2011, formalizou a *joint venture* Odebrecht Cassidian Defesa, associação do grupo com a empresa alemã European Aeronautic Defense and Space Company (EADS), uma das líderes mundiais de planejamento e serviços de defesa e segurança. A *joint venture* torna a Odebrecht operadora da EADS na América Latina.

Tabela 14 – Principais projetos de investimento da Odebrecht S.A. no exterior (2003/2012)

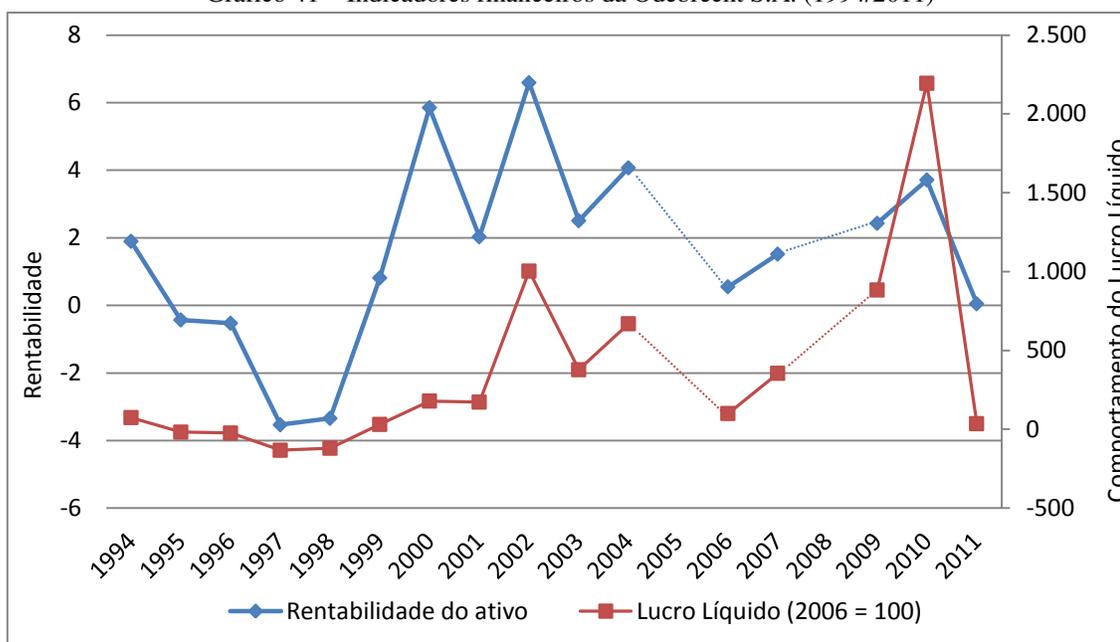
<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
México	Petroquímica	2.500,0
Peru	Petroquímica	2.500,0
Venezuela	Química Básica	2.000,0
Bolívia	Química Básica	1.400,0
Equador	Hidroeletricidade	320,0
Angola	Energia; mineração; construção civil; química básica	250,0
Estados Unidos	Petroquímica	37,5
Países Baixos	Petroquímica	37,5
Alemanha	Química Básica	8,7
Tanzânia	Engenharia Industrial	7,0
<b>Total Odebrecht</b>		<b>9.043,7</b>

Fonte: FDI Intelligence.

O fato curioso da internacionalização da Odebrecht foi que o processo atingiu um grau maior de diversificação do que aquele apresentado pelo grupo no mercado interno. De modo geral, as principais empresas do grupo no mercado interno estão em avançado processo de internacionalização. O grupo atua em construção civil – através da *holding* internacional Belgrávia Empreendimentos – na África, América Latina, Oriente Médio e alguns países da Europa, e em empreendimentos imobiliários, na América Latina, África e Portugal. Em concessões públicas, a Odebrecht atua nas mesmas regiões, gerindo concessões portuárias, rodoviárias, ferroviárias e de telecomunicações. No setor energético, o grupo atua também na América Latina – especialmente Equador e Peru – e África. Destacam-se também a presença da Odebrecht nas obras de infraestrutura na África, Emirados Árabes e América Latina, e a produção de bioquímicos em Angola.

Além dos setores organizados a partir do mercado interno, a Odebrecht inseriu-se em uma série de setores em seu processo de internacionalização. Em mineração, a Odebrecht expandiu sua presença para Angola, Moçambique e África do Sul. A criação de empresas de participação na África e América Latina levou a Odebrecht a participar como sócio de um grupo de atividades bem distintas, como hotelaria, empresas de logística, *trading companies* e até uma rede de supermercados em Angola. A presença da Odebrecht na África é tão significativa na sua estratégia de negócios que cerca de 12% da mão de obra do grupo é africana e 14% da força de trabalho total está no continente africano. O grupo fundou também para suas atividades internacionais a Odebrecht Óleo e Gás S.A., atuando na exploração de petróleo e gás na América Latina e África (o grupo também atua em refino através da Braskem).

Gráfico 41 – Indicadores financeiros da Odebrecht S.A. (1994/2011)

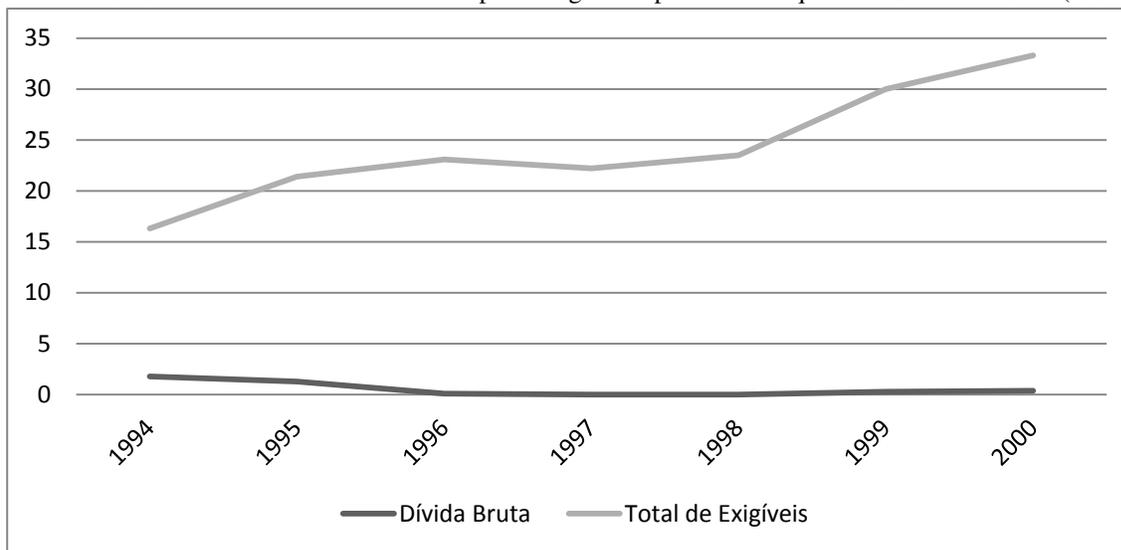


Fonte: Economática; Odebrecht

Embora a dificuldade de montar séries completas da evolução de alguns indicadores financeiros da Odebrecht<sup>34</sup>, pode-se observar pelos dados disponíveis que a rentabilidade do grupo decaiu ao longo do final da década de 1990, recuperando-se entre 2000 e 2004. O lucro líquido da *holding* cresceu pouco durante o período, com exceção dos anos de maior rentabilidade e do período que antecede a crise internacional. O grau de endividamento permaneceu estável, pelo menos no período em que os dados estão disponíveis, isto é, na última metade da década de 1990.

<sup>34</sup> Alguns dados estão disponíveis apenas para o curto período entre 1994 e 2000, no qual o grupo procurou organizar suas atividades em uma *holding* de capital aberto. Para o restante do período, alguns dados são disponíveis através dos relatórios financeiros consolidados dos grupos, porém para certos anos os dados são indisponíveis. Guardada as devidas particularidades, o mesmo vale para as demais grandes construtoras do painel.

Gráfico 42 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Odebrecht S.A. (1994/2000)



Fonte: Economática.

A Odebrecht, apesar da amplitude de seu movimento de diversificação e internacionalização, não teve uma trajetória recente muito distinta das grandes construtoras brasileiras. Pelo grau de diversificação – inclusive para áreas não correlatas, pela estrutura de ativos e pela organização patrimonial, as grandes construtoras nacionais no período recente realizaram um movimento importante de conglomeração industrial. Contribuiu para isto, o fato de que todas as grandes construtoras procuraram renovar seus vínculos com o capital estatal a partir dos anos 1990, entrando em serviços públicos, concessões e parcerias público-privadas de uma forma ampla.

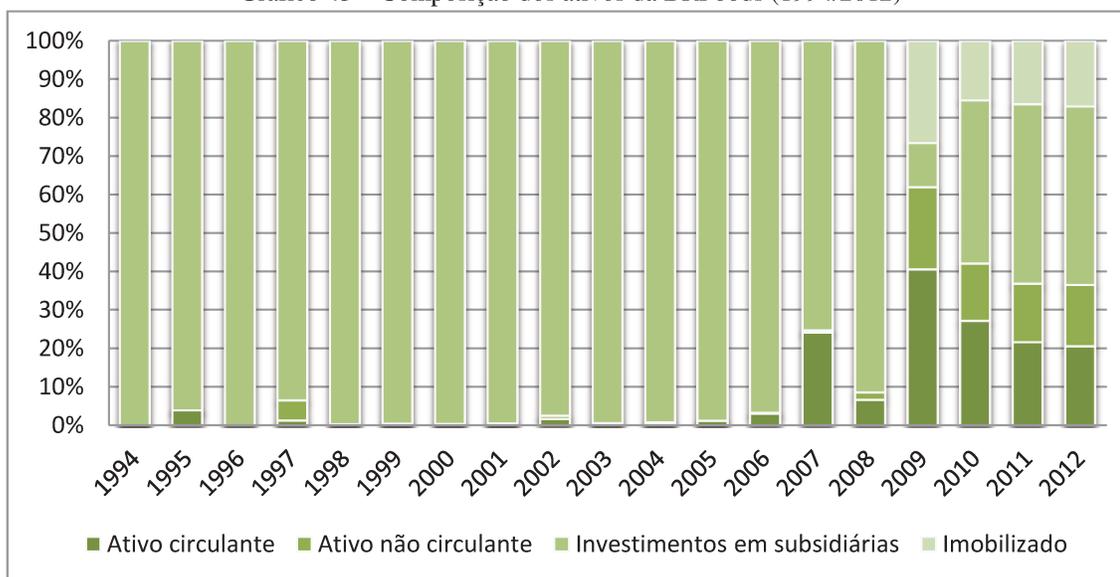
### 3.1.12. BRFOODS

A história da BRFoods começa a partir da incorporação dos ativos da Sadia S.A. pela Perdigão, como parte da tentativa de saneamento financeiro da Sadia após as perdas provocadas pela crise de 2009. A crise inverteu um processo de concentração que indicava uma possível aquisição da Perdigão pela Sadia, como foi tentado de fato pela Sadia através de uma proposta de *takeover* do controle acionário da concorrente em 2006. Durante os anos 1990, a Perdigão depois de também acumular uma série de perdas financeiras, passou do controle familiar para o controle de um conjunto de fundos de pensão. O grupo Perdigão passou por um período longo de reestruturação societária, até basicamente resultar na composição atual da BRFoods.

O grupo BRFoods é controlado por um conjunto de fundos de pensão – incluindo Previ (12,8% do capital), Petros (10,3%), Valia (1,9%) e Sistel (1,3%), contando também com um fundo de

investimento estrangeiro (Tarpoon Investimentos, com 8% do capital) e com um grupo de pequenos acionistas – que inclui os antigos acionistas majoritários da Sadia e o BNDESPar. Em 2011, o Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE) aprovou a fusão dos ativos da Sadia com a Perdigão, passando os ativos a serem organizados a partir da *holding* BRF Brasil Foods S.A., detentora das marcas dos grupos Sadia e Perdigão (além das marcas Sadia e Perdigão, o grupo ainda detém as marcas Elegê e Batavo). O CADE determinou além disso a alienação de várias marcas do grupo, como Rezende, Tekitos, Fiesta e Doriana. Estes ativos foram permutados com o grupo Marfrig, que cedeu em troca a empresa Quickfood S.A., sediada na Argentina.

Gráfico 43 – Composição dos ativos da BR Foods (1994/2012)



Fonte: Economática.

Com a reorganização de suas atividades após a fusão, a BR Foods passou a contar com empresas nos segmentos de carnes (in natura, processada e elaborada), lácteos e soja processada; além de uma vasta linha de produtos elaborados no setor de alimentos, como alimentos prontos, margarinas e sobremesas. O processo de internacionalização da BR Foods, além de incorporar os projetos já em realização da Sadia e Perdigão, concentrou-se na Europa e Oriente Médio, e recentemente a companhia anunciou planos de investimento na Argentina e China. Em linhas gerais, o processo ficou restrito a instalações de centrais de distribuição e a algumas unidades de abate.

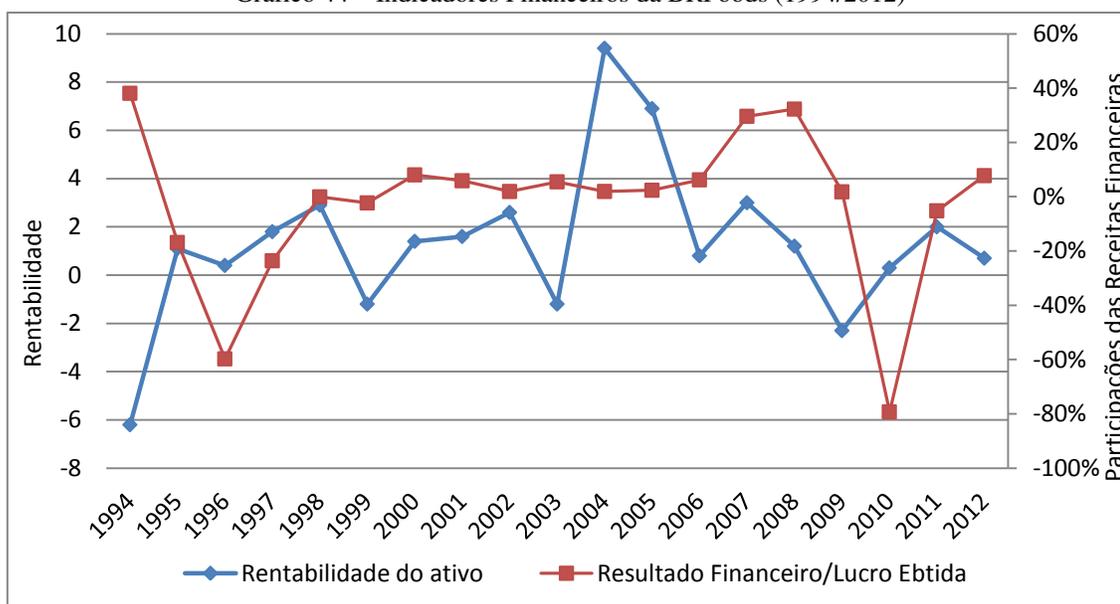
Tabela 15 – Principais projetos de investimento da Sadia, Perdigão e BR Foods no exterior (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Emirados Árabes	Carnes; processamento de alimentos	177,2
Rússia	Carnes	90,0
Países Baixos	Processamento de alimentos	38,6
Áustria	Processamento de alimentos	19,1
Japão	Carnes	11,7
Portugal	Carnes	3,5
<b>Total BRFoods</b>		<b>340,1</b>

Fonte: FDI Intelligence.

Um dos efeitos da crise sobre a composição dos ativos da BRFoods foi relativo justamente a perda de valor de mercado das suas empresas coligadas. Após a fusão, percebe-se também a ampliação do realizável a longo prazo, através da incorporação contábil de uma série de direitos a receber do grupo. De modo geral, a modificação da composição dos ativos reflete a acomodação do processo de fusão em meio à crise internacional. Os indicadores financeiros do grupo refletem um longo período de baixa rentabilidade, com exceção do período de 2004 e 2005, no auge do ciclo de crescimento. A BRFoods foi formada posteriormente a um longo período em que ambos os grupos – Sadia e Perdigão – enfrentaram um acúmulo de resultados financeiros negativos, o que provavelmente contribuiu igualmente para a baixa rentabilidade dos ativos.

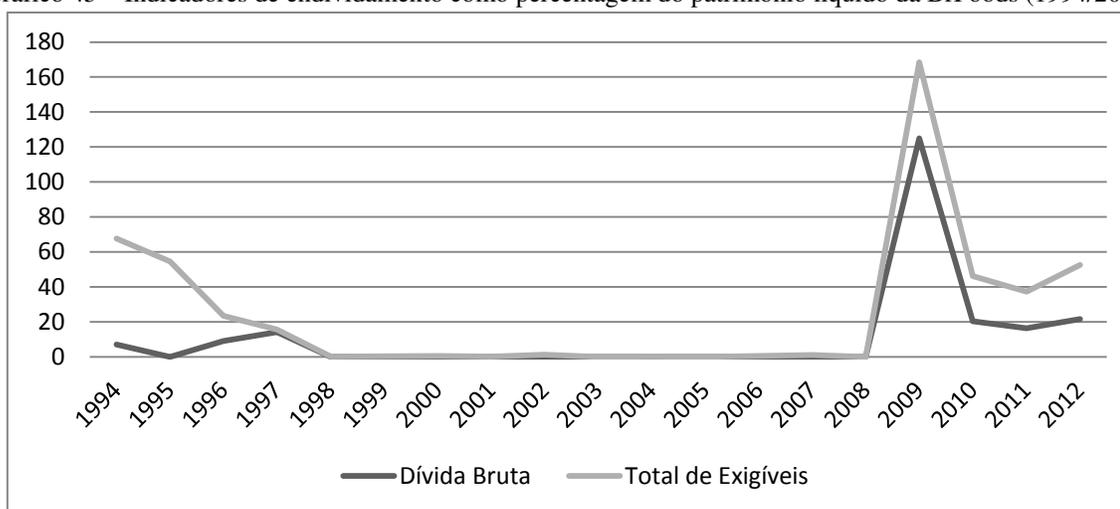
Gráfico 44 – Indicadores Financeiros da BR Foods (1994/2012)



Fonte: Economática.

Embora o grupo Perdígão viesse de um período de aumento do endividamento durante o final da década de 1990, ao longo dos anos 2000 o grupo manteve um grau de endividamento baixo. A exceção fica por conta dos efeitos da crise, que modificaram o patamar que o endividamento do grupo tinha se mantido durante a década. Aparentemente, após a fusão o grupo conseguiu melhorar sua rentabilidade, reduzindo a deterioração que alguns indicadores financeiros tiveram por conta da crise de 2009.

Gráfico 45 – Indicadores de endividamento como porcentagem do patrimônio líquido da BrFoods (1994/2012)



Fonte: Economática.

A criação da BR Foods representou mais uma etapa do processo de concentração no setor de alimentos, processo que vem se desenrolando ao longo das últimas décadas no mercado brasileiro, resultando em uma série de aquisições e em fusões como a da JBS-Friboi e Bertin e a que formou a BR Foods. Somando o grupo Marfrig, o setor de alimentos no Brasil concentrou-se em três grandes empresas diversificadas, competindo entre si e com algumas grandes multinacionais no mercado brasileiro, e todas em processo de internacionalização. Com o crescimento da JBS e com as fusões e aquisições ocorridas, o setor brasileiro de alimentos processados nas últimas décadas passou por uma profunda reestruturação patrimonial, resultando em um forte acréscimo do tamanho das empresas líderes.

