


**Sérgio G. Lazzarini**

# **CAPITALISMO DE LAÇOS**



Entenda como funcionam as estratégias  
e alianças políticas e as suas consequências  
para a economia brasileira

**Os donos do Brasil  
e suas conexões**

Prefácio de **Claudio Haddad**



# DADOS DE COPYRIGHT

## Sobre a obra:

A presente obra é disponibilizada pela equipe [X Livros](#) e seus diversos parceiros, com o objetivo de disponibilizar conteúdo para uso parcial em pesquisas e estudos acadêmicos, bem como o simples teste da qualidade da obra, com o fim exclusivo de compra futura.

É expressamente proibida e totalmente repudiável a venda, aluguel, ou quaisquer uso comercial do presente conteúdo

## Sobre nós:

O [X Livros](#) e seus parceiros disponibilizam conteúdo de domínio público e propriedade intelectual de forma totalmente gratuita, por acreditar que o conhecimento e a educação devem ser acessíveis e livres a toda e qualquer pessoa. Você pode encontrar mais obras em nosso site: [xlivros.com](http://xlivros.com) ou em qualquer um dos sites parceiros apresentados neste link.

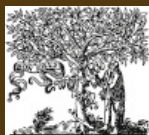
***Quando o mundo estiver unido na busca do conhecimento, e não lutando por dinheiro e poder, então nossa sociedade enfim evoluirá a um novo nível.***

# CAPITALISMO DE LAÇOS

Os donos do Brasil e suas conexões

Third Edition

Sérgio G. Lazzarini



ELSEVIER

AMSTERDAM • BOSTON • HEIDELBERG • LONDON • NEW YORK • OXFORD  
PARIS • SAN DIEGO • SAN FRANCISCO • SINGAPORE • SYDNEY • TOKYO

Focal Press is an imprint of Elsevier



EPUBBR.CLUB  
COM ESTILO

## Front Matter



Preencha a **ficha de cadastro** no final deste livro e receba gratuitamente informações sobre os lançamentos e as promoções da Elsevier.

Consulte também nosso catálogo completo, últimos lançamentos e serviços exclusivos no site [www.elsevier.com.br](http://www.elsevier.com.br)

© 2011, Elsevier Editora Ltda.

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei nº 9.610, de 19/02/1998.

Nenhuma parte deste livro, sem autorização prévia por escrito da editora, poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados: eletrônicos, mecânicos, fotográficos, gravação ou quaisquer outros.

*Copidesque:* Ivone Teixeira

*Revisão:* Andréa Mendes F. Rosa

*Editoração Eletrônica:* Ilustrarte Design e Produção Editorial

Elsevier Editora Ltda.

Conhecimento sem Fronteiras

Rua Sete de Setembro, 111 – 16º andar

20050-006 – Centro – Rio de Janeiro – RJ – Brasil

Rua Quintana, 753 – 8º andar

04569-011 – Brooklin – São Paulo – SP – Brasil

Serviço de Atendimento ao Cliente

0800-0265340

[sac@elsevier.com.br](mailto:sac@elsevier.com.br)

ISBN 978-85-352-5261-3

**Nota:** Muito zelo e técnica foram empregados na edição desta obra. No entanto, podem ocorrer erros de digitação, impressão ou dúvida conceitual. Em qualquer das hipóteses, solicitamos a comunicação ao nosso Serviço de Atendimento ao Cliente, para que possamos esclarecer ou encaminhar a questão.

Nem a editora nem o autor assumem qualquer responsabilidade por eventuais danos ou perdas a pessoas ou bens, originados do uso desta publicação.

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte

SINDICATO NACIONAL DOS EDITORES DE LIVROS, RJ

L463c

Lazzarini, Sérgio G. (Sérgio Giovanetti)

Capitalismo de laços [recurso eletrônico] : os donos do Brasil e suas conexões/Sérgio G.

Lazzarini. - Rio de Janeiro : Elsevier, 2011.

recurso digital : il.

Formato: ePub

Requisitos do sistema: Adobe Digital Editions

Modo de acesso: World Wide Web

Inclui bibliografia

Apêndice

ISBN 978-85-352-5261-3 (recurso eletrônico)

1. Capitalismo - Brasil. 2. Empresas - Brasil. 3. Governança corporativa - Brasil. 4. Brasil - Política econômica. 5. Alianças estratégicas (Negócios). 6. Redes de negócios. I. Título.

11-7348. CDD: 338.981

CDU: 338.1(81)

28.10.11 09.11.11

031099

## Dedicação

*Se vê que depois de tanto tempo que tá comigo, ainda não aprendeu muita coisa em matéria de negócio.*

*Para que serve o Banco do Brasil, e as boas amizades?*

Roteiro do filme *São Paulo S/A*, de Luís Sérgio Person, transcrito por Jean-Claude Bernardet (frase do empresário de autopeças Arturo ao seu empregado Carlos, protagonista do filme)

*Se quisermos que tudo fique como está, é preciso que tudo mude.*

Giuseppe Tomasi di Lampedusa, *Il Gattopardo* (frase do pragmático Tancredi Falconieri ao seu tio, Don Fabrizio Corbera, príncipe siciliano)

# Dedicação

Aos meus alunos

Para Bri e Jujuba



## APRESENTAÇÃO

Como não poderia deixar de ser, este livro começou por meio de laços. No final de 2003, Bruce Kogut, então professor do Insead (atualmente em Columbia), convidou-me, por indicação de um amigo comum (Gerald McDermott), para fazer parte de um grupo internacional de pesquisa buscando desvendar, em vários países no mundo, as chamadas redes de propriedade: laços estabelecidos entre capitalistas pelo fato de terem posições acionárias conjuntas nas mesmas empresas. Utilizando dados da Alemanha, Bruce havia acabado de realizar, juntamente com Gordon Walker, uma aplicação de modernas teorias de redes sociais ao estudo de como os donos das empresas se organizam e reagem a mudanças.