### 3.1.13. COPEL

A Companhia Paranaense de Eletricidade, junto com a Cemig e a CPFL Energia, compõem um conjunto de grupos econômicos formados a partir de uma *holding* do setor elétrico controlada por governos federais em associação com o capital privado e fundos públicos. No caso da Copel, o capital da *holding* é composto pelo Governo do Estado do Paraná (58,6%), BNDESPar (26,41%) e Eletrobrás (1%), entre outros acionistas minoritários<sup>35</sup>. A Copel controla um grupo vasto de empresas de utilidades públicas, concentradas principalmente na região Sul.

No setor de energia elétrica, a Copel atua de forma integrada – em geração transmissão e distribuição – a partir das suas usinas termoeletricas, hidroeletricas, eolicas e PCHs. Em geração e transmissão de eletricidade, a *holding* detém o controle das empresas como a Dois Saltos, Foz do Chopim, Dona Francisca Energética, Consórcio Energético São Jerônimo, Cutia Empreendimentos Eólicos, Copel Geração e Transmissão e as transmissoras Marumbi, Matrinchã e Guaraciaba; em distribuição, a Copel controla a Copel Distribuição S.A., unidade comercial do grupo econômico.

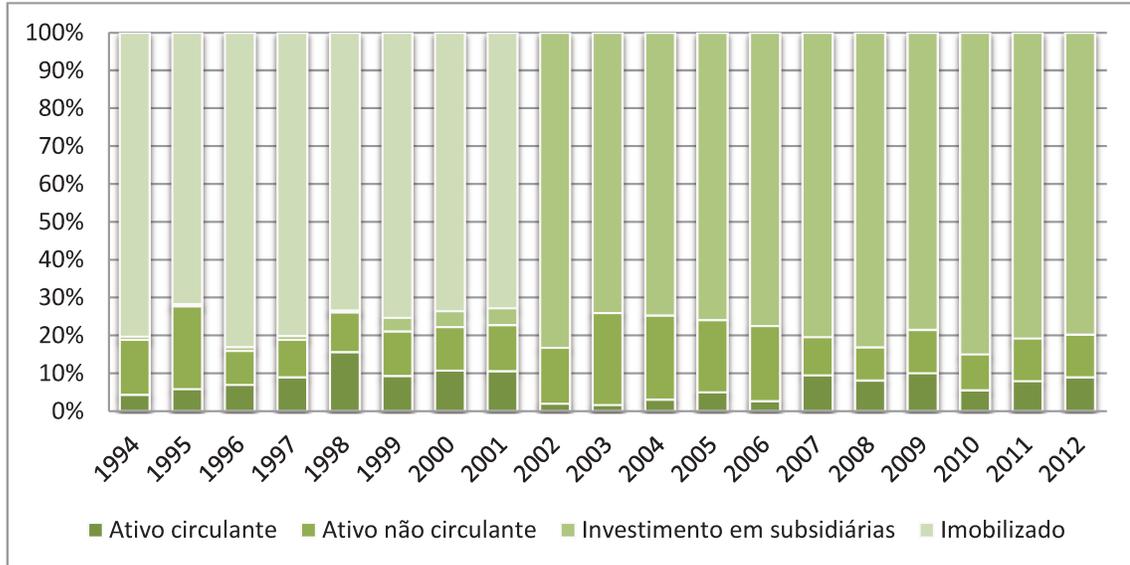
Assim como outras empresas estaduais de eletricidade, a Copel durante a reestruturação posterior à privatização buscou ampliar seu controle sobre outras empresas estaduais de serviços públicos. Neste movimento, a *holding* passou a controlar a Companhia de Saneamento do Paraná (cerca de 24% do capital, através de participações indiretas) e Companhia Paranaense de Gás (51% das ações). A Copel também diversificou seus negócios para telecomunicações, adquirindo

---

<sup>35</sup> A Copel possui ainda aproximadamente 13% do capital em custódia da BM&FBovespa.

participações em uma série de empresas e centralizando seus serviços pela subsidiária Copel Telecom.

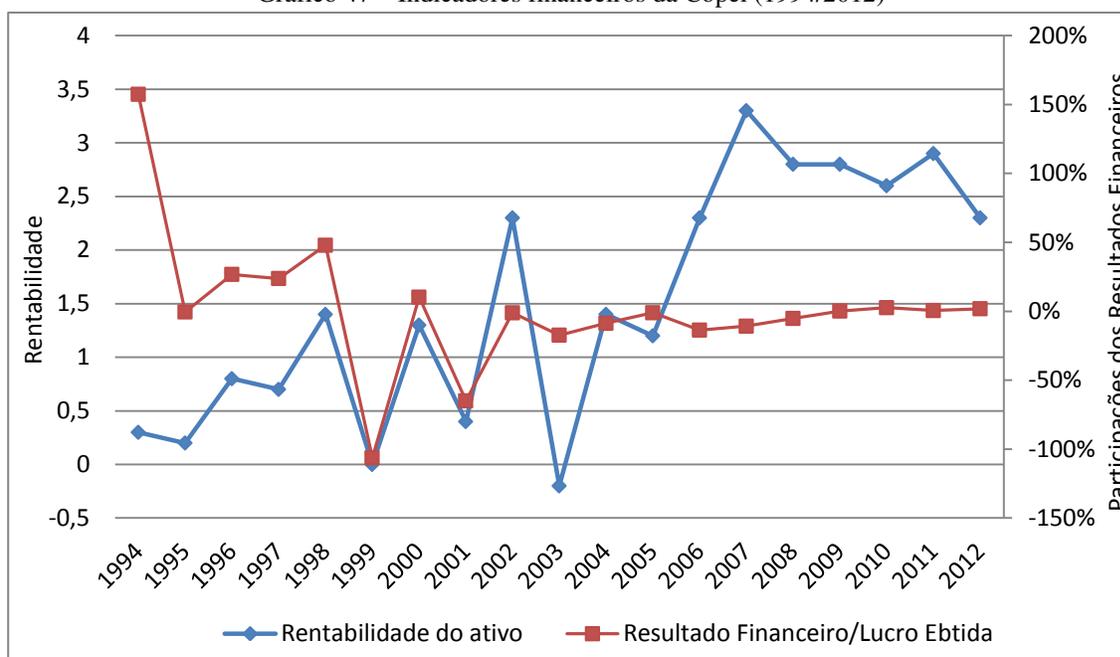
Gráfico 46 – Composição dos ativos da Copel (1994/2012)



Fonte: Economática.

Embora durante o período recente de crescimento o grupo tenha expandido suas atividades por toda a região Sul, Sudeste e Centro-Oeste, a internacionalização da Copel é praticamente nula. Por outro lado, a companhia iniciou um plano de expansão em sociedade com a empresa chinesa State Grid, adquirindo a concessão sobre um complexo de redes de transmissão que liga as usinas de Matogrosso à região Sudeste. Ambas as empresas vêm se pronunciando a respeito da ampliação de suas operações conjuntas no setor elétrico da América do Sul.

Gráfico 47 – Indicadores financeiros da Copel (1994/2012)

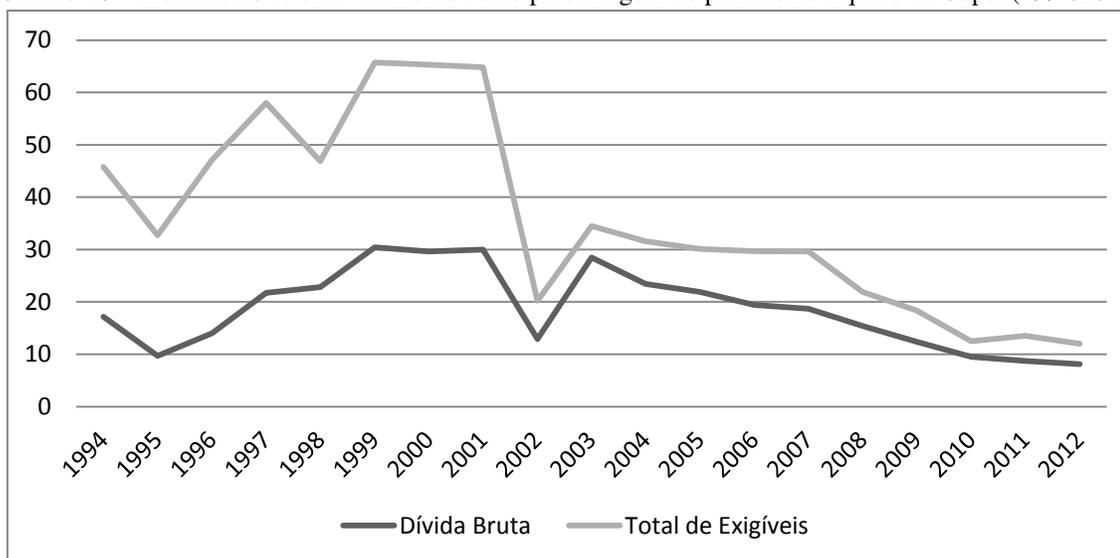


Fonte: Económica.

A mudança do perfil dos ativos em 2002, possivelmente foi relativa à mudança contábil efetuada por algumas companhias elétricas, entre elas a Copel, que passaram a contabilizar os ativos e passivos das subsidiárias de forma individualizada. Os indicadores financeiros da Copel possuem aspectos parecidos com outros grupos que participaram da reestruturação dos setores de maior crescimento, um período de deterioração dos resultados financeiros, com baixa rentabilidade, seguido de um período de alta rentabilidade a partir de 2004.

O final da década de 1990 também é caracterizado pelo aumento do endividamento e pela sequência de resultados financeiros negativos da Copel. Após o endividamento ter atingido o auge em 1999 e 2000, período em que despesas financeiras cresceram acima do lucro, o grupo manteve um baixo grau de endividamento ao longo de toda a década de 2000. O endividamento do grupo permaneceu baixo mesmo após a crise internacional, como igualmente não houve grande impacto nos resultados financeiros.

Gráfico 48 – Indicadores de endividamento como percentagem do património líquido da Copel (1994/2012)



Fonte: Economática.

Entre as empresas de eletricidade da amostra selecionada, a Copel foi a de maior crescimento patrimonial durante o período, e a segunda empresa em crescimento da receita, ligeiramente atrás da Cemig. De forma geral, a Copel acompanhou o movimento de crescimento e diversificação das demais grandes empresas estaduais de energia elétrica, geralmente em direção a saneamento básico, distribuição de gás e, em alguns casos, telecomunicações. Assim como as outras *holdings* do setor, a Copel também buscou a associação com sócios privados para ampliar sua participação nas concessões públicas.

### 3.1.14. CEMIG

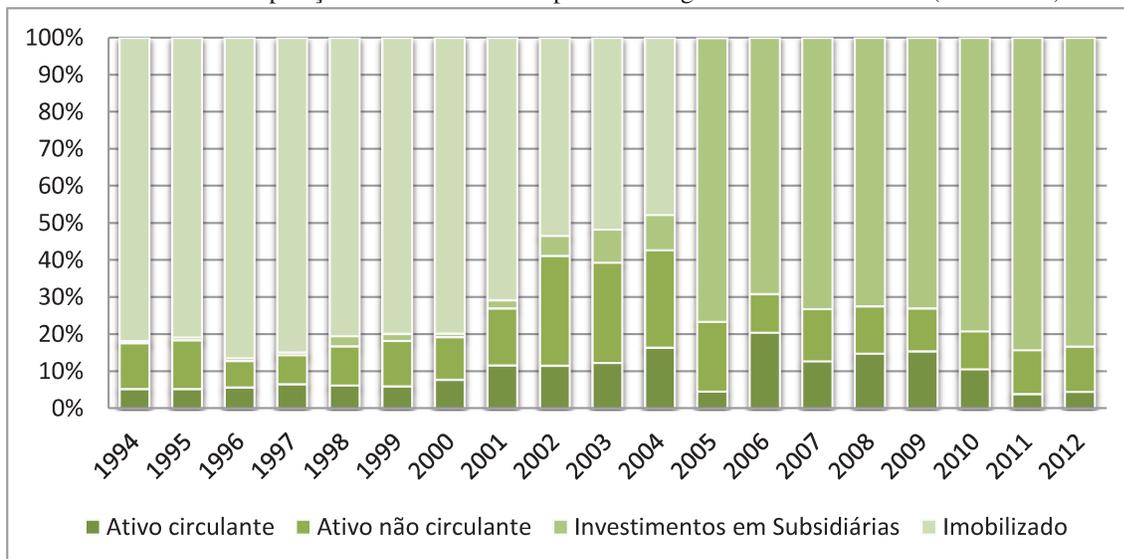
A Companhia Energética de Minas Gerais, ainda que tenha apresentado um grau de diversificação menor que a Copel, foi a empresa de eletricidade com maior crescimento da receita no período. A Cemig, da mesma forma, ampliou seu raio de atuação durante o período, deixando de circunscrever suas atividades a Minas Gerais e tornando-se uma empresa integrada de atuação nacional. A companhia é plenamente verticalizada no setor, controlando empresas em geração, transmissão e distribuição, além de algumas outras empresas de serviços públicos de Minas Gerais.

Ao longo do período, o grupo continuou sob o controle do governo de Minas Gerais (51% do capital votante). Em 2010, a subsidiária do grupo Andrade Gutierrez assumiu a participação estrangeira na companhia e passou a controlar 33% do capital votante, tornando-se ao lado do

governo de Minas Gerais, os dois controladores da Cemig. A companhia após a década de 1990 iniciou um processo de aquisição de empresas do setor, inicialmente concentrando os ativos de energia elétrica em Minas Gerais, e posteriormente procurando participar do controle de empresas em outras unidades da federação. Neste processo, a Cemig adquiriu parte do capital da Light S.A., cerca de 26%; da Empresa Amazonense de Transmissão, Empresa Paraense de Transmissão, Empresa Catarinense de Transmissão e Transmissora Aliança, todas aproximadamente 50% do capital, além de um grupo vasto de empresas de médio porte e centros de tecnologia. A Cemig, através também da Light S.A., participa ao lado da Eletrobrás e da Neoenergia do consórcio de construção e exploração da Usina Hidroelétrica de Belo Monte.

Em comum com outros grandes grupos nacionais, a Cemig criou uma área de negócios para energias renováveis, através da aquisição de empresas de energia eólica. A Cemig também diversificou suas atividades para outros serviços públicos, através do controle da Companhia de Gás de Minas Gerais e da criação da Cemig Telecom, fornecedora de infraestrutura de fibra ótica. Com aproximadamente 10% do capital, a Cemig também participa do consórcio controlador da Santo Antônio Energia S.A. – empresa para construção e exploração da Usina Hidroelétrica do Rio Madeira – juntamente com a Andrade Gutierrez (12%), Odebrecht (18%), o fundo de pensão da subsidiária da Eletrobrás, Amazônia Energia (20%) e a Eletrobrás (39%).

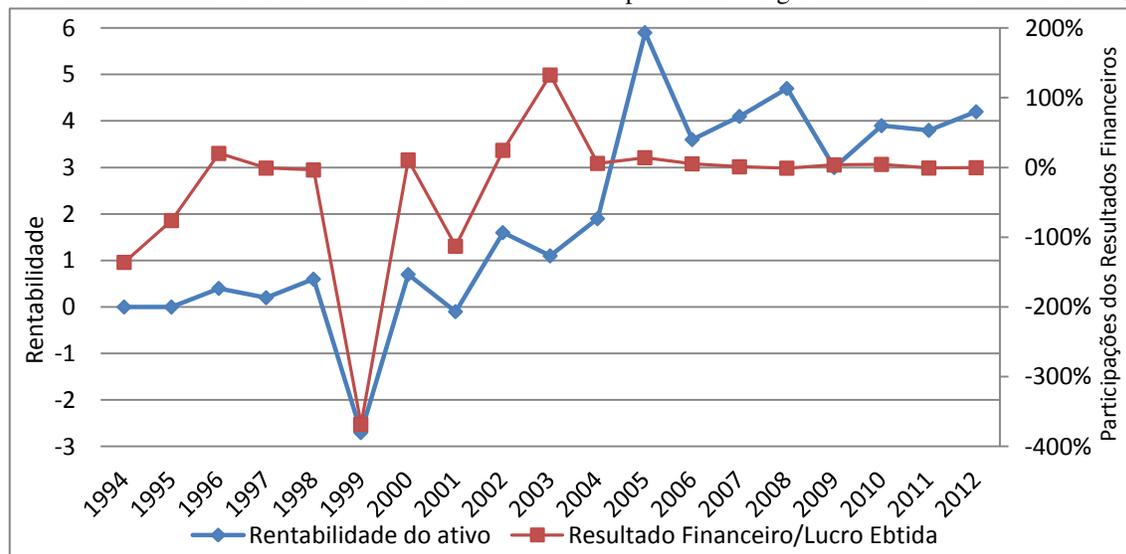
Gráfico 49 – Composição dos ativos da Companhia Energética de Minas Gerais (1994/2012)



Fonte: Economática.

O processo de internacionalização da empresa foi bastante pontual. A Cemig adquiriu em 2010, juntamente com o fundo de investimentos Alupar Participações, a Transchile Charrúa Transmisión, para a execução e exploração de parte da rede de transmissão do sul do Chile. Com a exceção da Eletrobrás, que iniciou um processo de internacionalização mais amplo, os grandes grupos ligados ao setor de eletricidade brasileiro, apresentaram um perfil de investimento no exterior bem concentrado, se resumido geralmente a algumas operações isoladas e atividades de P&D.

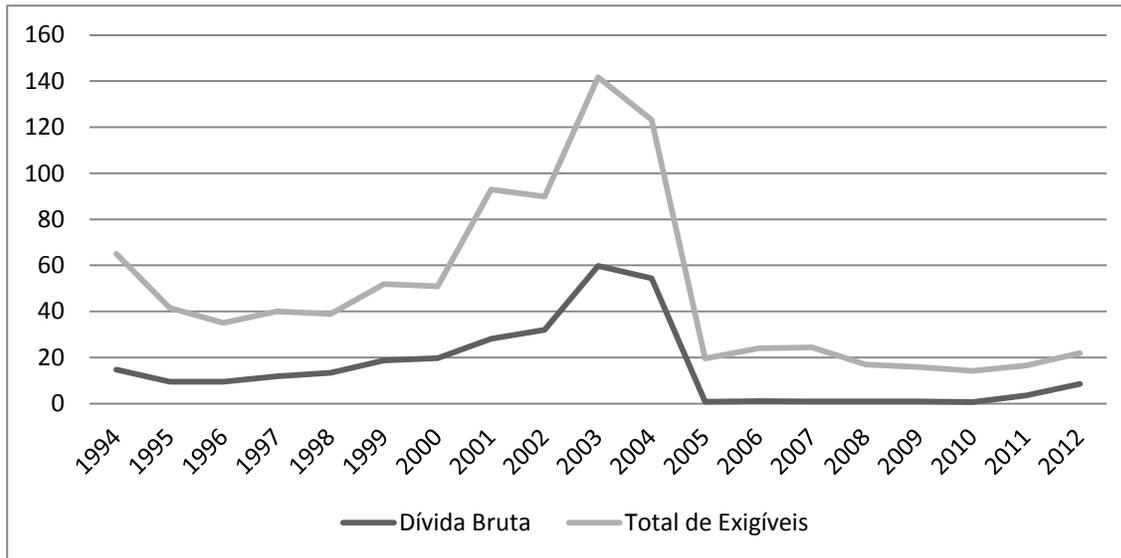
Gráfico 50 – Indicadores financeiros da Companhia Energética de Minas Gerais (1994/2012)



Fonte: Economática.