Embora tivesse familiaridade com técnicas de análise de redes — havia terminado diversos estudos sobre alianças internacionais entre empresas do setor aéreo —, o tema “propriedade” era para mim algo novo e desafiador. A única certeza era que o projeto demandaria um hercúleo esforço de coleta de dados. O objetivo seria obter ampla amostra de empresas e esmiuçar, em detalhes, os seus donos. Tarefa longe de ser fácil em países como o Brasil, onde grande parte dos proprietários se organiza por meio de complexos grupos e “pirâmides” societárias (donos que criam uma firma para controlar outra e, assim, sucessivamente). Na primeira fase de coleta de dados, ao longo de 2004 e até abril de 2005, contei com o apoio de oito assistentes de pesquisa: alunos de graduação do Insper

(ainda com o nome Ibmecc São Paulo), que se desdobraram para compilar uma enorme planilha contendo 640 empresas e seus proprietários, observados de 1995 a 2003.

Bruce nos instigava a avaliar como as redes reagiram a mudanças observadas no capitalismo mundial durante a década de 1990 — notadamente, a onda de “liberalização econômica” envolvendo maior abertura externa e eventos de privatização. De espectador de todo esse processo, passei a ser analista. Como espectador, tinha a imagem de que o empresariado brasileiro havia sofrido importantes transformações, com menos participação do governo e mais articulação com o capital externo. Como analista, me debrucei nos dados, revisando cada linha da planilha coletada pelos alunos e programando diversas rotinas para desvendar laços entre as firmas e seus proprietários.

Tal foi a minha surpresa ao descobrir que, ao final, entidades ligadas ao governo (especialmente o BNDES e fundos de pensão de empresas estatais) tinham, juntamente com alguns grupos privados domésticos, aumentado a sua inserção nas redes de propriedade. Isso me levou a mergulhar a fundo nas nuances institucionais do capitalismo brasileiro e, especialmente, nas estratégias de articulação entre grupos privados e governo. De toda essa análise, resultou um artigo denominado “Mudar tudo para não mudar nada: analisando a dinâmica de redes de proprietários no Brasil como ‘mundos pequenos’”, que foi divulgado em meados de 2005 e recebeu, naquele ano, o prêmio de melhor trabalho da Divisão de Estratégia em Organizações da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Anpad).

Mas o ambiente empresarial passava, naquele momento, por outra transformação importante: mais e mais firmas abriram capital em bolsa, com forte envolvimento de investidores externos e com o surgimento de novos empresários se capitalizando via mercado. Vendo esse processo, abandonei temporariamente o meu projeto sobre redes de propriedade. Parecia que as minhas conclusões anteriores tinham se tornado obsoletas, em face daquela nova onda que, sob um primeiro olhar, sugeria uma renovação do empresariado brasileiro e um menor entrelaçamento com o Estado. Ledo engano. Continuaram movimentos crescentes do governo para consolidar grandes grupos privados nacionais, culminando com a crise financeira mundial de 2008, que, segundo muitos, selou a “volta do Estado” como elemento ativo para a capitalização das empresas. Veio então a curiosidade de analisar o que teria acontecido com as redes de propriedade pós-2003. Com a ajuda de mais alunos, atualizamos e ampliamos a base de dados de firmas e proprietários, permitindo obter uma radiografia do capitalismo brasileiro em um ano mais recente (2009). Nessa nova rodada, aproveitei para incorporar técnicas mais recentes de análise de redes, com o apoio computacional de Jordi Colomer, da equipe de Bruce Kogut.

Desse esforço, resultou este livro. O material foi quase todo elaborado durante o primeiro semestre de 2010, quando ocupei uma posição de visitante no Weatherhead Center for International Affairs, da Harvard University, com apoio financeiro do Insper e da Capes (processo BEX 3835/09-0). A tranquila rotina em Cambridge se uniu à intensa efervescência acadêmica do local para criar um ambiente perfeito de imersão e troca de ideias. Beneficiei-me, em

particular, de amplas discussões com colegas e da excelente infraestrutura de pesquisa de Harvard. A cada mês, fazia uma ampla revisão da literatura, analisava os dados e gerava um novo capítulo. No frio de Cambridge, aprendi mais sobre o Brasil.

Apesar de escrito e concebido em um contexto acadêmico, não se trata de um livro direcionado exclusivamente para acadêmicos. Procurei tornar o texto o mais acessível possível, ainda que as conclusões sejam ancoradas em teorias estabelecidas e extensas análises quantitativas. Exceto em casos em que trabalhos pregressos são absolutamente centrais para o tema apresentado em cada capítulo, referências à literatura relevante são colocadas nas notas de final de texto. Lá, o leitor que desejar mais aprofundamento encontrará as bases teórico-conceituais das diversas discussões presentes no livro. Da mesma forma, detalhes da base de dados e da metodologia de análise das redes de propriedade são deixados para os apêndices. Meu desejo — e esforço — foram na direção de inspirar um debate mais amplo, em um público mais amplo.

Registro aqui meu agradecimento a diversas pessoas que contribuíram direta ou indiretamente com este texto. Pessoas com as quais tive o prazer de discutir temas ligados ao livro e cujas ideias e sugestões, de alguma forma, ajudaram no avanço e refinamento do projeto. São elas, em ordem alfabética: Aldo Musacchio, Alfredo Setubal, André Antunes Soares de Camargo, Andrea Minardi, Ben Ross Schneider, Bruce Kogut, Carlos Melo, Cecília Garcez, Charles Kirschbaum, Chris Ahmadjian, Claudio Haddad, Eduardo Andrade, Elio Gaspari, Elsom Yassuda, Erica Salvaj, Gerry McDermott, Gustavo Barreira, Howard Stevenson, Jordan Siegel, Luiz Alberto Nascimento Campos Filho, Paulo Furquim de Azevedo, Ricardo Dias

de Oliveira Brito, Rodrigo Bandeira de Mello, Rosilene Marcon, Sandro Cabral, Sylvio Lazzarini e Susan Perkins. Um agradecimento especial vai a Claudio Haddad e Sandro Cabral, que leram detalhadamente várias partes do texto e ofereceram inúmeras sugestões de melhoria; e a Carlos Melo e Elsom Yassuda, que acompanharam este livro desde a sua concepção, teceram inúmeros comentários críticos sobre o material e me instigaram a refletir sobre determinados pontos mais polêmicos. As interpretações e conclusões presentes neste livro são, entretanto, de minha inteira responsabilidade, bem como eventuais erros e inconsistências remanescentes.

Por fim, deixo a minha mais profunda gratidão aos alunos que trabalharam neste projeto: Cláudia Bruschi, Darcio Lazzarini, Diego Ferrante da Silva, Diego Ten de Campos Maia, Fabio Renato Fukuda, Fernando Graciano Bignotto, Guilherme de Moraes Attuy, Luciana Shawyuin Liu, Lucille Assad Goloni, Marcelo de Biazzi Goldberg, Rafael de Oliveira Ferraz e William Nejo Filho. Cláudia, em particular, foi o meu braço direito no Brasil enquanto estive em Harvard, atualizando a base de dados para 2009 e ajudando com diversas pesquisas complementares (especialmente para o [Capítulo 6](#)). Juntos, sofremos com a laboriosa coleta de dados e celebramos cada etapa finalizada. A oportunidade de trabalhar com esses jovens foi para mim uma fonte de ânimo e satisfação. Parte das suas vidas está aqui, neste livro. E nas minhas melhores lembranças de todo o percurso que nele resultou.

SÉRGIO G. LAZZARINI

São Paulo, 27 de setembro de 2010

## PREFÁCIO

Este livro de Sérgio Lazzarini tem duas grandes qualidades. Primeiro, ele aborda um tema altamente relevante: a participação do Estado, direta e indireta, no lado produtivo da economia. Segundo, ele o faz mostrando e analisando dados de forma rigorosa. Coisa rara no Brasil em se tratando desse assunto, que normalmente tende a ser debatido de forma politizada e, quando muito, com base em evidências limitadas e dados incompletos. Essas duas qualidades por si só já seriam suficientes para recomendar o livro a todos os interessados em economia, negócios, sociologia e política.

Antes de entrar na discussão sobre os prós e contras da participação do Estado na economia, o livro começa por responder à seguinte pergunta: como evoluiu o grau de entrelaçamento societário desde 1996, quando se iniciou a principal fase das privatizações no governo Fernando Henrique? Pela sabedoria convencional, repetida frequentemente, a participação do governo teria sido reduzida, com o setor privado controlando uma fatia bem maior do setor produtivo e com ela o grau de aglomeração de propriedade, uma vez que novos atores teriam entrado em cena.

Entretanto, novamente a sabedoria convencional é equivocada. Introduzindo o conceito de laços, aglomerações e atores de conexão entre os diversos acionistas, o autor mede a evolução de seu grau de aglomeração, que ele denomina mundo pequeno, por meio de um índice, entre 1996 e 2009. A conclusão foi que esse índice de mundo

pequeno em 2009 era mais de um terço superior ao calculado para 1996. Ou seja, o capitalismo de laços tornou-se mais forte após o processo de privatização.

Dois fatores explicam esse resultado. Primeiro, houve maior aglomeração no grupo de proprietários e aumento no conjunto de empresas atreladas a grupos controladores comuns. Segundo, e particularmente relevante à discussão, emergiram agentes, que o autor denomina de elevada centralidade, que atuaram como “conectores” de aglomerações. Seus principais atores foram os fundos de pensão de empresas estatais e o BNDES. E mais, seu papel se intensificou de 1996 em diante, fazendo com que a participação do governo na economia e seu potencial controle sobre as atividades produtivas aumentassem após o término do processo de privatização.

Fazendo referência à obra clássica de Raymundo Faoro, *Os donos do poder*, o autor argumenta que os verdadeiros donos do poder são os que se inserem e se articulam em uma rede de laços corporativos, principalmente os que se transformam em elementos de conexão entre os distintos grupos corporativos. Por essa definição, o controle efetivo do Estado no processo produtivo teria se ampliado. Pela mesma métrica, também se ampliou o grau de influência de alguns atores privados nacionais, não tendo havido nenhum incremento significativo na participação de agentes estrangeiros, tranquilizando os que temiam uma crescente desnacionalização da economia.

O que explica esse aparente paradoxo? A razão se encontra na forma pela qual o processo de privatização foi executado. Em vez de seguir um modelo de pulverização de controle com a criação de

empresas de capital aberto sem dono definido, nas quais o governo manteria ações com poderes especiais (*golden shares*), de forma a garantir sua linha estratégica, como foi feito na Inglaterra, optou-se por vender o controle a determinados grupos nacionais, maximizando-se o prêmio dele derivado e, conseqüentemente, a receita oriunda da venda. No caso da privatização da Telebrás, o governo chegou até a mudar a Lei das S.A., em favor do acionista majoritário, para alcançar aquele objetivo.