A companhia passou por um período de crescimento do seu nível de endividamento, que vai do final da década de 1990 até 2003. Neste mesmo período, houve o acréscimo das despesas financeiras do grupo, resultando em alguns anos com perdas elevadas. Isto se refletiu na rentabilidade do ativo do grupo, que permaneceu baixo até aproximadamente 2002, quando a Cemig iniciou um período com a rentabilidade bastante acima da década anterior. Durante a década de 2000, a Cemig, contando com a elevação de sua rentabilidade, também reduziu rapidamente seu grau de endividamento – passando de 60% do patrimônio líquido para níveis muito reduzidos.

Gráfico 51 – Indicadores de endividamento como porcentagem do patrimônio líquido da Companhia Energética de Minas Gerais (1994/2012)



Fonte: Economática.

Os resultados da Cemig foram, de maneira geral, semelhantes aos das grandes empresas de eletricidade brasileiras. Isto inclui um período de aumento do endividamento e das despesas financeiras, durante o final da década de noventa – período em que o setor passava por uma reorganização de sua estrutura acionária; e outro período de alta rentabilidade na segunda metade dos anos 2000, acompanhando o crescimento do mercado interno. O crescimento posterior a 2003 também permitiu a Cemig diversificar sua atuação em energia e ampliar sua participação em outros serviços de utilidades públicas, como foi comum às grandes empresas elétricas estaduais.

### 3.1.15. CAMARGO CORRÊA

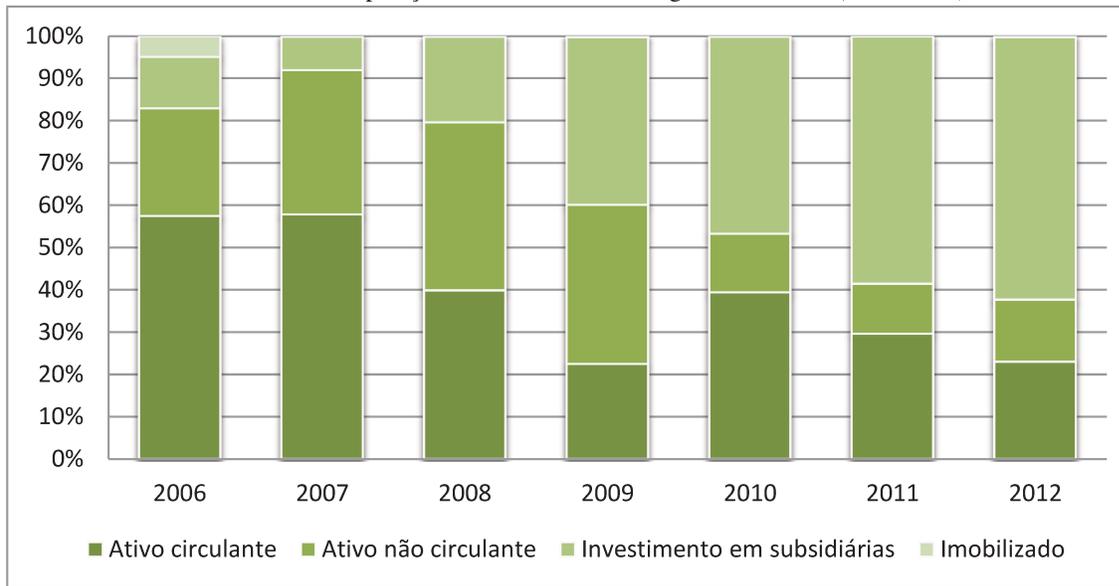
O grupo, que já figura há algumas décadas entre os grandes grupos nacionais, constitui-se a partir do crescimento da empresa de engenharia Camargo, Corrêa e Companhia Ltda., fundada nos anos 1930. Assim como as outras grandes construtoras, a Camargo Corrêa passou por um profundo processo de diversificação a partir dos anos 1990, que resultou em um conglomerado reunindo empresas nos setores de engenharia, produção de insumos básicos e serviços públicos, entre uma série de outras atividades. A história recente do grupo, portanto, não reserva muitas particularidades em relação às outras grandes construtoras incluídas na amostra – a Odebrecht e a Andrade Gutierrez; nos três casos, o crescimento diversificado das receitas dificulta qualquer tentativa de enquadramento setorial destes grupos econômicos.

O grupo econômico é controlado pela Participações Morro Vermelho S.A., que também controla a empresa de agronegócios Fazenda Morro Vermelho e as empresas de financiamento e participações PMV e BTS Participações e Investimentos. A *holding* Camargo Corrêa S.A. centraliza as participações em empresas de agropecuária, indústria naval, energia, serviços financeiros, engenharia e construção, produção de cimento, têxteis, empreendimentos imobiliários e concessões públicas. O grupo ainda possui participações em alguns empreendimentos importantes como no consórcio da Usina Hidroelétrica de Jirau, no qual a Camargo Corrêa detinha 9,9% do capital – fatia acordada para a venda após as primeiras fases da obra para a francesa GDF Suez – e no Sistema Integrado de Transporte de Etanol (o “etanolduto”), com 10% do capital, em parceria com os grupos Petrobrás, Odebrecht, Copersucar e Cosan.

Na indústria naval, a *holding* do grupo, a Camargo Corrêa Naval Participações, controla 46,6% do Estaleiro Atlântico Sul, em associação com a Queiroz Galvão e a Samsung Heavy Industries; e 29,75% da Quip S.A.(em associação com o grupo Inepar), também em associação com a Queiroz Galvão. Ambos os empreendimentos concentram-se em atender a demanda de embarcações e plataformas para a expansão da Petrobrás. No setor de engenharia, a empresa desdobrou seus ramos de atuação em engenharia industrial, infraestrutura e empreendimentos imobiliários. O grupo também expandiu sua atuação no setor de cimento, a partir da aquisição de algumas grandes empresas nacionais e estrangeiras, como a Cimpor de Portugal e as argentinas Loma Negra e Betel. No setor de vestuário e calçados, a Camargo Corrêa é a acionista majoritária da Alpargatas S.A., que possui as marcas nacionais Havaianas, Rainha e Topper e possui acordos para a distribuição no Brasil das marcas estrangeiras Mizuno e Timberland.

O grupo também ampliou sua inserção em concessões públicas e energia. A Camargo Corrêa controla a CCR, concessionária rodoviária, e a Concessionária do Estacionamento de Congonhas. Houve ainda a criação de concessionárias para a administração de aeroportos e linhas de transmissão de energia. No setor energético, a Camargo Corrêa ainda possui um número grande de participações acionárias importantes, entre as quais destacam-se a propriedade de 25% do capital da CPFL Energia, 9% da Barra Grande Energia e 6,35% da Machadinho Energia.

Gráfico 52 – Composição dos ativos da Camargo Corrêa S.A. (2006/2012)



Fonte: Camargo Corrêa.

A empresa apresentou também um diversificado processo de internacionalização, que inclui suas empresas em energia, cimento, construção e engenharia, vestuário e calçados, concessões públicas e empreendimentos imobiliários. Além dos setores em que o grupo já atuava, foram também criadas empresas para a atuação internacional em Óleo e Gás e logística. Embora não apresente um grau de internacionalização tão elevado quanto a Odebrecht, a Camargo Corrêa opera um grupo grande de empresas na América do Sul e do Norte, África e Europa.

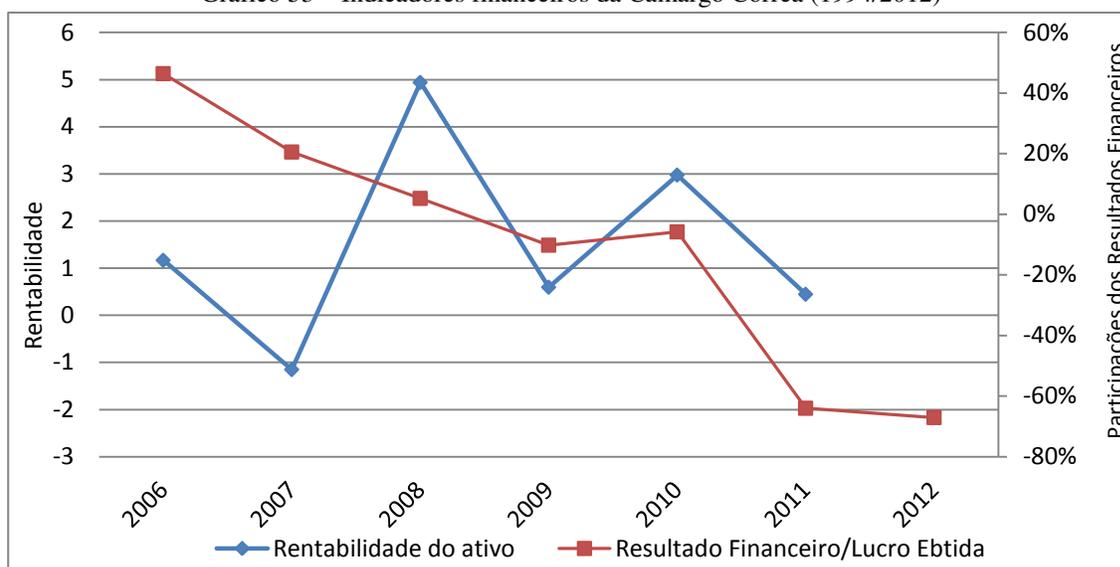
Tabela 16 – Principais projetos de investimento da Camargo Corrêa no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Angola	Cimento; Construção civil	400,0
Argentina	Cimento; Construção civil	300,0
Paraguai	Cimento	100,0
Estados Unidos	Calçados	31,5
França	Calçados	15,3
Itália	Calçados	15,3
Portugal	Calçados	15,3
Reino Unido	Calçados	15,2
Espanha	Calçados	13,0
<b>Total Camargo Corrêa</b>		<b>905,6</b>

Fonte: FDI Intelligence.

A escassez de dados para as grandes construtoras brasileiras dificulta a comparação entre elas ao longo do período. Porém, a partir dos dados disponíveis, o que se pode afirmar foi que, entre as construtoras, a Camargo Corrêa obteve um desempenho intermediário, alternando momentos de alta e baixa lucratividade, associados a uma deterioração persistente dos seus resultados financeiros durante o período recente. Apesar do desempenho não ter sido tão elevado quanto o da Odebrecht, por exemplo, a Camargo Corrêa também intensificou seu processo de diversificação e internacionalização, indicando certa tendência geral das grandes construtoras brasileiras diversificarem suas áreas de negócio, mesmo sem passar por períodos de alta rentabilidade, ou seja, como parte de uma trajetória comum a todas elas nas últimas décadas.

Gráfico 53 – Indicadores financeiros da Camargo Corrêa (1994/2012)



Fonte: Camargo Corrêa.

A Camargo Corrêa, em comparação com a Odebrecht, demonstra como apesar das semelhanças entre as estratégias de diversificação e internacionalização, o alcance destas estratégias foi mediado pelo porte e pelo crescimento alcançado pelas grandes construtoras no período estudado. Neste sentido, contribuiu a abertura de novas frentes de investimento a partir das mudanças na divisão entre negócios públicos e privados, como foi no exemplo das concessões públicas. A capacidade das construtoras em manter o ritmo de diversificação para estas áreas, dependeu entre outras coisas, da capacidade de endividamento e de conseguir ampliar as parcerias para a exploração das concessões.

### 3.1.16. COSAN

A Cosan S.A. Indústria e Comércio tem origem na fusão das usinas Costa e Pinto e Santa Bárbara. A formação do grupo econômico de grande porte que se tornou a Cosan S.A., entretanto, é um processo que pode ser datado como tendo início a partir da década de 1980, quando começa uma série de aquisições de empresas produtoras na região Sudeste e Centro-Oeste. Ainda que na década de 1990, a Cosan já fosse um grupo tradicional do setor sucroalcooleiro, seu crescimento somente pode ser compreendido através das capitalizações e associações realizadas durante a expansão recente da produção de etanol no Brasil.

A Cosan realiza a abertura de seu capital na BM&FBovespa em 2005 e, em 2007, realiza uma oferta pública na Bolsa de Valores de Nova Iorque, criando a Cosan Limited, atual controladora

da empresa *holding*. Através de duas operações de capitalização no exterior, no total de 1,7 bilhão de dólares, a Cosan Limited aumentou o capital e adquiriu 60% da Cosan S.A. Indústria e Comércio. A *holding* controladora é composta pela participação do grupo Costa e Pinto (cerca de 38% do capital), do Fundos Gávea (14,75%) e um grande grupo de investidores nacionais e internacionais. A Cosan S.A. Indústria e Comércio ainda possui o capital pulverizado na BM&FBovespa, com aproximadamente 38% do capital em propriedade de acionistas minoritários.

Em 2008, a Cosan incorporou os ativos do grupo Rezende Barbosa, em troca de aproximadamente 9% de participação acionária na Cosan S.A. Indústria e Comércio. Com esta operação, ampliou sua infraestrutura logística, centralizando os ativos na empresa Novo Rumo Logística S.A., que controla as participações nos empreendimentos logísticos da Cosan, como o etanolduto. No mesmo ano, a Cosan adquiriu a Esso, empresa de lubrificantes da Exxon-Mobil no Brasil, e diversifica sua atuação para lubrificantes automotivos e industriais. Ainda em 2008, o grupo decidiu abrir o capital da Radar Propriedades Agrícolas S.A., empresa de investimentos agrícolas cuja Cosan controla com 18% do capital.

Gráfico 54 – Composição dos ativos da Cosan S.A. (2005/2011)



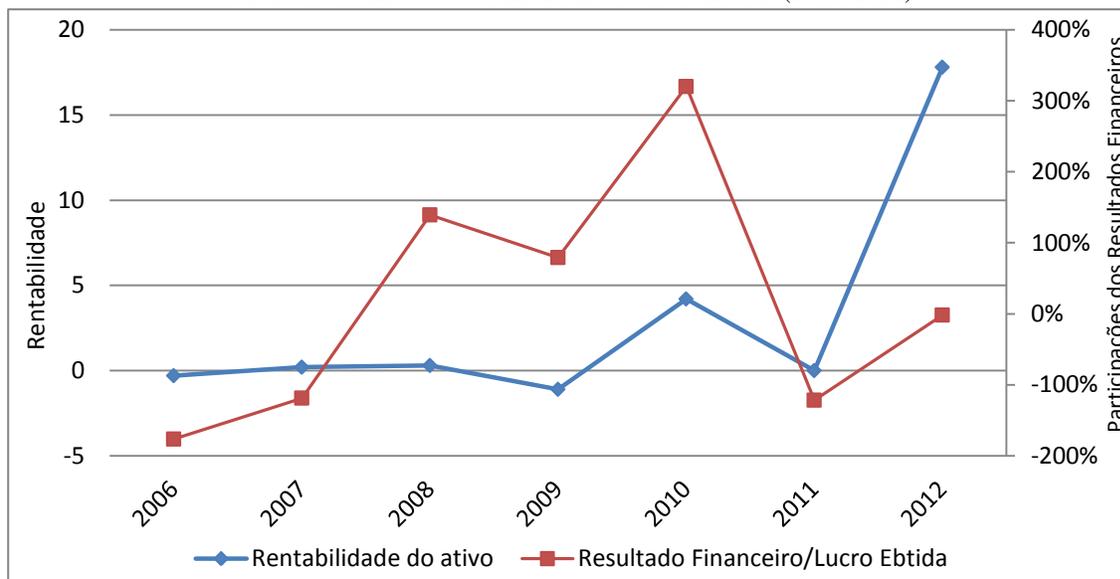
Fonte: Economática

No ano seguinte, a empresa adquire algumas empresas no ramo de beneficiamento de alimentos, diversificando sua atuação para outras atividades no setor, além da produção de açúcar. Em 2010, o grupo Cosan oficializa a criação da Raízen S.A., *joint venture* do grupo com a Shell. Com a

*joint venture*, a Raízen passou a controlar os ativos de distribuição de combustíveis da Shell no Brasil. Com o aporte de quase 1,6 bilhão de dólares da Shell à Raízen, a empresa iniciou um plano de expansão, incluindo a expansão da produção alcooleira e a diversificação para logística e outras energias, como por exemplo, a aquisição do controle sobre a Comgás. A criação da *joint venture* serviu ainda para consolidar a posição da Cosan como a maior produtora mundial de etanol. Recentemente, uma nova capitalização de cerca de 350 milhões de reais, operacionalizada pela Gávea Investimentos, permitiu a Cosan adquirir 11,7% do capital da Camil Alimentos, associando a estratégia de distribuição da Camil com a subsidiária da Cosan no setor de alimentos, a Docelar Alimentos e Bebidas.

As capitalizações seguidas da Cosan também permitiram a empresa iniciar um processo de internacionalização. Através da Raízen, a Cosan iniciou seu plano de operação no mercado europeu com a compra da empresa britânica Comma Oil, assim como algumas empresas de menor porte no Uruguai, Bolívia e Paraguai. A Raízen já realizou também alguns investimentos de menor valor para a criação de uma representação de vendas nos mercados dos Estados Unidos e Ásia. O grupo ainda passou a contar com a infraestrutura de distribuição da Camil, que controla empresas do setor de alimentos no Chile e Uruguai.

Gráfico 55 – Indicadores financeiros da Cosan S.A. (2005/2012)

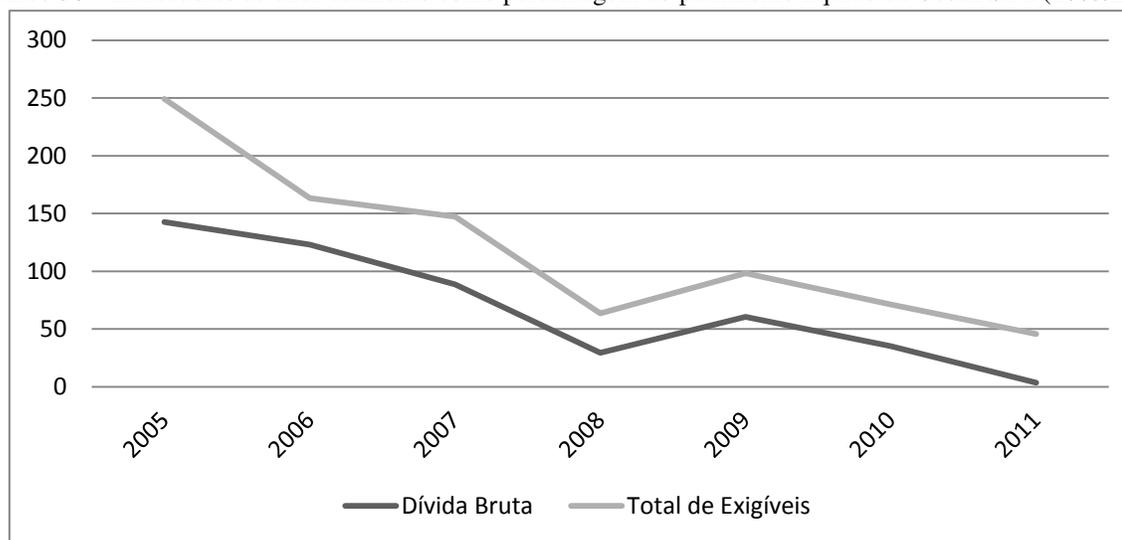


Fonte: Economática.