Dado o elevado montante envolvido nas transações e os preços mínimos muitas vezes fixados, por razões políticas, acima do mercado na época, a fórmula encontrada para viabilizar a venda foi o estímulo à formação de consórcios, envolvendo fundos de pensão de estatais, em conjunto com empréstimos subsidiados e a participação direta do BNDES. Ou seja, uma parcela significativa da privatização ocorreu com o uso direto e indireto de recursos públicos.

Como diz o ditado, onde passa boi passa boiada. Criando-se o precedente, abriu-se caminho para uma participação crescente daqueles agentes estatais. Praticamente todo o aumento do índice de mundo pequeno calculado pelo autor entre 1996 e 2009 ocorre a partir de 2003. Uma vez tendo os instrumentos à sua disposição, ficou fácil a um governo, ideologicamente mais inclinado a aumentar a participação direta e indireta do Estado na economia, alcançar seu objetivo.

Por que esse assunto é importante? Além de todos os demais impactos que a maior ou menor participação do governo na economia traz no tecido social e político do país, ela pode ter forte impacto no crescimento econômico, tanto através do volume de



investimento quanto da produtividade. No [Capítulo 3](#), o autor apresenta uma intrigante análise sobre doações de campanha nas eleições presidenciais de 1998 e 2002 e seu impacto na apreciação do valor de mercado das empresas doadoras. A conclusão foi que cada R\$100 mil de doação a políticos vencedores provocaria um incremento de 2,8% no valor da capitalização de mercado dos doadores. Ou seja, as doações teriam sido um bom negócio.

No mesmo [Capítulo 3](#), o autor trata de um tema particularmente controverso, o papel do BNDES nesse processo. Dada a enorme expansão das atividades de crédito desse banco nos últimos dois anos, o assunto se encontra na ordem do dia. A discussão é equilibrada, procurando-se mostrar os argumentos a favor e contra, no contexto de seu impacto na formação de capital e da alocação eficiente de recursos. A seguir, discutem-se as relações governo e empresas e as possíveis consequências, positivas e negativas, que uma maior participação estatal nas decisões empresariais possa ter no processo decisório e na produtividade. Ponderam-se os possíveis benefícios de mais acesso a capital e uma melhor articulação e coordenação contra os possíveis custos de decisões políticas economicamente ineficientes e desincentivos a ganhos de produtividade em mercados protegidos.

As diferentes visões e argumentos pró e contra um maior entrelaçamento societário na economia são discutidos pelo autor no [Capítulo 4](#). Grandes grupos tendem a reduzir custos de transação, geram ganhos de escala, possuem menor custo de capital e podem vir a suprir deficiências de infraestrutura, bem como melhores práticas de gestão. Do lado negativo, grandes grupos tendem a permitir maior expropriação dos direitos dos acionistas minoritários

pelos majoritários, maior captura de benefícios públicos e maior concentração de poder monopolista, com reflexos em maiores preços para o consumidor, menores para seus fornecedores e possíveis desincentivos à inovação. Este último ponto exigiria cuidado redobrado dos órgãos de defesa da concorrência, em especial do Cade.

Esse debate tende a se intensificar, tanto no Brasil quanto no exterior. A crise financeira de 2007-2008 gerou um forte incremento nos gastos públicos na maioria dos países desenvolvidos, acompanhado de maior intervenção dos governos no setor financeiro e, em alguns casos, também no setor produtivo. O rápido e continuado crescimento da China tem novamente dado força aos argumentos de que um capitalismo de Estado e um sistema econômico que privilegie o produtor, em vez do consumidor, seriam superiores ao modelo anglo-saxão de livre mercado. No Brasil, através do BNDES, dos fundos de pensão e das recém fortalecidas — e algumas ressuscitadas — empresas estatais, o governo tem ampliado ainda mais sua capacidade de controle da atividade econômica.

Entretanto, o veredicto final sobre a eficácia das políticas adotadas só pode ser dado após um longo período de tempo. Apesar de todas as críticas recebidas, o modelo de livre iniciativa com relativa baixa interferência do governo na economia possibilitou aos Estados Unidos um crescimento de renda por habitante que, embora não espetacular, foi significativo, contínuo e consistente ao longo de dois séculos. O desempenho japonês e coreano entre os anos sessenta e oitenta, assim como o brasileiro na época do “milagre” nos anos setenta foi bem mais brilhante, a ponto de vários analistas

ao longo dos anos oitenta terem decretado a superioridade desse modelo alternativo, privilegiando o produtor e envolvendo alto grau de coordenação e intervenção direta ou indireta do Estado, sobre o americano.

Entretanto, parafraseando Mark Twain, as notícias da morte deste último foram muito exageradas. A partir da década de noventa, o Japão estagnou e sua economia ainda patina. A Coreia teve uma crise séria em 1997 e teve de reformular seu modelo. Já os Estados Unidos voltaram a ter forte crescimento até o final do século passado, que continuou até a crise financeira de 2008.

Embora seu veredicto final demore algum tempo, a escolha de políticas, caso equivocada, traz danos concretos à economia, cuja reversão pode ser difícil e custosa. Daí a importância de haver um debate inteligente e abrangente sobre qual modelo a seguir.

*Capitalismo de laços* ilumina esse debate no Brasil, enriquecendo-o no processo. A análise é cuidadosa, objetiva, precisa e equilibrada. Trata-se de leitura obrigatória a todos aqueles que queiram se aprofundar no tema.