Ao longo deste período, a Cosan apresentou determinados anos de rentabilidade bastante elevada, embora algumas operações de aquisições tenham ampliado significativamente o endividamento

do grupo. A velocidade com que o grupo incorporou ativos também contribuiu para as oscilações no seu nível de rentabilidade. Apesar do alto grau de endividamento acumulado pelas operações de financiamento da expansão, o crescimento do lucro com a produção de etanol permitiu que, ao final do período, a Cosan obtivesse um nível de endividamento baixo. Da mesma forma, a crise internacional parece não ter afetado os indicadores financeiros do grupo, apesar do pequeno acréscimo do grau de endividamento em 2009.

Gráfico 56 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Cosan S.A. (2005/2011)



Fonte: Economática.

A trajetória da Cosan fez parte de um movimento mais amplo de concentração no setor sucroalcooleiro no Brasil. Nos últimos anos, alguns grandes grupos econômicos buscaram criar ou adquirir empresas em bioenergia, tais como a Petrobrás, Odebrecht e Votorantim. A associação criada entre fundos de investimento, usineiros e o capital estrangeiro visa ocupar uma posição importante em um setor que vem se concentrando rapidamente. Com a capitalização da Cosan, o grupo passa a integrar a estratégia mundial da Shell para biocombustíveis, operacionalizada a partir do Brasil.

### 3.1.17. CPFL ENERGIA

A CPFL Energia S.A. é a empresa *holding* constituída em 1998, para congregar os ativos incorporados à Companhia Paulista de Força e Luz – a “CPFL Paulista” – por ocasião da privatização das companhias públicas estatais em 1997. Além dos ativos da CPFL Paulista, a companhia ainda contava, por conta do processo de privatização, com 13,1% do capital da

Empresa Bandeirante de Energia. Em 1999, a *holding* CPFL Energia adquiriu da Companhia Elétrica de São Paulo (Cesp) sua participação na CPFL Paulista, consolidando a propriedade integral do consórcio controlador da *holding* sobre os ativos da CPFL Paulista.

O consórcio vencedor do leilão sobre a CPFL Paulista era inicialmente composto pela VBC Energia S.A. (sociedade entre os grupos nacionais Votorantim, Bradesco e Camargo Corrêa), a 521 Participações (fundo mútuo de investimentos em ações gerido pelo Banco do Brasil) e a Bonaire Participações (composta por uma associação entre os fundos de pensão). Ao fim da década de 1990, a *holding* começa a reorganizar sua estrutura de ativos, incorporando algumas empresas em *holdings* regionais da CPFL Energia, como por exemplo, a CPFL Piratininga, CPFL Leste Paulista, CPFL Sul Paulista (CVM, 2012). Neste período, a empresa também passa por uma reestruturação acionária com a concentração do controle e a mudança na organização dos grupos controladores.

Com a simplificação da estrutura de controle, a CPFL Energia passa a ser controlada pela Previ, através de um fundo mútuo de investimentos (33,02% do capital votante); pela VBC Energia (25,55%), que passou a ser integralmente controlada pelo grupo Camargo Corrêa, que adquiriu as participações dos grupos Votorantim e Bradesco; pela Energia São Paulo Fundo de Investimentos (11,96%), compostos por fundos de previdência complementar, como a Fundação Cesp, Petros, Fundação Sistel e Fundação Sabesp; além do BNDESPar, com 8,4% do capital, Bradespar, com cerca de 3%, entre outros acionistas minoritários. De 2000 até 2003, a CPFL Energia adquiriu o controle sobre a Empresa Bandeirante de Energia, Companhia Energética Rio das Antas, e comprou junto aos seus controladores – vinculado posteriormente a uma operação de capitalização da *holding* pelos sócios – os ativos da Foz do Chapecó Energia, Campos Novos Energia e Energética Barra Grande.

Gráfico 57 – Composição do ativo da CPFL Energia S.A. (2000/2012)

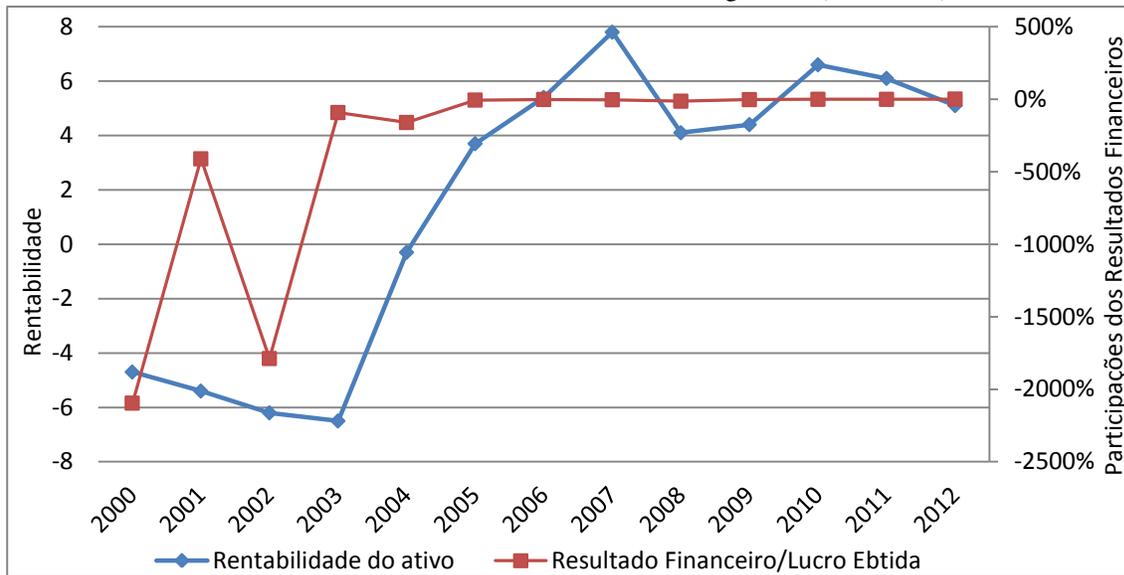


Fonte: Economática.

A CPFL Energia passou a controlar as empresas de geração, transmissão e distribuição do grupo. O grupo também instituiu a CPFL Cone Sul, para comercialização de energia nos países vizinhos. Em 2011, a CPFL criou a CPFL Energia Renováveis S.A., *joint venture* com a ERSA (Energia Renováveis S.A), fundo de investimentos em energias renováveis, e adquiriu usinas eólicas, PCHs e usinas de biomassa, o que permitiu a CPFL inserir-se como uma das grandes empresas neste segmento no Brasil.

De forma semelhante às outras empresas elétricas, a CPFL atravessou um período de rentabilidade negativa no final da década de 1990, principalmente provocada por um alto volume de despesas financeiras. Na segunda metade da década de 2000, a CPFL apresentou uma sequência de anos com rentabilidade elevada, associado a uma baixa participação do resultado financeiro na composição da rentabilidade. Este período coincide com uma aceleração do crescimento do grupo, com parte do seu financiamento efetuado através de operações de capitalização por parte dos sócios e um volume maior de aquisições por parte da empresa.

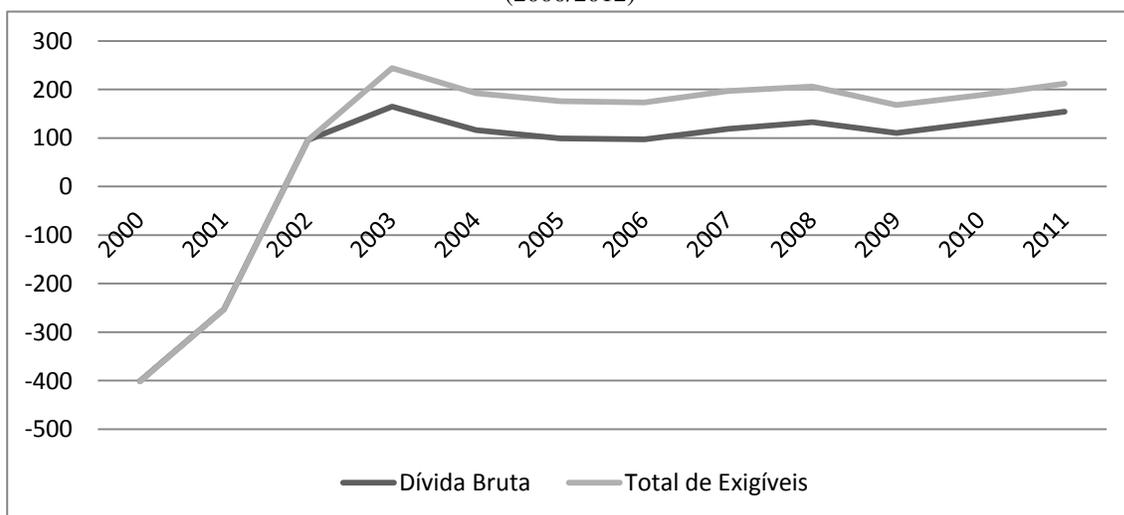
Gráfico 58 – Indicadores financeiros da CPFL Energia S.A. (2000/2012)



Fonte: Economática.

O endividamento do grupo, apesar do período de alta rentabilidade do ativo, permaneceu elevado durante toda a última década. A manutenção do nível de endividamento provavelmente se deve à necessidade das empresas do setor elétrico capitalizarem suas estratégias de aquisição e diversificação, logo após um período de perdas financeiras elevadas. Ao contrário dos outros grandes grupos do setor, o ciclo de crescimento entre 2004 e 2008 não resultou na redução do nível de endividamento da CPFL Energia, mesmo vendendo alguns ativos, como no caso da participação na Comgás.

Gráfico 59 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da CPFL Energia S.A. (2000/2012)



Fonte: Economática.

O grupo CPFL faz parte de um conjunto de grandes empresas do setor elétrico, formadas a partir da concentração do setor em torno de algumas grandes empresas privatizadas – total ou parcialmente. A mobilização do capital necessário à aquisição e crescimento das empresas do setor, mobilizou grandes grupos econômicos nacionais, fundos de previdência complementar e fundos públicos. Após um período de perdas financeiras para a maioria das grandes empresas elétricas, resultado em parte das perdas cambiais provocadas pela ampliação da captação de financiamento externo em meados dos anos 1990 (Pinto Jr., 1998), muitas reduziram suas dívidas durante os anos 2000. Foram fundamentais, neste sentido, o crescimento do mercado interno e a melhoria da rentabilidade das empresas.

### **3.1.18. CSN**

A Companhia Siderúrgica Nacional é formada atualmente por um sistema de empresas reunidas a partir do principal ativo do grupo econômico, a Usina Siderúrgica Presidente Vargas em Volta Redonda. Atualmente, o grupo possui participação acionária em aproximadamente 66 subsidiárias, compondo seis áreas principais de negócios: siderurgia e metalurgia, mineração, cimento, infraestrutura, energia e logística. Entre essas atividades, apenas a produção de cimento é uma diversificação posterior ao processo de privatização, ainda que o grupo tenha crescido em todos seus segmentos de atuação.

A empresa foi privatizada em 1993, tendo entre os principais acionistas, ao final do processo, a Caixa de Beneficência e o Clube de Investimentos dos Empregados da CSN, a Previ, o antigo Banco Bamerindus, o grupo Vicunha e a Companhia Vale do Rio Doce. Após o descruzamento acionário entre a CSN – que havia adquirido ações na privatização da Vale – e a Vale, e a venda da participação dos fundos de pensão e de investimento, o grupo Vicunha tornou-se o acionista majoritário. Este processo consolida-se em 2001, com a incorporação das subsidiárias do grupo Vicunha que detinham as ações da siderúrgica, reduzindo a estrutura piramidal de controle sobre a CSN. O resultado do processo foi a simplificação da estrutura de controle do grupo sobre a siderúrgica, que passou a ter como controlador a Vicunha Siderúrgica S.A.<sup>36</sup>.

Após 2004, os únicos fundos de investimento que continuaram a ter participação relevante no capital votante da CSN eram a Caixa Beneficente dos Funcionários da CSN, com 4,4%, e o

---

<sup>36</sup> O grupo vicunha também é proprietário da Rio Laco Participações S.A., fundo de investimentos que possui 3,9% das ações da CSN. O grupo Vicunha ainda é proprietário da Vicunha Têxtil S.A. e da Fibracel Têxtil.

BNDESPar, com aproximadamente 5,6% - no caso do BNDES, em razão da conversão de debêntures não resgatadas em ações (CVM, 2012). O grupo Vicunha, a partir de 2010, iniciou um processo de aquisição das participações do BNDESPar e do fundo de previdência complementar, passando a controlar a CSN com participação total de aproximadamente 52% no capital votante.

A CSN ampliou sua inserção em todas as suas áreas de negócio. Em mineração, além das minas de Itabira, que integram a produção de minério de ferro da CSN com a usina siderúrgica de Volta Redonda, a companhia diversificou sua atuação para estanho – integrada com a produção de folhas de flandres através da Estanho da Rondônia S.A. – e também para calcário, verticalizando a produção de cimento. Em siderurgia, a CSN adquiriu após a privatização um grupo de usinas no Brasil e, posteriormente, na Venezuela, Peru, Espanha, Portugal e Alemanha. A CSN, além disso, diversificou sua produção de aço, passando a ofertar aços galvanizados, aços longos, folhas de aço e aços especiais. A companhia ainda controla algumas empresas de produção de embalagens metálicas.

Gráfico 60 – Composição dos ativos da Companhia Siderúrgica Nacional (1994/2012)



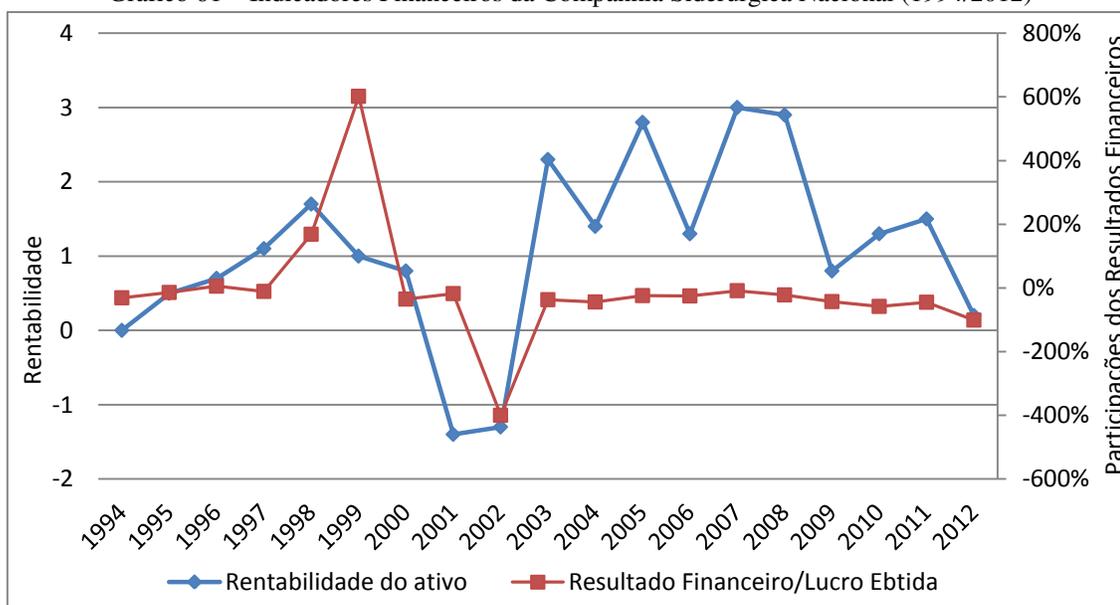
Fonte: Economática.

No setor de logística e transporte, a CSN passou a administrar dois terminais portuários no Porto de Itaguaí, e adquiriu participação acionária, no total de 33,27% do capital, na MRS Logística S.A., operadora da Malha Sudeste. A CSN também controla a Transnordestina Logística S.A., operadora da malha ferroviária da região Nordeste, e que está em fase de implantação da ligação ferroviária da região aos portos de Suape e Pecém. Em 2009, a companhia inaugurou sua linha de

produção de cimento, integrada à Usina Siderúrgica Presidente Vargas, verticalizada com a produção de escória pela usina e de calcário em Minas Gerais. A produção de cimento e a siderurgia ainda são integradas com a produção de carvão vegetal pela Nacional Florestal S.A., coligada do grupo no setor florestal.

A CSN também procurou integrar suas operações com a produção de energia elétrica, dada a intensidade energética de suas áreas de negócios. A companhia passou associar-se em consórcios de exploração de usinas hidroelétricas, como a Usina Hidroelétrica de Itá e a Usina Hidroelétrica de Igarapava. Houve também por parte da CSN, investimentos em cogeração a partir dos processos térmicos de suas usinas, que permitiu ampliar a capacidade de geração de energia do grupo até praticamente o seu próprio nível de consumo.

Gráfico 61 – Indicadores Financeiros da Companhia Siderúrgica Nacional (1994/2012)

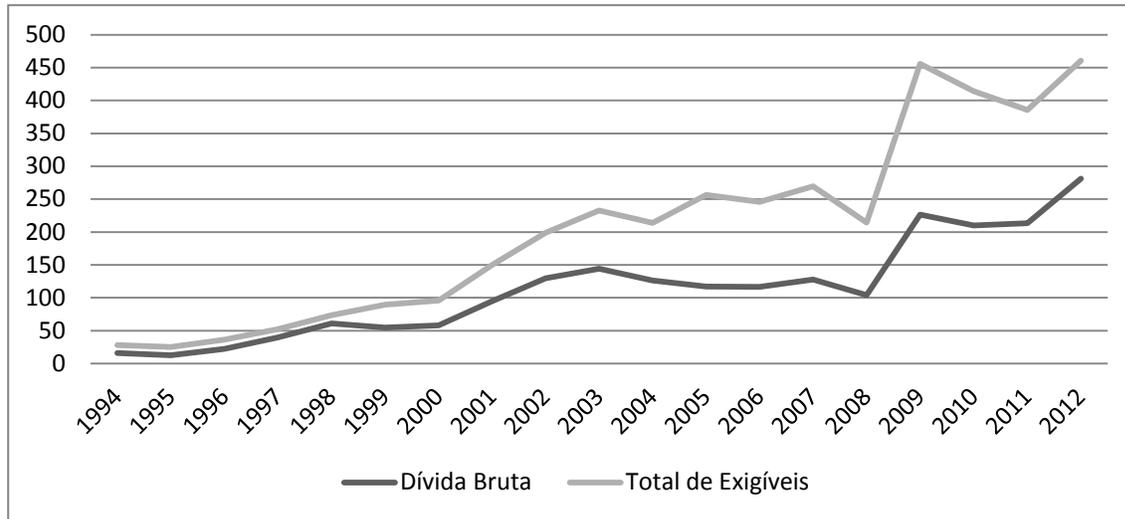


Fonte: Economática.

No período posterior a sua privatização, a CSN apresentou uma pequena elevação de sua rentabilidade, revertida no começo dos anos 2000 por uma sequência de perdas financeiras. Após 2002, a CSN apresentou alguns anos de elevada rentabilidade, como outros grupos associados aos setores de commodities e insumos básicos ligados ao mercado interno. Vale ressaltar que, embora mesmo durante o período de maior rentabilidade, a CSN não conseguiu sustentar a elevação dos lucros por mais de um ano seguido. A companhia ainda apresentou uma tendência de acréscimo contínuo de seu grau de endividamento, praticamente durante todo o período estudado. Depois da

crise internacional, o grau de endividamento do grupo cresceu em velocidade superior, o que possivelmente contribuir para frustrar os planos da Companhia Siderúrgica Nacional de se tornar controladora da Usiminas.

Gráfico 62 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Companhia Siderúrgica Nacional (1994/2012)



Fonte: Economática.

O grupo Vicunha acenou por algum tempo com a intenção de assumir o controle da Usiminas, grupo siderúrgico no qual a CSN controla 11,7% do capital. A inconstância da taxa de crescimento do grupo, os efeitos da crise sobre o setor siderúrgico e a investida dos grupos estrangeiros sobre a Usiminas, contribuíram para mudar a situação. No atual momento, existe uma maior chance da saída da CSN do bloco de controle da Usiminas, tanto por conta de uma melhor separação das estratégias de ambos os grupos siderúrgicos (Vicunha, por um lado, e Techint, por outro), como por conta de uma crescente pressão dos órgãos de regulamentação sobre as participações cruzadas na siderurgia brasileira.

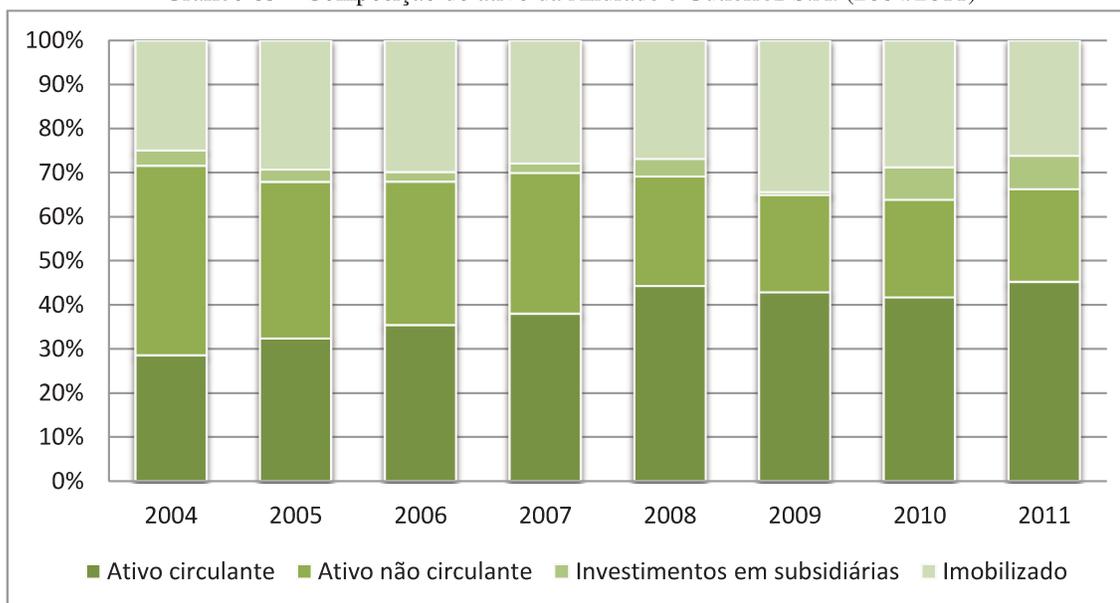
### 3.1.19. ANDRADE GUTIERREZ

A construtora Andrade Gutierrez era até a década de 1990, a principal construtora entre os grandes grupos econômicos brasileiros, posição perdida ao longo das duas últimas décadas para a Odebrecht e a Camargo Corrêa. A perda da liderança é reflexo, sobretudo, do crescimento modesto em relação à taxa atingida pelas construtoras durante os anos 2000. Entretanto, a Andrade Gutierrez S.A. passou por um período de rápido crescimento e aumento da receita bruta no período posterior à crise.

Entre as construtoras da amostra, a Andrade Gutierrez teve também o menor grau de diversificação, ainda que tenha repetido certo padrão de diversificação das grandes construtoras, que inclui setores como energia, concessões públicas, serviços básicos, construção naval e defesa. O grupo ainda entrou em setores diferentes do padrão, como foi o caso de telecomunicações – através da Oi S.A. e outras empresas de serviços – e logística em saúde – através da Logimed S.A., subsidiária em serviços de saúde.

Durante os anos 2000, a Andrade Gutierrez S.A. dividiu suas operações e capitalizou as *holdings* setoriais criadas, centralizando em algumas poucas companhias abertas seu sistemas de coligadas. Basicamente, o sistema é composto pelas *holdings* Logimed S.A., Andrade Gutierrez Telecomunicações, Andrade Gutierrez Segurança e Defesa S.A., Andrade Gutierrez Participações S.A. e Construtora Andrade e Gutierrez S.A., que controla o setor original de construção e engenharia do grupo.

Gráfico 63 – Composição do ativo da Andrade e Gutierrez S.A. (2004/2011)



Fonte: Andrade e Gutierrez.

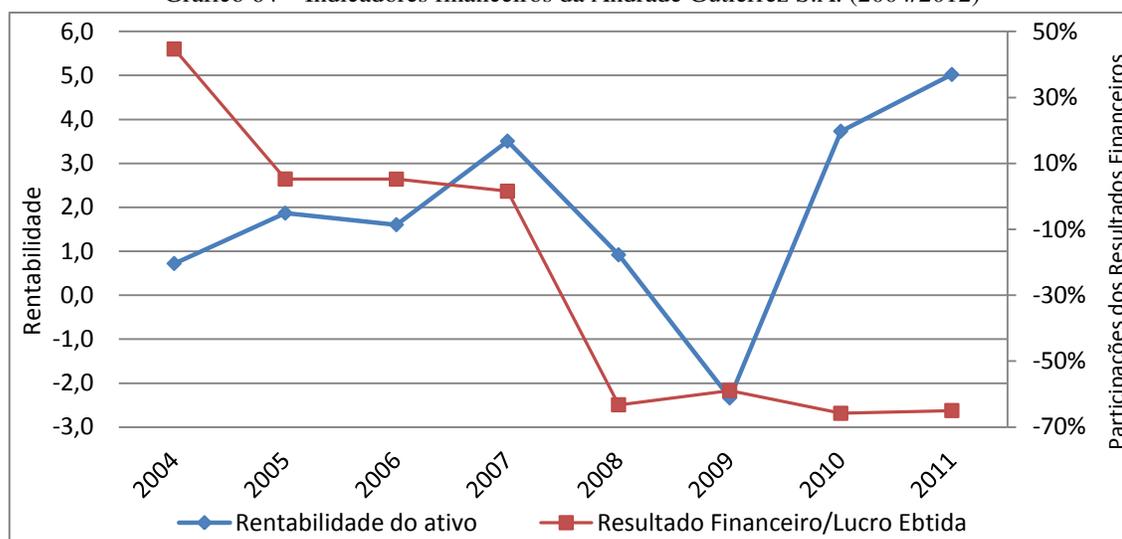
Duas destas *holdings* possuem participação em outros grandes grupos, a Andrade Gutierrez Telecomunicações, que detém 19,36% do capital da Telemar Participações ( controladora da Oi S.A.); e a Andrade Gutierrez Participações, que possui 14,4% do capital da Cemig, através da AGC Energia. A Andrade Gutierrez Participações controla também a Andrade Gutierrez Concessões S.A. que reúne participações acionárias nas empresas concessionárias do grupo,

como a CCR S.A. (16,3%), a Madeira Energia (12,4%) – do consórcio Santo Antônio Energia – e nas empresas de serviços públicos, como a Companhia de Saneamento do Paraná (34,75%), Water Port (100%) e Cemig. A *holding* controla ainda as concessões públicas do grupo em outros países, como a Quiport, concessionária do aeroporto internacional de Quito – com 45% do capital; e a Aeris, concessionária do aeroporto de San José na Costa Rica, com 47,5% do capital.

A *holding* de construção civil e engenharia controla algumas empresas nacionais importantes como a AG Construções e Serviços, a AG Engenharia Industrial e a Andrade Gutierrez Óleo e Gás – que atua em perfuração e construção naval; e também toda a rede de empresas de engenharia e infraestrutura do grupo no exterior. A internacionalização do grupo em construção civil foi geograficamente vasta, com a abertura de sucursais na América Latina, África e Oriente Médio. A Andrade Gutierrez comprou também algumas grandes empresas de infraestrutura, como a Empresa Elétrica Alto Cachapoal, no Chile; a Intersur, no Peru; e a Zagope, em Portugal.

No setor de defesa, Andrade Gutierrez Defesa e Segurança S.A firmou recentemente um acordo para a criação de uma *joint venture* com a Talhes, empresa controlada pelo grupo francês Dassault. A *joint venture* deverá atender o segmento de sistemas de vigilância e de veículos aéreos não tripulados (*Vants*), sendo uma possível concorrente na trajetória de diversificação da Embraer, como será tratado adiante. Com isto, a Andrade Gutierrez procurar capacitar-se para a competição com as outras construtoras nacionais, que também anunciaram a entrada no setor de defesa.

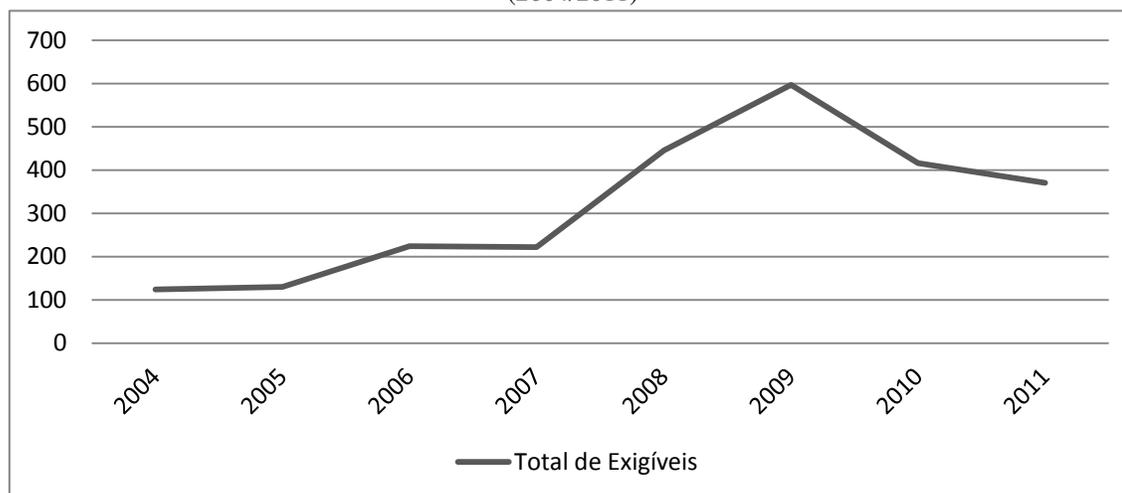
Gráfico 64 – Indicadores financeiros da Andrade Gutierrez S.A. (2004/2012)



Fonte: Andrade Gutierrez.

Os indicadores financeiros do grupo demonstram que após o prejuízo durante a crise internacional, o grupo vem recuperando a rentabilidade, embora ainda pesem bastante as despesas financeiras. Aparentemente, o grupo vem tentando capitalizar sua estratégia de crescimento após 2007, ano em que se iniciou uma ampliação significativa de seu grau de endividamento. Este movimento de crescimento da relação entre capital próprio e capital de terceiros coincide também com o aumento da taxa de crescimento da receita e com o início de algumas reestruturações importantes de empresas do grupo Andrade Gutierrez.

Gráfico 65 – Indicadores de endividamento como percentagem do patrimônio líquido da Andrade Gutierrez S.A. (2004/2011)



Fonte: Andrade Gutierrez.

Com a tentativa de arrendamento do Estaleiro Mauá, e a posterior aquisição do controle do Estaleiro Aratu, a Andrade Gutierrez consolida um padrão básico de diversificação que, em linhas gerais, também foi realizado pelas grandes construtoras nacionais na década passada. Este padrão é marcado pela diversificação em alguns setores próximos aos planos de investimento público nos próximos anos, como por exemplo, a construção naval, energia, e defesa e segurança. As grandes construtoras, em meio a isto, reorganizaram sua estrutura de coligadas, tendo características cada vez mais próprias de conglomerados de empresas de indústria e serviços. Como particularidade deste processo, estão as associações nessas áreas entre as próprias grandes construtoras, compondo empresas de capital aberto, tais como a CCR S.A. – entre a Camargo Corrêa e a Andrade Gutierrez; a Santo Antônio Energia – entre a Odebrecht e a Andrade Gutierrez; e o Estaleiro Atlântico Sul – entre a Camargo Corrêa e a Queiroz Galvão.

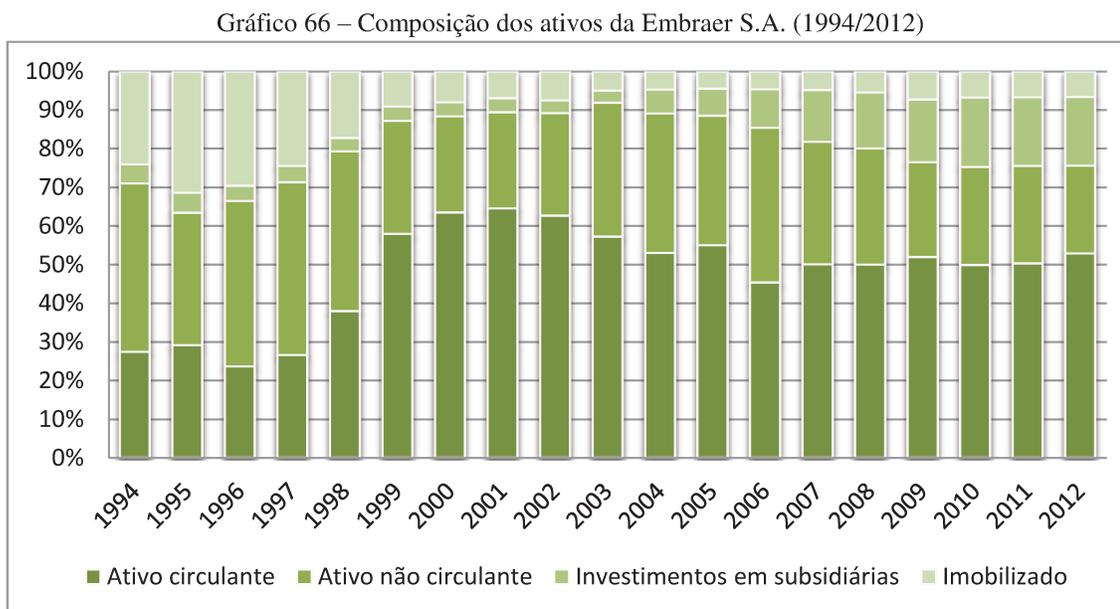
### **3.1.20. EMBRAER**

A Embraer, em meados da década de 1990, vinha de um longo período de deterioração dos seus indicadores financeiros, resultado da soma da retração da demanda mundial, da necessidade de migrar para um novo ciclo de produto e a falta de um plano de investimentos para as estatais por parte do governo (Ferreira, 2009). O plano de privatização da Embraer incluía a manutenção do controle acionário nacional e a manutenção de uma *golden share* do governo federal com direito a veto. Em 1994, a empresa é vendida ao consórcio tendo a frente a companhia financeira Bozzano-Simonsen e os fundos Previ e Sistel, entre alguns outros fundos de investimentos estrangeiros.

Entre 2005 e 2006, a empresa passa por uma reestruturação acionária que resultou em uma empresa aberta de capital pulverizado, com a Previ controlando 10,4%, os fundos estrangeiros controlando aproximadamente 20,5%, o BNDESPar controlando 5,4% e a Companhia Bozzano-Simonsen controlando 4,3%, além de cerca de 57% de ações em *free float*. Após a reestruturação acionária, a Embraer praticamente dobrou o valor de seu plano de investimentos (CVM, 2009), entretanto, valendo a ressalva que os efeitos negativos da crise internacional na Embraer tendem a postergar uma parte desses investimentos.

Os anos 2000 são marcados, portanto, pela ampliação dos investimentos *greenfield*, das aquisições e da internacionalização da empresa. No período posterior à reestruturação acionária, a

Embraer S.A. passou a atuar como holding de uma série de empresas internacionais e nacionais de montagem e manutenção de aeronaves. Embora a diversificação da Embraer tenha permanecido no setor aeroespacial, a empresa ampliou suas áreas de negócios, geralmente através de aquisições ou *joint ventures* com empresas multinacionais.



Fonte: Economática.

Neste Sentido, a Embraer adquiriu algumas empresas de tecnologia em aeronáutica, como a empresa portuguesa Lustral Estruturas Metálicas – em consórcio com a EADS – e a Aero Seating Technologies. A Embraer iniciou também alguns planos de desenvolvimento tecnológico através de *joint ventures*, entre os quais a associação com a Lockheed Martin nos Estados Unidos, a associação com a francesa Zodiac Aerospace – para a produção de cabines – e recentemente, a *joint venture* com a Agusta Westland, para a produção de helicópteros civis e de combate.

No setor de defesa, foi criada a Embraer Defesa e Segurança S.A., para centralizar as participações acionárias adquiridas pela Embraer S.A.. Neste setor, a Embraer criou em sociedade com a israelense Elbit, a Harpia Sistemas S.A., para o desenvolvimento de *Vants*; e comprou a Orbital, empresa de sistemas para radares e *Vants*. A Embraer ainda está desenvolvendo planos para a produção própria de aviões militares de carga, *Vants* e helicópteros de combate. Os dados dão indícios de que a Embraer volta a retomar o crescimento na área de defesa, aproveitando o possível aumento da demanda interna e a inserção de algumas *joint ventures* do grupo em mercados internacionais.