Outubro de 2010

CLAUDIO L.S. HADDAD

*Presidente do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa*

# TABLE OF CONTENTS

Cover Image

Title

Copyright

Dedicao1

Dedicao2

APRESENTAO

PREFCIO

**CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO: UM CAPITALISMO DE LAÇOS**

**1.1. UM CAPITALISMO DE LAÇOS**

**1.2. UM MUNDO PEQUENO: A ANÁLISE ESTRUTURAL DO CAPITALISMO DE LAÇOS**

**1.3. AS RAÍZES DO CAPITALISMO DE LAÇOS**

**1.4. A NATUREZA LOCAL DOS LAÇOS**

**ESTRUTURA DO LIVRO**

**CAPÍTULO 2. MUDAR TUDO PARA NÃO MUDAR NADA: A EVOLUÇÃO DAS RELAÇÕES DE PROPRIEDADE NO PERÍODO PÓS-PRIVATIZAÇÃO**

**2.1. RELAÇÕES DE PROPRIEDADE NO BRASIL: COMO (POUCO) MUDARAM**

**2.2. DESIGUALDADES DE INFLUÊNCIA: ALGUNS SÃO MAIS CONECTADOS QUE OUTROS**

**2.3. AS CAUSAS: POR QUE GOVERNO E ATORES DOMÉSTICOS PERMANECEM CENTRAIS?**

**2.4. AS CONSEQUÊNCIAS: INTENSIFICA-SE O CAPITALISMO DE LAÇOS**

**2.5. É ASSIM PORQUE SEMPRE FOI**

**CAPÍTULO 3. LIGAÇÕES PERIGOSAS? O ENTRELAÇAMENTO ENTRE CAPITAL PÚBLICO E CAPITAL PRIVADO NO BRASIL**

**3.1. AS EMPRESAS E SUAS CONEXÕES POLÍTICAS**

**3.2. VALOR DAS CONEXÕES POLÍTICAS**

**3.3. O BNDES**

**3.4. “O BRASIL COMO ELE É”?**

**3.5. ABRINDO A CAIXA-PRETA DAS RELAÇÕES ENTRE GOVERNO E EMPRESAS**

**CAPÍTULO 4. JOGOS DE ELITE: OS GRUPOS EMPRESARIAIS E SUAS INTERDEPENDÊNCIAS**

**4.1. OS GRUPOS E SEUS TIPOS**

**4.2. A VISÃO POSITIVA DOS GRUPOS**

**4.3. A VISÃO NEGATIVA DOS GRUPOS**

**4.4. JOGOS DE ELITE**

**4.5. REDES DE GRUPOS**

**4.6. OS GRUPOS E O CAPITALISMO DE LAÇOS**

## **CAPÍTULO 5. IMPERIALISTAS OU INOCENTES EM TERRA DESCONHECIDA? OS GRUPOS ESTRANGEIROS E SUA INSERÇÃO NAS REDES LOCAIS**

### **5.1. IMPERIALISTAS?**

### **5.2. A DESVANTAGEM DE SER ESTRANGEIRO**

### **5.3. MAS NEM TODOS SÃO INOCENTES...**

### **5.4. A GLOBALIZAÇÃO É UM FENÔMENO LOCAL**

## **CAPÍTULO 6. OS NOVOS NA BOLSA: AS EMPRESAS QUE ABRIRAM CAPITAL NO PERÍODO 2004-2009**

### **6.1 A ONDA DE ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL (2004-2009)**

### **6.2 OS NOVOS NA BOLSA E SUA INSERÇÃO NAS REDES DE PROPRIEDADE**

### **6.3 CONSELHOS ENTRELAÇADOS**

### **6.4 O MUNDO PEQUENO DOS NOVOS NA BOLSA**

### **6.5 UM SINAL DE MUDANÇA?**

## **CAPÍTULO 7. CONCLUSÕES: É ASSIM POR QUE SEMPRE FOI?**

### **7.1 UM BALANÇO DO CAPITALISMO DE LAÇOS NO BRASIL**

### **7.2 O QUE FAZER, ENTÃO?**

### **7.3. É ASSIM PORQUE SEMPRE FOI MESMO?**

## **NOTAS**

### **CAPÍTULO 1**

### **CAPÍTULO 2**

**CAPÍTULO 3**

**CAPÍTULO 4**

**CAPÍTULO 5**

**CAPÍTULO 6**

**CAPÍTULO 7**

**APÊNDICE 1. A BASE DE DADOS**

**APÊNDICE 2. ANÁLISE DE REDES**

**MATRIZES E REDES**

**MUNDOS PEQUENOS EM REDES DE NÓ ÚNICO**

**MUNDOS PEQUENOS EM REDES DE NÓS DUPLOS (REDES  
DE AFILIAÇÃO)**

**CENTRALIDADE**

**FERRAMENTAS DE CÁLCULO**

## CAPÍTULO 1

# INTRODUÇÃO: UM CAPITALISMO DE LAÇOS

Quem quer que estivesse nas ruas do Rio de Janeiro naquela tarde de 2 de outubro de 2009 não deixaria de notar os repentinos gritos de comemoração quando foi anunciado que a cidade sediaria os Jogos Olímpicos de 2016, após intensa disputa com Chicago, Madri e Tóquio. Muitos brasileiros haviam acompanhado, atentos, o desempenho do presidente Luíz Inácio Lula da Silva perante o Comitê Olímpico Internacional na cidade de Copenhague. Em um discurso empolgante, Lula ressaltou a importância de eleger, pela primeira vez na história, uma cidade da América do Sul como sede dos jogos, e garantiu que o governo havia aprovado “financiamentos significativos e abrangentes” para acomodar o evento.