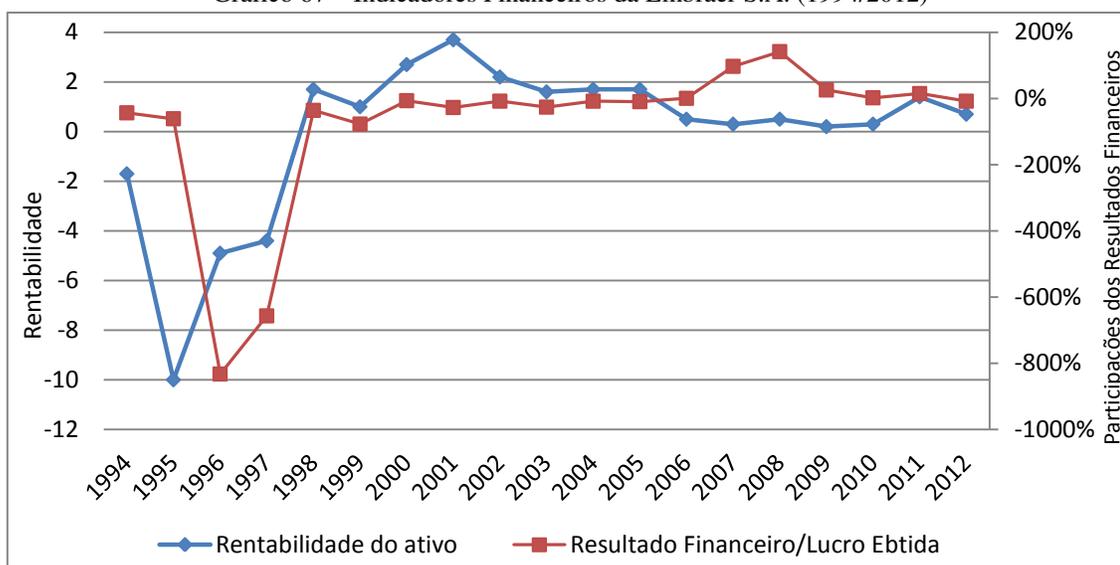
Tabela 17 – Principais projetos de investimento da Embraer S.A. no exterior por distribuição geográfica (2003/2012)

<b>Principais investimentos externos por destino e atividade da Embraer S.A. (2003/2012)</b>		
<b>Destino</b>	<b>Setores</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
Portugal	Aeroespacial	274,9
Estados Unidos	Aeroespacial	194,5
China	Aeroespacial	149,7
México	Aeroespacial	61,9
Singapura	Aeroespacial	53,0
Emirados Árabes	Aeroespacial	25,5
Kenya	Aeroespacial	17,7
<b>Total Embraer</b>		<b>777,2</b>

Fonte: FDI Intelligence.

A interação da Embraer e das grandes construtoras no setor de defesa vem apresentando características interessantes. Os grupos econômicos envolvidos vêm desenvolvendo relações tanto de fornecedores como de competidores; como por exemplo, a criação de empresas concorrentes no fornecimento de sistemas de *Vants* e monitoramento, mas simultaneamente, fornecedoras de empresas *upstream* de veículos militares, radares e empresas de serviços de defesa e segurança. A diversificação dos grandes grupos nacionais para o setor de defesa está, grosso modo, formando uma rede de associações entre empresas que vem materializando um (proto)complexo industrial de defesa no Brasil.

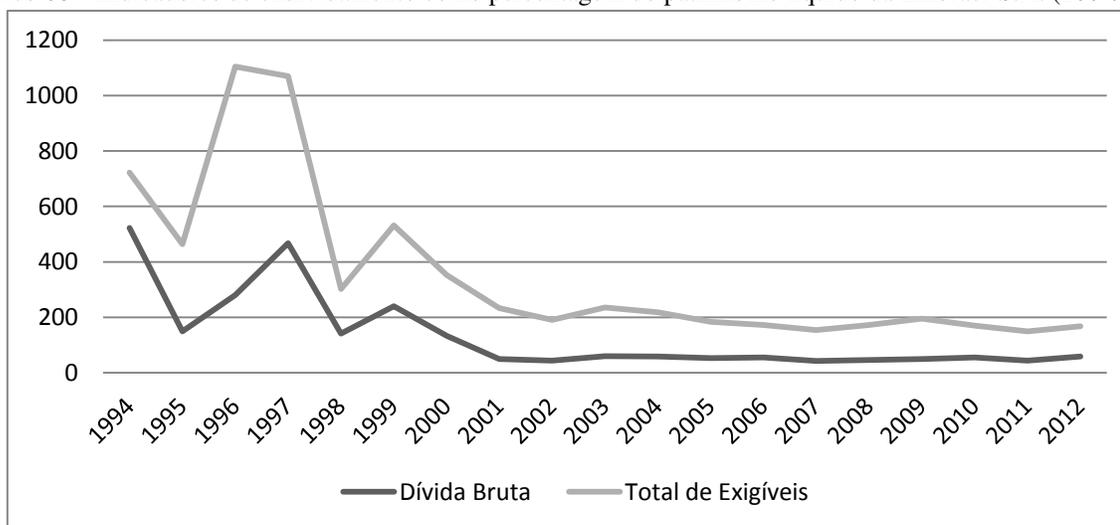
Gráfico 67 – Indicadores Financeiros da Embraer S.A. (1994/2012)



Fonte: Economática.

Os indicadores financeiros da Embraer ilustram bem a descrição realizada. A Embraer atravessa um período de prejuízos, provocados principalmente pelas despesas financeiras e a conjuntura dos anos 1990. Do final da década de 1990 em diante, a empresa apresenta rentabilidade positiva, apesar de muito baixa em alguns anos. Em compensação, a situação financeira da empresa apresenta uma melhora considerável. O grau de endividamento da Embraer decresce em ritmo acelerado durante o final da década de 1990, se mantendo estável na década seguinte.

Gráfico 68 – Indicadores de endividamento como percentagem do património líquido da Embraer S.A. (2004/2011)



Fonte: Economática.

A Embraer embora não apresentasse inicialmente a forma típica de um grupo econômico, depois de sua reestruturação societária modificou sua estratégia de crescimento, aumentando o número de participações acionárias em empresas de tecnologia e em associações com outros grupos estrangeiros. A empresa também segmentou seus ativos com a criação de *holdings* específicas, como a Embraer Defesa e Segurança S.A., e empresas de serviços de suporte e manutenção, como a Embraer Credit e a Embraer Aircraft Maintenance Services. Outro fato interessante, no mesmo sentido, foi a participação da Embraer no consórcio que adquiriu parte dos ativos da privatização do setor aeroespacial português. Igualmente, a inserção da Embraer no setor de defesa também reforçou o processo de conglomeração de empresas do grupo.

### **3.2. OS GRUPOS ECONÔMICOS BRASILEIROS NO PERÍODO RECENTE**

Nas últimas décadas, os grandes grupos econômicos brasileiros passaram por uma série de transformações em sua estrutura de propriedade, algumas relacionadas com as mudanças ocorridas no âmbito do sistema mundial capitalista e outras relacionadas, por assim dizer, com certo grau de desenvolvimento das relações de produção capitalistas no Brasil. Uma breve descrição dos processos comuns aos grandes grupos serve para retomar a discussão sobre o caráter destas mudanças.

A privatização das empresas estatais e a ampliação do sistema de concessões públicas criaram novas possibilidades de acumulação, que para se concretizarem foi preciso reorganizar estes setores adequando-os aos padrões competitivos para sua exploração. De modo geral, este processo se desenvolveu em torno de processos de concentração, verticalização de algumas atividades e incremento do volume financeiro das sociedades abertas que passaram a controlar as possibilidades de lucro com as mudanças nos limites entre atividades públicas e privadas. Em meio à reestruturação dos setores privatizados e à retomada dos projetos de investimento público, as associações entre os fundos de previdência complementar, grupos econômicos e empresas públicas tornaram-se frequentes.

A participação do capital estrangeiro, neste processo, também foi comum em algumas situações. Primeiramente, no aumento das *joint ventures* de capacitação tecnológica, sobretudo nos casos de mercados em que a associação com o capital nacional é um fator de inserção, como na indústria de defesa ou petróleo e gás. Em segundo lugar, o capital estrangeiro durante a privatização

ampliou seu controle sobre as empresas e os setores que consideravam rentáveis e que possuísem tendência a oligopolização em nível regional ou global, como telecomunicações, mineração e energia. O terceiro aspecto é que houve também uma ampliação da participação minoritária do capital estrangeiro na composição acionária das grandes empresas, este processo foi ainda presente na criação de subsidiárias dos grupos nacionais no exterior, como no caso da Embraer e Cosan, e na caso de alguns outros grupos econômicos que não constaram no conjunto analisado, como Weg e Marcopolo<sup>37</sup>. Em alguns casos importantes, o capital estrangeiro tornou-se o acionista majoritário, tais como a Ambev e Usiminas. Por fim, uma parte considerável do processo de internacionalização dos grandes grupos brasileiros foi financiada externamente através da emissão de títulos, muitas vezes subscritos por consórcios com participação de bancos nacionais – especialmente aqueles que passaram a operar nas grandes praças financeiras.

Houve ainda a retomada de um processo típico da conglomeração industrial, a multiplicação das sociedades anônimas e *holdings* setoriais dos grupos econômicos. Como característica implícita ao processo de diversificação, muitos grupos econômicos reestruturaram suas atividades, alinhando os ativos setoriais em empresas *holdings* de capital aberto, decorrência não só da tentativa de centralizar melhor as estratégias setoriais de cada grupo, como também do movimento de segmentação de parte do capital dos grupos econômicos em participações acionárias de sociedades anônimas. Parte deste processo demonstrou-se nas mudanças relativas à melhor contabilização e distinção das rendas provenientes de coligadas, assim como a melhor discriminação contábil do ativo relativo às coligadas. Muitas destas *holdings* passaram por intensas reestruturações da composição acionária, embora mantendo um núcleo mais ou menos estável de controladores.

Contribui igualmente para a formação de algumas grandes *holdings*, o movimento de fusão e incorporação de ativos entre os grupos econômicos, como no caso da BR Foods ou da Fibria pela Votorantim e o BNDESPar. Este processo parece ter consolidado algumas trajetórias de

---

<sup>37</sup> No caso da Marcopolo, em 2000 o grupo estabeleceu no México uma operação que acabou se encaminhando para uma *joint venture* com a Daimler-Chrysler, transferindo a montagem e se integrando à fábrica de chassis da Mercedes-Benz em Monterrey. Ainda em 2000, a Marcopolo estabeleceu mais uma *joint venture* com a maior fabricante de carrocerias da Colômbia, a Superbus; e no mesmo ano, firmou uma parceria com a Scania South África Ltda. para o fornecimento de tecnologia e gestão industrial para produção de ônibus urbanos. A Marcopolo, da mesma forma, estabeleceu através da sua filial Ciferal, uma *joint venture* na Rússia com a Ruspromauto. Enquanto a Weg Motors, assinou um contrato conjunto com o grupo japonês Ebara/Densan para a comercialização conjunta no sudeste asiático (Ventura-Dias, 1994; Tavares, 2006; Sobeet, 2007).

diversificação dos grandes grupos econômicos, através da associação entre capitais e acelerando a oligopolização de determinados setores. Este foi o caso, por exemplo, do surgimento de algumas grandes empresas em setores que passaram por uma intensa reestruturação acionária, como a Braskem em petroquímica, a Oi S.A. em telecomunicações e a Fibria em papel e celulose.

Logo, ainda que o controle familiar de muitos grupos econômicos tenha sido mantido, a composição do capital nacional em suas estratégias recentes de diversificação mudou significativamente. Ampliou a parte do suporte público que provém da capitalização das empresas coligadas aos grupos econômicos, a partir da participação acionária dos fundos de investimento gerenciados pelo governo, sejam públicos ou sindicais. Neste sentido, foi fundamental o processo de capitalização das empresas estatais e do BNDES pelo Tesouro Nacional, inclusive em dar impulso ao aumento do giro financeiro da BM&FBovespa e ampliar a liquidez do mercado brasileiro de ações. Este movimento de recomposição das áreas de negócios a partir das *holdings* ficou aparente, grosso modo, na tendência ao aumento dos investimentos em coligadas no ativo dos grandes grupos econômicos.

A necessidade de implantar estratégias de reestruturação setorial após a privatização e a crescente disponibilidade de crédito, no final dos anos 1990, contribuíram para a piora do grau de endividamento dos grupos econômicos brasileiros. Neste momento, o abandono de tentativas de diversificação a partir do processo de privatização por alguns grandes grupos brasileiros revelou a caráter concentrador do processo em questão. O volume financeiro necessário à consolidação dos setores privatizados limitou o número de participantes dos processos de reestruturação, concentrando a participação nestes empreendimentos em uma pequena parcela do grande capital brasileiro. Desta forma, a outra característica presente ao longo do período acabou por ser o aumento das associações entre o grande capital brasileiro, sobretudo nas concessões públicas, indústria naval e energia. Estas associações envolveram principalmente os grupos econômicos privados de construção civil e engenharia e os de máquinas e equipamentos, muitas delas com a razão de ser baseada nos projetos públicos de infraestrutura e na expansão dos investimentos da Petrobrás. Comumente, estas associações também envolveram as empresas estatais e alguns fundos financeiros na participação acionária de seus empreendimentos.

A internacionalização dos grandes grupos econômicos brasileiros também apresentou alguns padrões interessantes, principalmente com relação a sua distribuição geográfica e setores de

atuação. Houve uma elevada participação dos grandes grupos nos investimentos na América do Sul e África, geralmente em setores intensivos em recursos naturais, como mineração e extração de petróleo e gás. A América Latina concentra um pouco menos que a metade dos investimentos externos dos grupos analisados, e é a região com a maior diversificação setorial dos investimentos. A região recebe investimentos externos de todos os grupos, mesmo que em alguns casos de forma pouco expressiva; inclusive dos grandes grupos com menor participação no processo de internacionalização, além de receber investimentos mais diversificados dos grandes grupos econômicos. Geralmente, a internacionalização de coligadas fora do núcleo principal de negócios dos grandes grupos também é mais concentrada na América Latina.

Tabela 18 – Distribuição geográfica dos projetos de investimentos externos dos grupos econômicos selecionados (2003/2012)

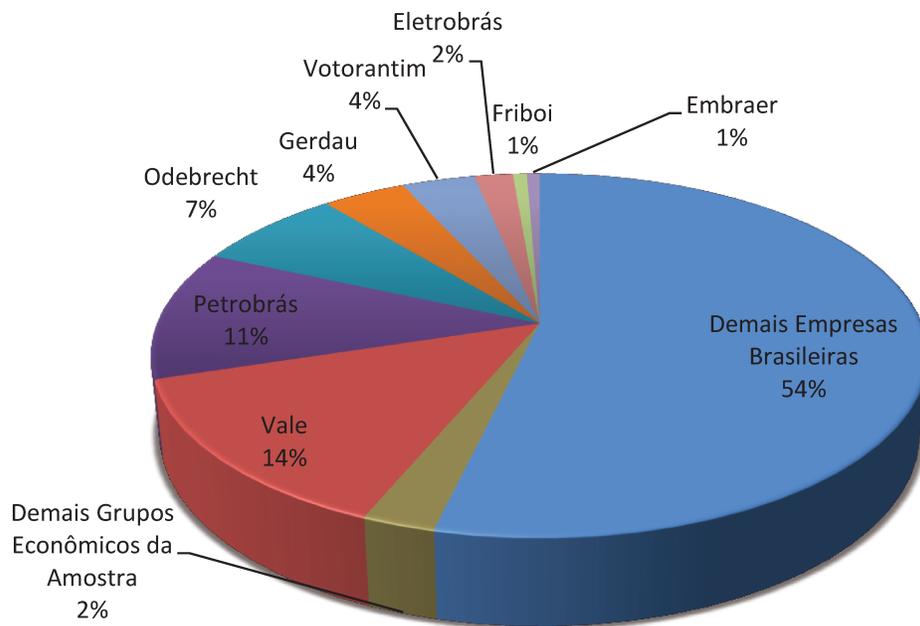
<b>Destino</b>	<b>Valor estimado (US\$ milhões)</b>
<b>América Latina</b>	<b>25.839,6</b>
Peru	8.191,8
Argentina	4.168,5
Colômbia	4.107,2
<b>África e Oriente Médio</b>	<b>12.301,0</b>
Nigéria	3.362,9
Moçambique	3.198,4
Angola	3.150,2
<b>Ásia e Oceania</b>	<b>9.061,6</b>
Malásia	3.700,0
Nova Caledônia	3.200,0
Japão	1.060,9
<b>América do Norte<sup>a</sup></b>	<b>5.694,7</b>
Estados Unidos	2.877,1
Canadá	2.817,6
<b>Europa</b>	<b>1.814,4</b>
Portugal	1.198,7
Rússia	226,8
Reino Unido	139,0

Fonte: FDI Intelligence. (<sup>a</sup>.exclui México).

Os investimentos na África são basicamente em setores intensivos em recursos naturais, e são concentrados principalmente em mineração, petróleo e gás e bioenergia. Assim como Ásia e Oceania, em que prevalecem os investimentos em mineração, embora a China receba o maior

número de projetos e o mais diversificado fluxo de investimento externo no continente. Chama atenção igualmente, a concentração da distribuição geográfica do investimento externo dos grandes grupos econômicos brasileiros na região periférica, como América Latina, África e o Sudeste Asiático. Mesmo na Europa, o estoque dos investimentos é concentrado em países como Portugal, Rússia e Espanha. Por outro lado, os Estados Unidos recebeu um estoque elevado e diversificado de investimentos dos grandes grupos brasileiros, assim como os grandes grupos financeiros nacionais realizaram alguns investimentos significativos no Reino Unido.

Figura 5 – Concentração do investimento externo dos grupos econômicos selecionados no total do investimento externo brasileiro (2003/2012)



Fonte: FDI Intelligence.

Este padrão de inserção internacional, em conjunto, permite apontar algumas questões sobre o papel desempenhado pelo grande capital brasileiro na divisão internacional do trabalho. Primeiramente, sobre a disputa por recursos naturais na África, Oceania e América Latina, os grandes grupos econômicos brasileiros, concentrados eles próprios em setores intensivos em recursos naturais, ampliaram sua participação mundial não só pela exportação, como pela ocupação de áreas de exploração estratégicas para o crescimento global destes setores. Em relação a este processo, é digno de nota o fato de que alguns grandes grupos brasileiros diversificaram para atividades intensivas em recursos naturais apenas na exploração destes

recursos fora do país, como é o caso dos empreendimentos da Odebrecht e da Camargo Corrêa em mineração e óleo e gás na África.

Uma segunda questão importante sobre o processo de internacionalização do grande capital brasileiro diz respeito às associações para a exploração de alguns mercados. No caso das *joint ventures* e dos grandes grupos de capital misto no Brasil, enquanto a capacitação técnica e financeira para a atuação dos grupos brasileiros em mercados regionais – como o latino americano – tem vindo de empresas líderes nos países centrais, a operacionalização da estratégia de atuação nestes mercados tem ficado por conta do capital nacional associado. O que revela um desdobramento importante das formas típicas de associação entre capital periférico e empresas multinacionais, só que neste caso, própria ao período de maior integração dos mercados regionais e internacionalização das cadeias produtivas (Chesnais, 1996).

A terceira questão se refere ao aumento da participação dos grupos brasileiros nas atividades de infraestrutura e concessões públicas na América Latina e África. O interessante é que as concessões públicas e o fornecimento de infraestrutura para as atividades primário-exportadoras locais são os casos mais emblemáticos do investimento estrangeiro no período clássico do Imperialismo, ao final do século XIX. Estas atividades possuem relações mais intrincadas com o poder público concedente – como ilustrou as grandes doações feitas pelas construtoras brasileiras para a campanha presidencial do Peru em 2011 – e como são geralmente financiadas pelo capital brasileiro, geram uma contrapartida de endividamento público destes países com o Brasil. Ressaltando o fato de que muitos dos projetos de infraestrutura são realizados para dar suporte a empreendimentos de grupos econômicos brasileiros.