Um dos brasileiros que mais celebrou a vitória do Rio foi justamente um dos que mais contribuíram para esses financiamentos citados por Lula: o empresário Eike Batista. Dono de uma fortuna estimada em torno de 7,5 bilhões de dólares, impulsionada por uma série de novas empresas lançadas em bolsa nos setores de mineração, transporte e petróleo, Eike foi apontado pela revista *Forbes* em 2009 como o homem mais rico do Brasil. Em abril daquele ano, doou 10 milhões de reais à campanha olímpica do Rio. Antes disso, não somente despontou como o maior doador individual da campanha presidencial de Lula em 2006, como



também foi o maior patrocinador privado do filme *Lula, o filho do Brasil*, do cineasta Fábio Barreto, sobre a vida do presidente. Em cada um desses casos, aportou um milhão de reais.

Para Eike, a notícia da escolha do Rio veio em um momento de intensa apreensão sobre quem ficaria com o controle da Vale, a gigante mineradora brasileira. Resultante da privatização da Vale do Rio Doce em 1997, a empresa passou a ser controlada por um heterogêneo consórcio de proprietários públicos e privados. O conglomerado financeiro Bradesco e a multinacional japonesa Mitsui representavam atores privados. Mais ligados ao setor público, participavam o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES) e um conjunto de fundos de pensão de empresas estatais (como o fundo Previ, dos funcionários do Banco do Brasil). Dez anos após a sua privatização, a Vale tornou-se a segunda maior produtora global de minério, com receitas totais da ordem de US\$ 38 bilhões de dólares, sendo quase 60% dessas vendas para *tradings* e siderúrgicas asiáticas.<sup>1</sup> A empresa apostava suas fichas no crescente apetite internacional por minério de ferro — em grande parte, devido às compras maciças da China — e seguia com uma agressiva expansão internacional.

Lula, entretanto, demonstrava insatisfação com essa estratégia. Para ele, a Vale não deveria apenas “abrir buracos e exportar”: havia espaço para a empresa investir em novas plantas siderúrgicas no Brasil de forma a “agregar valor” ao seu minério e gerar produtos de aço mais acabados. A reboque desses investimentos, segundo Lula, viriam mais empregos. Em setembro de 2009, o ministro da Fazenda, Guido Mantega, ecoando as preocupações de Lula, afirmou que a Vale “é exportadora e paga pouco tributo” e expressou a

insatisfação do governo com as demissões realizadas pela empresa naquele ano. Segundo Mantega, a Vale deveria “olhar mais para os interesses nacionais”.<sup>2</sup>

Atento a esse debate, Eike alinhou-se ao governo. Em um encontro com Lula, reforçou o seu interesse em adquirir participações societárias da Vale — que, curiosamente, havia sido comandada pelo seu pai, Eliezer Batista, durante as décadas de 1960 e 1970. Em agosto de 2009, Eike já havia encaminhado ao Bradesco proposta de compra das ações da Vale sob controle do banco. Com a recusa da sua proposta, Eike tentou cooptar o fundo Previ. Em outubro de 2009, afirmou que o Brasil “não pode ser eterno exportador de matéria-prima” e que a sua entrada no controle da empresa iria “ajudar o Brasil”.<sup>3</sup> Passou então a defender a substituição do então presidente da Vale, Roger Agnelli (indicado pelo Bradesco), pelo presidente da Previ, Sérgio Rosa.

Mas por que o foco de Eike na Previ e em Sérgio Rosa? Funcionário do Banco do Brasil e ex-sindicalista, Rosa assumiu o comando da Previ em 2003, logo após participar da equipe governamental de transição que ajudou a instalar Lula como novo presidente do Brasil. A Previ, juntamente com outros fundos de aposentadoria complementar de funcionários públicos, detinha maciços e diversificados investimentos em uma ampla gama de empresas brasileiras. O fundo, em 2009, abarcava uma carteira de renda variável da ordem de 80 bilhões de reais. Muitos desses investimentos se alavancaram especialmente durante o programa de privatização de empresas brasileiras, sob o governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), ao longo da década de 1990. O próprio Sérgio Rosa afirmara que o estímulo à participação dos fundos de

pensão como acionistas das empresas recém-privatizadas foi uma forma de o governo FHC minimizar as críticas de que estaria vendendo empresas estatais “a qualquer um”.<sup>4</sup> Ou seja: o governo privatiza, mas preserva um pé nas empresas resultantes. Ressaltando a participação dos fundos de pensão e do BNDES como membros do capital controlador da mineradora, um ministro do governo Lula chegou a sugerir que “o principal acionista da Vale é o governo”.<sup>5</sup>

Não por acaso, Rosa endossou o discurso de Lula e de Eike, afirmando que a Vale deveria, sem dúvida, expandir-se por meio de investimentos em siderurgia. Roger Agnelli, presidente da Vale, rebatia essas críticas dizendo que já existiam muitas siderúrgicas no mundo; investir nesse segmento apenas aumentaria a capacidade ociosa da indústria. Lula, entretanto, continuava insistindo que a Vale não deveria apenas exportar produtos pouco acabados. Em meados de outubro de 2009, visando aplacar a agitação do governo e as movimentações de Eike, Roger Agnelli em pessoa reuniu-se com Lula, alguns dos ministros do governo e representantes de acionistas da Vale (incluindo Sérgio Rosa) para anunciar um plano de investimentos da ordem de 20 bilhões de reais. Nesse plano, foram previstas, não surpreendentemente, duas plantas siderúrgicas nos estados do Pará e Ceará.