Tabela 19 – Estoque de investimento direto estrangeiro realizado pelas economias em desenvolvimento (*outflow*) (1990/2008)

<b>Países</b>	<b>Valor Realizado (US\$ milhões)</b>
Argentina	1.172
Brasil	4.213
México	2.035
China	7.892
Hong Kong	26.187
Taiwan	5.240
Índia	3.191
Rússia	9.370
Coréia do Sul	4.365
<b>Economias em Desenvolvimento</b>	<b>94.574</b>
<b>Economias Desenvolvidas</b>	<b>655.451</b>

Fonte: Hiratuka & Sarti (2011).

O movimento conjunto dos grandes grupos brasileiros demonstra a complexidade de algumas mudanças, que não são aparentes quando a economia brasileira é analisada a partir dos dados agregados. Enquanto os resultados da indústria brasileira, como um todo, apontam no sentido de uma especialização regressiva, com menor participação das empresas nacionais nos setores intensivos em tecnologia e um maior conteúdo importado na indústria de montagem nacional, associado a ciclos curtos de crescimento, o grande capital brasileiro apresentou uma trajetória menos drástica. Ao longo da década passada, com exceção dos anos a partir da crise, os grandes grupos econômicos nacionais seguiram crescendo, incrementando suas receitas e aumentando sua cota na produção de riqueza. A expansão da carteira de crédito do BNDES, as capitalizações recorrentes através das instituições públicas e a contribuição dos fundos de pensão nas reestruturações acionárias, permitiram que muitos destes grupos econômicos, sobretudo aqueles ligados aos setores extrativos, aproveitassem o ciclo de crescimento dos preços das commodities, para galgar algumas posições em suas cadeias globais de produção e distribuição.

Se a partir da perspectiva dos dados de desempenho da indústria não houve mudanças importantes, quando observada a evolução dos grandes grupos econômicos através de sua estrutura de propriedade, a situação é um tanto distinta. A relação entre privatização e financeirização da riqueza modificou os vínculos entre os grandes grupos familiares, fundos

financeiros de controle sindical e parte da burocracia pública. Esta amalgamação de diferentes categorias e frações de classe, que se materializou em parte nos grandes grupos econômicos brasileiros, foi uma resposta própria ao desenvolvimento geral de certas formas de rentismo constituídas no sistema capitalista mundial nas últimas décadas do século passado. Com tal, estas formas têm também a capacidade de promover transformações relevantes nas relações de produção e no desenvolvimento das forças produtivas, como pode indicar a entrada em setores como energias renováveis e indústria bélica e a crescente presença destes grupos econômicos na América Latina e África.

A consolidação dos grupos econômicos brasileiro na disputa de certos mercados regionais é parte de um processo mais amplo, difícil de ser interpretado quando não é inserida a análise das relações de classe no processo de produção. Neste sentido, o recurso ao estudo da estrutura de propriedade do capital possibilita descrever o entrelaçamento entre as diversas frações do capital e o desenvolvimento de suas formas de apropriação. Ambos os processos, em conjunto, estão relacionados com as mudanças relativas às relações entre as frações de classe no Brasil e à inserção internacional do capital brasileiro.



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

“Ai, esta terra ainda vai cumprir seu ideal:  
Ainda vai tornar-se um imenso Portugal!”  
(Chico Buarque de Holanda, *Fado Tropical*)

Difícilmente é possível tirar grandes conclusões a respeito de processos históricos recentes, mais ainda quando o tempo histórico ainda não promoveu certa decantação destes processos. Neste caso, as considerações que podem ser feitas são relativas mais aos contornos e tendências gerais, do que às definições formais sobre conceitos e categorias. Mesmo assim, é possível apontar algumas questões importantes sobre a “financeirização” do grande capital brasileiro e os impactos desta transformação.

No período abordado aqui, que vai do início das negociações sobre as empresas que foram privatizadas até os anos após a crise internacional de 2009, houve um processo longo de alteração nas formas de financiamento e associação entre Estado e os grupos econômicos no Brasil. Apesar de uma parte dos mecanismos institucionais envolvidos neste processo serem anteriores ao período estudado, como é o caso dos fundos de previdência complementar, do BNDESPar e dos demais bancos estatais, as modificações de suas formas de atuação somente puderam ser realizadas a partir de uma série de mudanças no sistema capitalista como um todo. Tanto o BNDESPar como os fundos de pensão, por exemplo, foram criados no final dos anos 1970, porém foi o crescimento do valor movimentado pelos mercados financeiros globalmente que possibilitou o aumento da importância relativa destes mecanismos. No mesmo sentido do aumento do valor de seus ativos, aumentou também a importância política destas instituições, levando sindicatos e empresas a vislumbrarem nestes mecanismos sócios estratégicos para seus empreendimentos.

Estes mecanismos foram mobilizados durante a reestruturação dos setores privatizados e, novamente, para a diversificação dos grandes grupos, seguindo a rota dos possíveis novos investimentos públicos, principalmente energia, petróleo e gás e o setor de defesa; assim como, também durante a operacionalização das fusões e aquisições no processo de concentração do grande capital brasileiro estes mecanismos foram igualmente mobilizados. Dado o grau de endividamento das grandes empresas e os efeitos das crises cambiais no final dos anos 1990, dificilmente os grupos econômicos brasileiros conseguiriam prosseguir em suas estratégias de

crescimento sem contar com estas formas de capitalização através dos fundos públicos e sindicais, e em alguns casos com a participação ainda do capital estrangeiro.

A presença do capital estrangeiro, entretanto, foi tímida nos setores privatizados. A incapacidade de articular suas estratégias com as intenções do grande capital estrangeiro em relação ao Brasil levou os grandes grupos econômicos brasileiros a endossarem as parcerias com as instituições financeiras públicas e estatais em alguns setores tradicionais de insumos básicos e nos projetos de infraestrutura. Nos setores em que o capital estrangeiro se fez presente predominou as formas associativas entre capital estrangeiro e nacional, como no caso dos setores de energia, mineração e defesa. A atuação do capital estrangeiro, aliás, demonstrou três tendências bem características: a formação de associações com grupos locais para disputar o mercado latino-americano, como nos casos da Ambev, Cosan, TAM e boa parte da indústria naval; a formação de *joint ventures* para a exploração de terceiros mercados, conforme alguns casos de internacionalização de empresas como, por exemplo, a Weg, Marcopolo e Embraer; e a participação do capital estrangeiro no processo de oligopolização de alguns setores intensivos em tecnologia como telecomunicações e recentemente biotecnologia. Contribuindo assim ainda mais para adensar a intrincada rede de cruzamentos acionários posteriores a privatização.

Como parte deste processo, houve o aumento do número de *holdings* dos grandes grupos econômicos com a multiplicação de suas *joint ventures* com o capital estatal e o capital estrangeiro. O efeito disto foi uma tendência ao aumento da participação da renda gerada por estas empresas nas receitas totais dos grupos econômicos, ou seja, a diversificação das formas de apropriação sobre o excedente por parte do grande capital, homogeneizando as distinções possíveis entre as frações da grande burguesia brasileira. Desta forma, tornando – pelo menos da perspectiva do grande capital – desprovida de sentido qualquer distinção entre burguesia industrial e financeira e acentuando uma característica marcante do grande capital brasileiro, seu caráter eminentemente *rentista*. Nos casos tratados aqui, a utilização do conceito de capital financeiro está ligada justamente a esta transformação, isto é, a generalização das formas de apropriação do grande capital nacionalmente constituído.

Este movimento conjunto da estrutura do grande capital brasileiro está ligado diretamente a dois processos retomados nas últimas décadas envolvendo os grupos econômicos nacionais.

Primeiramente, o incremento do processo de internacionalização em sua distribuição geográfica e diversificação setorial. Neste sentido, a inserção dos grandes grupos econômicos brasileiros na disputa por reservas de recursos naturais e pelas concessões públicas na África e América Latina é entendida como um processo relativo ao desenvolvimento do capital financeiro em seu nível local. A outra questão se refere ao encadeamento entre a expansão da exploração petrolífera e os grupos econômicos brasileiros, sobretudo através da construção naval e indústria de defesa; em ambos os casos, estes setores estão se (re)constituindo a partir de um padrão de composição entre o capital nacional e as empresas estrangeiras – atuando principalmente no fornecimento de tecnologia.

Nos setores mais intensivos em tecnologia, como já dito anteriormente, a disposição do capital nacional para a associação na capacitação e licenciamento tecnológico com o capital estrangeiro é antiga<sup>38</sup>. Se o processo de capitalização dos grandes grupos serviu para possibilitar ao capital nacional a chance de disputar certos espaços de acumulação, quase nada se fez para reduzir esta característica da inserção dos grupos econômicos brasileiros nos setores mais intensivos em tecnologia. Igualmente, a alta do preço das *commodities* forneceu pouco incentivo à verticalização dos grupos econômicos para bens mais elaborados. Porém, a despeito disto, os grupos econômicos cresceram enormemente.

De modo amplo, o estudo realizado procura auxiliar nas discussões sobre o capital financeiro no Brasil e sobre as bases do que pode ser classificado como subimperialismo – no que diz respeito apenas ao padrão de inserção internacional do grande capital brasileiro e sua relação com o capital estrangeiro. Ao contrário do desenvolvimento do capital financeiro nos países centrais, geralmente constituído no período anterior à Primeira Guerra e reconstruído após a Segunda Guerra, o desenvolvimento tardio do grande capital na periferia defronta-se com cadeias produtivas menos integradas nacionalmente e com a predominância do investimento estrangeiro direto como forma predominante de transferência tecnológica entre centro e periferia. Portanto, os mecanismos de centralização de capital perderam grande parte de sua capacidade de empuxo sobre o sistema nacional de pequenas e médias empresas, através do suporte dado a este sistema pelo crescimento e internacionalização do grande capital local.

---

<sup>38</sup> Possivelmente, a única exceção seja a produção tecnológica por parte da Petrobrás e Embraer.

Se tomarmos como exemplo o argumento de um reconhecido interprete como John Hobson sobre a evolução supremacia da economia dos Estados Unidos<sup>39</sup>, fica claro a relação existente entre as formas avançadas de centralização do capital e o dinamismo econômico dos países centrais. O volume crescente das massas de capital envolvido na exploração dos diversos setores criou, através da concentração e centralização, um aumento da interdependência dos mercados, propagando as formas monopolistas de concorrência. A *trustificação* levada a cabo pela concorrência monopolista e as “combinações” entre o capital monopolizado – financeiro e industrial – induzia inicialmente um papel ativo do setor financeiro sobre a indústria. Como a participação do capital nacional monopolista era predominante praticamente em todos os setores, este processo forneceu aos países pioneiros na constituição do capital centralizado maior capacidade de dar dinamismo ao seu sistema industrial a partir da concorrência internacional.

Como foi também o caso da reconstituição industrial no Pós-Guerra, centrado nos setores de metal-mecânica, equipamentos elétricos e máquinas e equipamentos, com alta capacidade de encadeamento sobre o sistema local de empresas fornecedoras ao capital monopolista. Por outro lado, a “centralização tardia” do grande capital na periferia é marcada pelos seus limites setoriais – basicamente, serviços, indústria extrativa e insumos básicos – e em casos raros atuam também no desenvolvimento da tecnologia utilizada em seu processo produtivo. A centralização, desta forma, se reduz a setores marcados pela proteção estatal ou intensivos em recursos naturais, geralmente, com baixa capacidade de encadeamento sobre o sistema de empresas locais.

Nas últimas décadas, o processo de *outsourcing* das grandes empresas e a criação de redes globais de fornecedores de insumos *commoditizados* complica ainda mais a situação. O grande capital centralizado na periferia passa a atrelar seu crescimento, sobretudo nos casos em que poderia haver maior encadeamento produtivo, às cadeias já globalizadas de fornecedores, e a traçar a partir daí seu processo de internacionalização. Como há ainda uma enorme diferença entre o volume do capital centralizado nos grandes grupos econômicos da periferia e do centro, também há pouca capacidade financeira de competir com as grandes empresas produtoras de tecnologia, que controlam boa parte da apropriação da renda destas cadeias produtivas. Fica assim, o crescimento do capital centralizado na periferia limitado em sua capacidade de

---

<sup>39</sup> Interpretação apresentada em seu livro *A evolução do capitalismo moderno* (Hobson, 1983), tomando como referência a leitura proposta por Conceição Tavares (1983), no mesmo volume citado.

desenvolvimento das forças produtivas em seu espaço nacional. Por outro lado, as relações de produção estabelecidas pelo grande capital brasileiro dificultam qualquer suposição em relação ao seu comprometimento com o desenvolvimento da indústria local.

Logo, dado o caráter restrito do fenômeno da concentração e centralização do capital na periferia – em termos setoriais e financeiros – não há resultados prévios a se esperar sobre o crescimento do grande capital brasileiro, nem em relação ao desenvolvimento tecnológico, nem aos efeitos de encadeamento sobre o restante da indústria brasileira. O que se coloca é, inversamente, a possibilidade de um descolamento entre o movimento do grande capital e do grosso da indústria brasileira. Principalmente, devido ao fato de que grande parte dos setores em que atuam os grandes grupos nacionais possuem baixos encadeamentos e são intensivos em capital e recursos naturais. Neste sentido, qualquer dinamismo que traga o crescimento dos grandes grupos brasileiros depende fundamentalmente de pressões políticas que force, ao menos, o incremento dos encadeamentos produtivos de suas atividades com a produção local.

Os contornos políticos do processo em questão é que são mais intrincados. Ao lado do grande capital privado, se colocam também os sindicatos, sobretudo aqueles ligados à CUT, e as instituições públicas na composição dos grandes grupos econômicos. Interessante notar, que o período de maior crescimento dos grupos econômicos é justamente durante o governo do Partido dos Trabalhadores. A chegada ao poder do PT possibilitou concertar o entrelaçamento entre BNDES, empresas estatais, centrais sindicais e grande capital privado; contribuiu ainda para isto, os efeitos da crise e a compra de alguns ativos pelas instituições públicas. No todo, este processo forneceu alguma capacidade operacionalização dos investimentos públicos, que manteve uma taxa significativa de crescimento durante meados dos anos 2000 – cresceu em média cerca de 12% ao ano entre 2003 e 2010.

A questão que resta saber é sobre a capacidade de se mediar minimamente as condições de operacionalização do investimento público através dos consórcios entre os grandes grupos econômicos e os fundos de financiamento, equacionando isto com os encadeamentos que possibilitariam sustentar um ciclo mais duradouro de investimentos. Diante da crise, a possibilidade da manutenção de uma taxa razoável de crescimento econômico depende parcialmente do equacionamento desta questão. Com a conjuntura atual do sistema capitalista, o

desempenho dos grandes grupos brasileiros passa a depender ainda mais do comportamento do mercado interno, e de reforçar ainda mais este padrão de composição do grande capital brasileiro.

Dado isto, a necessidade de separar os interesses do grande capital brasileiro daqueles referentes ao desenvolvimento socioeconômico do país torna-se fundamental. Igualmente, tornou-se imprescindível uma maior discussão sobre as possibilidades da ação sindical, dado o entrelaçamento da estrutura sindical com as grandes empresas nacionais e o peso dos fundos financeiros sobre seu controle. A fragilidade do grande capital brasileiro frente aos seus pares das economias centrais foi compensada pelo forte apoio nas estruturas sindicais e estatais para que, ao menos, sua liderança regional pudesse ser consolidada. A questão que se coloca seja talvez a capacidade de transformar estes mecanismos em peças relevantes no controle sobre os rumos do desenvolvimento nacional.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

**ABRAPP (2011).** *Anuário Estatístico*. (mimeo).

**ALTVATER, E. (1987).** O capitalismo se organiza: o debate marxista desde a guerra mundial até a crise de 1929. In: HOBSBAWM, E. (org.) (1987). *História do Marxismo; o marxismo na época da Terceira Internacional: o novo capitalismo, o imperialismo, o terceiro mundo*. Rio de Janeiro: Paz e Terra. (vol. VIII)

**ANDRADE, M.L. ET ALL. (2001).** *Impactos da privatização no setor siderúrgico*. Área de Operações Especiais, BNDES, 14p. (mimeo)

**AOKI, M. (1994).** The Japanese firm as a system of attributes: a survey and research agenda. In: AOKI, M. & DORE, R. (1994). *The Japanese Firm: sources of competitive strength*. New York: Oxford University.

**ARRIGHI, G. (1995).** *Workers of the world at century's end*. Seattle: University of Washington.

**ARRUDA, J. J. (2011).** *A Florescência Tardia: Bolsa de Valores de São Paulo e mercado global de capitais (1989-2000)*. Bauru: Edusc.

**BARAN, P. & SWEEZY, P. (1974).** *Capitalismo Monopolista*. Rio de Janeiro: Zahar.

**BELLUZZO, L. G. (2005).** O regime do capital e o desenvolvimento capitalista. *Revista Princípios*, 79, 12-17.

**BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. (2002).** *Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

**BELLUZZO, L. G. & TAVARES, M. C. (1980).** Capital Financeiro e empresa multinacional. *Temas de Ciências Humanas*, 9, 113-124.

**BLACK, B.; CARVALHO, A. & GORGA, E. (2008).** An overview of brazilian corporate governance. European Corporate Governance Institute, *Finance Working Paper*, nº 206/2008, 52p.

**BM&FBOVESPA (2011).** *Relatório Anual*. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/relatorio-anual/relatorio-anual.aspx?Idioma=pt-br>.

**BOITO JR., A. (1998).** Neoliberal hegemony and unionsm in Brazil. *Latin America Perspectives*, 25(1), pp.71-93.

**BONELLI, R. (1998).** Las estrategias de los grandes grupos económicos brasileños. In: PERES, W. (coord.) (1998). *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*. Madrid y Mexico D.F.: Siglo Veintiuno.

**BRAGA, J. C. (2000).** *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: Unicamp/IE.

**BRAGA, J. C. (1996).** Economia política da dinâmica capitalista (observações para uma proposta de organização teórica). *Estudos Econômicos*, 26(n. especial), 83-133.

**BRAGA, J. C. & MAZZUCHELLI, F. (1981).** Notas introdutórias ao Capitalismo Monopolista. *Revista de Economia Política*, 1(2), 57-65.

**BRANDÃO, C. (2007).** *Território & Desenvolvimento: as múltiplas escalas entre o local e o global*. Campinas: Unicamp.