Ao final de tudo isso, em meio a discussões sobre como e onde a cidade do Rio de Janeiro deveria investir para acomodar os Jogos Olímpicos de 2016, os telespectadores se deparavam com peças publicitárias da Vale dizendo que é “a empresa que mais investe no Brasil”. Ao mesmo tempo, embora tivesse desistido do controle da Vale, Eike seguia com os seus negócios, muitos deles pleiteando ou já com aportes financeiros do BNDES — segundo o empresário, “o

melhor banco do mundo”. E, em dezembro de 2009, após toda essa movimentação, os gestores da Vale recebiam a notícia de que investidores internacionais — dentre eles, o famoso bilionário George Soros — venderam ações da empresa devido a indícios de “interferência política”.<sup>6</sup>

## 1.1. UM CAPITALISMO DE LAÇOS

Esse emaranhado de contatos, alianças e estratégias de apoio gravitando em torno de interesses políticos e econômicos é o que eu denomino *capitalismo de laços*. Trata-se de um modelo assentado no uso de *relações* para explorar oportunidades de mercado ou para influenciar determinadas decisões de interesse. Essas relações podem ocorrer somente entre atores privados, muito embora grande parte da movimentação corporativa envolva, também, governos e demais atores na esfera pública. Voltando ao caso anterior, a Vale, em 2009, era uma empresa com sócios privados (Bradesco e Mitsui, entre outros) e com estratégias tipicamente “de mercado”: agressiva expansão internacional e foco no aumento do valor das suas ações. Ao mesmo tempo, a influência pública mostrou-se presente por meio de sócios como a Previ e o BNDES, bem como atores privados que se alinharam ao discurso governamental. Eike não conseguiu o controle da Vale, mas foi útil ao governo como um elemento adicional de pressão. Em grande medida, o resultado da história foi definido por elementos “fora do mercado”: contatos (a aproximação entre Eike e Lula), alianças (Previ e Eike em sintonia com o discurso do governo) e estratégias de apoio (as doações de Eike, as movimentações de Agnelli anunciando novos investimentos da Vale).<sup>7</sup>

À primeira vista, o termo “laços” pode denotar relações próximas, íntimas, duradouras. Aqui, entretanto, o significado é mais no sentido de relações sociais valiosas: um contato pessoal que é estabelecido para obter algum benefício particular ou, ainda, um

gesto de apoio visando algo em troca no futuro. Evidentemente, essas relações recíprocas são favorecidas por laços pessoais fortes. Contatos familiares, por exemplo, têm elevada saliência em diversos contextos econômicos: ouvimos frequentemente casos de pessoas indicadas a determinados postos porque são parentes de pessoas de influência. Entretanto, uma relação pode ser construída entre estranhos que trocam favores ou que se aproximam por meio de um conhecido em comum. “Laço”, neste livro, é algo que deve ser entendido de forma mais genérica como “relação entre atores sociais para fins econômicos”.

Seria esse processo de construção de laços mútuos algo legítimo ou uma disfunção do capitalismo? Para alguns economistas, o capitalismo de laços é uma espécie de distorção no mercado, fazendo com que projetos ou decisões de investimento sejam influenciados por contatos sociais e critérios políticos em vez de considerações mais isentas sobre o seu mérito econômico. Na língua inglesa, há até um termo para caracterizar essa visão mais negativa: *crony capitalism*.<sup>8</sup> *Crony* significa justamente “amigo próximo”, “colega”. Mas o termo, visto sob uma lente econômica, acabou tomando feição pejorativa. Sob a influência de contatos — incluindo contatos com políticos e governantes —, os recursos poderiam ser mal alocados na sociedade, favorecendo os interesses das partes envolvidas.

Essa má alocação pode ocorrer de duas formas. Primeiro, induzindo decisões empresariais pautadas por ideologias particulares ou motivos políticos dos governantes. No exemplo da Vale, “abrir buracos e exportar” poderia ser consistente com a estratégia de mercado da empresa, mas não com o desejo do

governo de ver mais fábricas sendo inauguradas no país (cujo retorno é incerto mas, inegavelmente, rende votos). Segundo, conferindo vantagens àqueles que têm os “contatos certos”, independentemente do seu mérito pessoal. Sem esses contatos, empreendedores com projetos tão ou mais meritórios podem ser alijados do jogo econômico. Adicione-se a isso o esforço despendido para estabelecer contatos valiosos: desde o tempo e investimentos pessoais para construir relações recíprocas até, de forma mais extrema, ações de corrupção ativa envolvendo “compra” de atores públicos em troca de facilidades. Trata-se, segundo críticos, de um desperdício real e direto de recursos da sociedade, recursos que poderiam ser destinados a fins e usos mais produtivos.<sup>9</sup>

Ainda sob um enfoque negativo, muitos ressaltam, adicionalmente, as disfunções causadas por laços entre os próprios atores privados. Exemplos disso são os famosos cartéis: grupos de firmas que se associam visando restringir a sua produção ou aumentar os seus preços de venda. A estabilidade dessas iniciativas de conluio resulta fundamentalmente de canais de comunicação e relações recíprocas que se estabelecem entre as firmas, uma vez que contratos explícitos entre competidores definindo preços ou esquemas de divisão de mercado são considerados ilegais. Via de regra, o conluio necessita de laços “horizontais” entre competidores — seja por meio de interações informais no dia a dia ou, como veremos ao longo deste livro, posições acionárias compartilhadas. É com esses canais que as firmas se comunicam e mutuamente definem normas de conduta comuns.