**BRAVERMAN, H. (1974).** *Trabalho e capital monopolista: a degradação do trabalho no século XX*. Rio de Janeiro: LTC.

- BUKHARIN, N. (1984).** *A economia mundial e o imperialismo: esboço econômico*. São Paulo: Abril Cultural. (Os Economistas) [1917]
- CARDOSO, A. (2003).** *A década neoliberal e a crise dos sindicatos no Brasil*. São Paulo: Boitempo.
- CARDOSO, C. & BRIGNOLI, H. (1979).** *Historia económica de América Latina*. Barcelona: Crítica. (vol.1)
- CARDOSO, F. H. (1963).** *Empresário industrial e desenvolvimento econômico no Brasil*. São Paulo: Difusora Européia do Livro.
- CARNEIRO, R. (2002).** *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Unesp.
- CARVALHO, M. A. (2001).** Privatização, dívida e déficit público no Brasil. IPEA, *Textos para Discussão*, nº847, 133p.
- CHANDLER, A. (1990).** *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge, MA: Belknap Press.
- CHESNAIS, F. (1996).** *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã.
- CHESNAIS, F. (2002).** A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. *Economia e Sociedade*, 11(1), 1-44.
- CHESNAIS, F. (2005).** O Capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (org.) (2005). *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo.
- CHUNG C. (2001).** Markets, culture and institutions: the emergence of large business groups in Taiwan, 1950s-1970s. *Journal of Management Studies*, 38(5), 719-745.
- COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. (1980).** O desenvolvimento do capitalismo avançado e a reorganização da economia mundial no Pós-Guerra. *Estudos Cebrap*, 23, 6-21.
- COUTINHO, L. & BELUZZO, L. G. (1998).** Política econômica, inflexões e crise: 1974/1981. In: COUTINHO, R. & BELUZZO, L. G. (Org.) (1998). *Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise, v.1*. Campinas: Unicamp I.E., p.193. (30 anos de economia – Unicamp, 9).
- CVM.** *Informe Anual*, vários anos. (mimeo)
- DAIN, S. (1986).** *Empresa estatal e capitalismo contemporâneo*. Campinas: Unicamp. (Série Teses)
- DORNSEIFER, B. & KOCKA, J. (1993).** The impact of the preindustrial heritage: reconsiderations on the German pattern of corporate development in the late 19<sup>th</sup> and early 20<sup>th</sup> centuries. *Industrial and Corporate Change*, 2(2), pp.233-248.
- ELETROBRÁS (2011).** Informe aos investidores. (mimeo).
- ERBER, F. & VERMULM, R. (1993).** *Ajuste estrutural e estratégias empresariais*. Rio de Janeiro: IPEA.
- ERNST & YOUNG (2008).** *ALL – America Latina Logistica S.A. and its subsidiaries*. Relatório Financeiro, 124p. (mimeo).
- EVANS, P. (1979).** *A tríplice aliança: as multinacionais, as estatais e o capital nacional no desenvolvimento dependente brasileiro*. Rio de Janeiro: Zahar.
- EVANS, P. (2004).** *Autonomia e parceria: Estados e transformação industrial*. Rio de Janeiro: UFRJ.

- FERNANDES, F. (2006).** *A revolução burguesa no Brasil: ensaios de interpretação sociológica*. São Paulo: Globo. [1975]
- FERRAZ, M. (2006).** Do confronto à negociação: a CUT na passagem dos anos 1990 ou equívoco teórico?. In: ARAÚJO, S. M. ET ALLI (2006). *O sindicalismo equilibrista: entre o continuísmo e as novas práticas*. Curitiba: UFPR.
- FERREIRA, M. J. (2009).** *Dinâmica da inovação e mudanças estruturais: um estudo de caso da indústria aeronáutica mundial e a inserção brasileira*. Tese apresentada na Universidade Estadual de Campinas, 267pp.
- FIORI, J. L. (1999).** Introdução: de volta à questão da riqueza de algumas nações. In: FIORI, J. L. (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes.
- FIORI, J. C. (2007).** *O poder global e a nova geopolítica das nações*. São Paulo: Boitempo.
- FLEISCHER, H. (1978).** *Concepção marxista da história*. Lisboa: Edições 70.
- FONTES, V. (2010).** *O Brasil e o capital-imperialismo: teoria e história*. Rio de Janeiro: UFRJ.
- FRANK, A. G. (1980).** *Acumulação dependente e subdesenvolvimento: repensando a teoria da dependência*. São Paulo: Brasiliense.
- GALAMBOS, L. (1970).** The emerging organizational synthesis in modern american history. *The Business History Review*, 44(3), pp.279-290.
- GALAMBOS, L. (1983).** Technology, political economy, and professionalization: central themes of the organizational synthesis. *The Business History Review*, 57(4), pp.471-493.
- GHEMAWAT, P & KHANNA, T. (1998).** The nature of diversified business groups: a research design and two cases of studies. *The Journal of Industrial Economics*, 46(1), 35-61.
- GIDDENS, A. (2001).** *O estado-nação e a violência*. São Paulo: Edusp.
- GORGA, E. (2008).** *Changing the Paradigm of Stock Ownership: From Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Trabalho apresentado no seminário 3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers, 105p.
- GRANNOVETTER, M. (1995).** Coase revisited: business groups in the modern economy. *Industrial and Corporate Change*, 4(1), 93-130.
- GRANOVETTER, M. (2005).** Business groups and social organization. In: SMELSER, N. & SWEDBERG, R. (2005). *The handbook of economic sociology*. New York: Princeton University.
- GRÜN, R. (2003).** Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 18(52), PP.139-161.
- GUILLEN, M. (2000).** Business groups in emerging economies: a resource-based view. *Academy of Management Journal*, 43(3), 362-380.
- HALL, P. & SOSKICE, D. (ed.) (2001).** *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Nova Iorque: Oxford Press.
- HILFERDING, R. (1985).** *O Capital Financeiro*. São Paulo: Abril Cultural. (Os Economistas) [1909]

**HIRATUKA, C. & SARTI, F. (2011).** Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente. Ipea, *Texto para Discussão*, 1610, 56pp.

**HOBBSAWN E. (2009).** *A era do capital: 1848-1875*. São Paulo: Paz e Terra.

**HOBSON, J. A. (1983).** *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo: Abril Cultural. (col. Os Economistas) [1894].

**HUGHES, T. (1990).** Managerial capitalism beyond the firm. In: CHURCH, R. *ET ALII* (1990). “Scale and Scope”: a review colloquium. *The Business History Review*, 64(4), pp.690-735.

**HUSSEIN, A. (1976).** Hilferding’s Finance Capital. *Bulletin of the Conference of Socialist Economists*, vol. V, 1(13), 1-18.

**HUSSON, M. (2008).** The Regulation School: a one-way ticket from Marx to Social Liberalism?. In: BIDEF, J. & KOUVELAKIS, S. (org.) (2008). *Critical companion to contemporary Marxism*. Leiden: Brill.

**HYMER, S. (1978).** *Empresas Multinacionais: A internacionalização do capital*. Rio de Janeiro: Graal.

**IANNI, O. (1989).** *Estado e capitalismo*. São Paulo: Brasiliense.

**IBRAM (2009).** *Panorama Mineral Brasileiro*. Disponível em: <http://www.ibram.org.br/>.

**JARDIM, M. (2011).** Presença de centrais e sindicatos no mercado financeiro: criação e gestão dos fundos de pensão. *Estudos de Sociologia*, 16(31), pp.321-339.

**JESSOP, B. (1995).** The regulation approach, governance and post-Fordism: alternative perspective on economic and political change?. *Economy and Society*, 24(3), pp.307-333.

**KHANNA, T & YAFEH, Y. (2007).** Business groups in emerging markets: paragons or parasites?. *Journal of Economic Literature*, vol.XLV, 331-372.

**KOCK, C. & GUILLÉN, M. (2001).** Strategy and structures in developing countries: business groups as an evolutionary response to opportunities for unrelated diversification. *Industrial and Corporate Change*, 10(1), 77-113.

**KOCKA, J. (1971).** Family and bureaucracy in German industrial management, 1850-1914: Siemens in comparative perspective. *The Business History Review*, 45(2), pp.133-156.

**LAZONICK, W. (1991).** *Business organization and the myth of market economy*. Cambridge: Cambridge University.

**LAZZARINI, S. (2011).** *Capitalismo de Laços: entenda como funcionam as estratégias e as alianças políticas e as suas consequências para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier.

**LEBOWITZ, M. (2005).** *Following Marx: method, critique and crisis*. Chicago: Haymarket Books.

**LEFF, N. (1978).** Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the Economic Groups. *Economic Development and Cultural Change*, 26(4), 661-675.

**LENIN, V. I. (1982).** O Imperialismo, fase superior do capitalismo (ensaio popular). In: LENIN, V. I. (1982). *Obras escolhidas*. São Paulo: Alfa-Omega. (volume I) [1917]

**LESSA, C. F. (1988).** *A estratégia de desenvolvimento 1974-1976: sonho e fracasso*. Campinas: Unicamp, 1998. (col. 30 Anos de Economia, vol.5).

- LUCE, M. (2011).** *A teoria do subimperialismo em Ruy Mauro Marini: contradições do capitalismo dependente e a questão do padrão de reprodução do capital. A História de uma categoria.* Tese de doutorado apresentada no IFCH/UFRGS, 225p.
- MAIER, C. (1986).** L'après-guerre em Italie. Un *aggiornamento* de l'historiographie marxiste. *Le Mouvement Social*, 134, 159-166.
- MANDEL, E. (1976).** *Capital financeiro y petrodólares: acerca de la última fase del imperialismo.* Barcelona: Anagrama.
- MANDEL, E. (1980).** *Historical Materialism and the capitalist state.* Disponível em: <http://www.marxists.org/archive/mandel/1980/xx/hismatstate.htm>.
- MARINI, R. M. (2000).** *Dialética de dependência.* Petrópolis: Vozes.
- MARTINS, L. (1985).** *Estado capitalista e burocracia no Brasil pós 64.* Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- MARTINS, L. (1968).** *Industrialização, burguesia nacional e desenvolvimento.* Rio de Janeiro: Saga.
- MARX, K. (1973a).** *El capital: crítica de la economía política.* México D.F.: Fondo de Cultura Económica. (tomo I) [1867]
- MARX, K. (1973b).** *El capital: crítica de la economía política.* México D.F.: Fondo de Cultura Económica. (tomo II) [1885]
- MARX, K. (2001).** *El capital: crítica de la economía política.* México D.F.: Fondo de Cultura Económica. (tomo III) [1894]
- MARX, K. (2004).** *Manuscritos econômico-filosóficos.* São Paulo: Boitempo. [1844]
- MCGRAW, T. (1988).** Alfred D. Chandler: uma odisséia intelectual. In: MCCRAW, T. (org.) (1998). *Alfred Chandler: Ensaio para uma teoria histórica da grande empresa.* Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas.
- MÍCHIN, S. S. (1973).** *Processo de concentração de capital no Brasil.* Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- MIRANDA, J. C. & TAVARES, M. C. (1999).** Brasil: estratégias de conglomeração. In: FIORI, J. L. (org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações.* Petrópolis: Vozes.
- MONTMORILLON, B. (1986).** Vers une reformulation de la théorie du groupe. *Revue d'Economie Industrielle*, 47(1), 14-26.
- MORIKAWA, H. (1970).** The organizational structure of Mitsubishi and Mitsui zaibatsu, 1868-1922: a comparative study. *The Business History Review*, 44(1), pp.62-83.
- MOWERY, D. (1992).** Finance and corporate evolution in five industrial economies: 1900-1950. *Industrial and Corporate Change*, 1(1), pp.1-36.
- MPS (2010).** *Anuário Estatístico.* Rio de Janeiro: Dataprev.
- MÜNCH, R. (1987).** A teoria parsoniana hoje: a busca de uma nova síntese. In: GIDDENS, A. & TURNER, J. (1999) *Teoria social hoje.* São Paulo: Unesp.
- MUTTI, A. & SEGATTI, P. (1979).** *A burguesia de estado: estrutura e funções da empresa pública.* Rio de Janeiro: Zahar.

**NACHUM, L. (1999).** Diversification strategies of developing country firms. *Journal of International Management*, 5(1999), 115-140.

**OLIVEIRA, F. (2003).** *Crítica à razão dualista. O ornitorrinco*. São Paulo: Boitempo.

**OLIVEIRA, R. (2007).** O sindicalismo e a questão democrática na história recente do Brasil: o que se pode esperar?. In: OLIVEIRA, F. & RIZEK, C. (org.) (2007). *A Era da Indeterminação*. São Paulo: Boitempo.

**PARSONS, T. (1951).** *El sistema social*. Madrid: Revista de Occidente, 1966.

**PAULANI, L. M. (2009a).** *A autonomização das formas verdadeiramente sociais na teoria de Marx: comentários sobre o dinheiro no capitalismo contemporâneo*. Trabalho apresentado no XXXVII Encontro Nacional de Economia, Foz do Iguaçu, 24p.

**PAULANI, L. M. (2009b).** A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil. *Estudos Avançados*, 23(66), pp.25-39.

**PELAI, F. & SILVEIRA, J. M. (2008).** Análise do processo de reorganização societária de grupos que atuam na indústria petroquímica brasileira. *Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia, Volume 1*, Salvador: ANPEC, pp. 1-10.

**PEREIRA, T. (2000).** Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira. *Economia e Sociedade*, 14, pp.89-126.

**PINHO, M. & SILVEIRA, J.M. (1998).** Os efeitos da privatização sobre a estrutura industrial da siderurgia brasileira. *Economia e Sociedade*, 10, pp.81-109.

**PINTO, N. (1997).** O capitalismo financeiro. *Crítica Marxista*, 1(5), pp.9-26.

**QUEIROZ, M. (1972).** *Grupos econômicos e o modelo brasileiro*. Tese de doutorado apresentada na Universidade de São Paulo, 368pp.

**QUEIROZ, M. & EVANS, P. (1977).** Um equilíbrio delicado: o capital internacional e o local na industrialização brasileira. *Caderno Cebrap*, 28, pp.7-34.

**RANGEL, I. (1984a).** A questão Financeira. *Revista de Economia Política*, 1(1), 31-39.

**RANGEL, I. (1984b).** Dualidade e ciclo longo. *Revista de Economia Política*, 4(1), 87-100.

**RANGEL, I. (1987).** *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo: Bial.

**RIDENTI, M. (2006).** Trabalho, sociedade e os ciclos na história da esquerda brasileira. In: ARAÚJO, S. M. ET ALI (2006). *O sindicalismo equilibrista: entre o continuísmo e as novas práticas*. Curitiba: UFPR.

**ROCHA, M.A. (2009).** Estrutura de capital e sistemas nacionais de governança: um estudo a partir da privatização do setor petroquímico brasileiro. Dissertação de mestrado apresentada no IE-Unicamp, 141p.

**ROCHA, M. A. & SILVEIRA, J. M. (2009).** Propriedade e controle dos setores privatizados: uma avaliação da reestruturação societária pós-privatização. Trabalho apresentado no XXXVII Encontro Nacional de Economia, Foz do Iguaçu, 20p.

**ROSOVSKY, H. & YAMAMURA, K. (1970).** Entrepreneurial studies in Japan: an introduction. *The Business History Review*, 44(1), pp.1-12.

- RUIZ, R. (1994).** *Estratégia empresarial e reestruturação industrial (1980-1992): um estudo de grupos econômicos selecionados*. Dissertação de mestrado apresentada na Universidade Estadual de Campinas, 197pp.
- SALVATI, M. & GROppo, B. (1986).** Anciens et nouveaux instruments de l'action industrielle de l'État dans la reconstruction italienne. *Le Mouvement Social*, 134, 97-130.
- SAUER, I.L. (2002).** Energia Elétrica no Brasil contemporâneo: a reestruturação do setor, questões e alternativas. In: BRANCO, A.M. (2002). *Política Energética e crise de desenvolvimento: a antevisão de Catullo Branco*. São Paulo: Paz e Terra.
- SCHERER, F. (1990).** Beyond the three-pronged investment. In: CHURCH, R. *ET ALLI* (1990). "Scale and Scope": a review colloquium. *The Business History Review*, 64(4), pp.690-735.
- SCHNEIDER, B. R. (2010).** Business groups and the state: the politics of expansion, restructuring and collapse. In: COLPAN, A. *ET AL.* (ed.). *Oxford Handbook of business groups*. Oxford: Oxford University.
- SOBEET (2007).** Internacionalização das empresas brasileiras. São Paulo: Clio
- SROUR, R. H. (1978).** *Modos de produção: elementos da problemática*. Rio de Janeiro: Graal.
- SWEEZY, P. (1983).** *Teoria do desenvolvimento capitalista: princípios de economia política marxista*. São Paulo: Abril Cultural. (col. Os Economistas). [1942]
- TAVARES, M. C. (1933).** *Apresentação da obra*. In: HOBSON, J. A. (1983). *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo: Abril Cultural. (col. Os Economistas).
- TAVARES, M. (2006).** Investimento brasileiro no exterior: panorama e considerações sobre políticas públicas. Santiago de Chile, CEPAL, *Serie Desarrollo Productivo*, núm.172.
- TEIXEIRA, A. (1983a).** *O movimento de industrialização nas economias capitalistas centrais no pós-guerra*. Dissertação de mestrado apresentada no IEI-UFRJ, 249p. (mimeo).
- TEIXEIRA, A. (1983b).** Capitalismo Monopolista de Estado: um ponto de vista crítico. *Revista de Economia Política*, 3(4), 85-105.
- TILLY, C. (1996).** *Coerção, capital e estados europeus*. São Paulo: Edusp.
- VALADARES, S. (2002).** Efeito da composição acionária sobre o resultado de um leilão de privatização: análise do caso brasileiro. In: BONOMO, M. (org.) (2002). *Finanças aplicadas ao Brasil*. Rio de Janeiro: FGV.
- VELASCO JR., L. (2005).** *A política pública de privatização no presidencialismo de coalizão brasileiro*. Tese de doutorado apresentada no IUPERJ, 285p.
- VENTURA DIAS, V. (1994).** Las empresas brasileñas: internacionalización y ajuste a la globalización de los mercados. Brasília, CEPAL Oficina Brasília, *Documento de Trabajo*, núm.33.
- VILLAR, L. & MARCHETTI, D. (2007).** Dimensionamento do potencial de investimentos do setor ferroviário. In: TORRES FILHO, E. & PUGA, F. (2007). *Perspectivas do investimento 2007/2010*. Rio de Janeiro: BNDES.
- VILLELA, A. (1996).** *Alguns aspectos da infraestrutura econômica no Brasil na perspectiva histórica*. Conferência de abertura proferida no II Congresso Brasileiro de História Econômica e III Conferência Internacional de História de Empresas, Niterói, 35pp.
- VIEIRA, J.P. (2007).** *Antivalor. Um estudo sobre a Energia Elétrica: construída como antimercadoria e reformada pelo mercado nos anos 1990*. São Paulo: Paz e Terra.

**WHITLEY, R. (ed.) (1994).** *European Business Systems: firms and markets in their national contexts*. Londres: SAGE.

**WHITLEY, R. (2005).** How national are business systems? The role of States and complementary institutions in standardizing systems of economic coordination and control at the national level. In: MORGAN, G.; WHITLEY, R. & MOEN, E. *Changing capitalisms? Internationalization, institutional change, and systems of economic organization*. Oxford: Oxford University Press, 2005.

**WEBER, M. (2001).** *Historia económica general*. México D.F.: Fondo de Cultura Económica. [1923]

**WALLERSTEIN, I. (1974).** The rise and demise of the world capitalist system: concepts for comparative analysis. *Comparative Studies in Society and History*, 16(4), 387-415.

**WALLERSTEIN, I. (1976).** Semi-peripheral countries and the contemporary world crisis. *Theory and Society*, 3(4), 461-483.

**WALLERSTEIN, I. (1979).** *The Capitalist World-Economy: essays by Immanuel Wallerstein*. Cambridge: Cambridge University.

**WERNECK VIANNA, M. L. (1987).** *A administração do milagre: o Conselho Monetário Nacional 1964-1974*. Petrópolis: Vozes.

**WILLIAMSON, O. (1975).** *Market and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: The Free Press.

**WORLD BANK (2012).** *Commodity Price Data*. (mimeo).

**YIU, D. ET AL. (2005).** Understanding business groups performance in an emerging economy: acquiring resources and capabilities in order to prosper. *Journal of Management Studies*, 42(1), 183-206.