Há, entretanto, aqueles que pregam uma visão mais positiva do papel das relações sociais em um contexto econômico. Nas últimas

décadas, sociólogos tiveram grande influência no estudo do funcionamento dos mercados ao propor uma ideia simples mas de grande impacto: as transações econômicas estão “embutidas” (em inglês, *embedded*) em um tecido de relações sociais. As trocas de mercado influenciam a forma como a sociedade se organiza; da mesma forma, relações sociais azeitam transações econômicas. Por exemplo, se eu quiser consertar o meu carro, posso pedir aos meus amigos indicações de bons mecânicos. O mecânico que eu escolher será, por sua vez, incentivado a fazer um bom serviço se imaginar que poderei tornar-me um cliente fiel. Sem a ajuda dos amigos, teria que despender um tempo razoável procurando um bom mecânico; e haveria o risco de escolher uma pessoa incompetente ou de má índole. Note os dois efeitos dos laços sociais que aparecem nesse exemplo. Enquanto os contatos com amigos serviram como canais de *informação* sobre bons mecânicos, a continuidade do laço de clientela com o mecânico escolhido, condicional a um bom serviço, será uma forma de suportar *confiança* na transação. Inserida em uma complexa rede de laços, a sociedade consegue reduzir diversas “fricções” que, no limite, podem inviabilizar trocas econômicas.<sup>10</sup>

Até mesmo economistas mais ortodoxos têm relaxado a pressuposição de que as trocas se dão em mercados impessoais e atomizados. Diversos modelos matemáticos têm surgido para explicar situações cotidianas como, por exemplo, por que os compradores tendem a formar relações recorrentes com os mesmos fornecedores e por que as firmas estabelecem carreiras de longo prazo para seus funcionários. Simulações de mercado já passam a considerar o efeito de redes de laços envolvendo compradores e fornecedores, investidores e firmas, bancos e tomadores de



empréstimo. Especialistas em gestão têm mostrado como empresas e indivíduos dentro de organizações podem se beneficiar de relações de confiança e extensas redes de contatos. Alguns autores discutem até mesmo os benefícios da formação de alianças entre competidores: em vez de cartéis, seriam instrumentos de troca de conhecimento, harmonização de operações produtivas e aprendizado conjunto.<sup>11</sup>

Como ficaria então essa visão mais positiva das relações quando o *governo* é um ator inserido no contexto social? Alguns autores entendem que, sob determinadas condições, relações privadas com atores governamentais são uma resposta legítima e esperada de empresas e empreendedores. Existem países cujas condições institucionais são hostis e voláteis: regras do jogo que mudam a toda hora, novos governantes surgindo e criando uma série de dificuldades, custos diversos para acessar a burocracia estatal e abrir novos empreendimentos. Nesse caso, relações com o governo seriam uma forma de se proteger de um cenário incerto e desfavorável; sem tais relações, simplesmente fica impossível ou excessivamente custoso tentar fazer qualquer tipo de negócio. Há, também, o argumento de que canais cooperativos entre empresas e governo podem facilitar a compreensão das reais dificuldades do setor privado e favorecer o desenho de políticas públicas que efetivamente lidem com problemas prementes e impulsionem investimentos produtivos complementares.<sup>12</sup>

Mas o mundo é complexo e raramente acomoda uma visão monocromática de determinado debate. Como quase tudo na vida, relações sociais — incluindo relações entre atores privados e públicos — têm aspectos positivos e negativos. Ao se deparar com os

eventos reportados no início desta introdução, o leitor pode ter diferentes reações. Uns podem dizer que Eike Batista atuou de forma legítima e esperada para um empresário inserido em um ambiente complexo: fez as suas contribuições como gesto de apoio, acionou seus contatos, abriu o diálogo com o governo. Outros podem interpretar as ações do empresário como uma forma oportunista de obter o controle de uma empresa por vias governamentais ou para garantir outros benefícios recíprocos futuros. Da mesma forma, observando o final da história, alguns podem dizer que a venda das ações da Vale por George Soros e outros investidores internacionais seria um mau sinal, pois indicaria uma desconfiança em relação à gestão “politizada” da empresa. Outros podem contra-argumentar dizendo que o mercado financeiro só observa ganhos no curto prazo e que o governo, na verdade, agiu corretamente ao induzir a Vale a aportar mais recursos no próprio país.

Este livro não tem a pretensão de resolver esse debate, mas descrever a dinâmica do capitalismo de laços no Brasil e examinar possíveis implicações para a economia do país. Procuo sempre chamar a atenção para possíveis efeitos colaterais do capitalismo de laços para que empresários e governantes possam avaliar as consequências, previstas ou imprevistas, dos seus atos. Por exemplo, um amplo e inconclusivo debate centra-se na necessidade ou não de ações governamentais para estimular determinados setores via subsídios ou proteções diversas — o que é usualmente chamado de *política industrial*. Alguns defensores de tais políticas recomendam que o governo se aproxime do setor privado de maneira imparcial, bloqueando táticas ilícitas de expropriação do bem público.<sup>13</sup> A princípio, trata-se de uma recomendação correta. Mas o dilema é

que os laços criados podem rapidamente se tornar veículos de favoritismo, conluio e proteção não justificada. Um exame mais profundo do caso brasileiro e de outros países onde tais políticas foram aplicadas indica que esse risco é real e não desprezível. É nosso dever examinar como se formam esses laços e quais os seus efeitos esperados — não apenas os positivos.

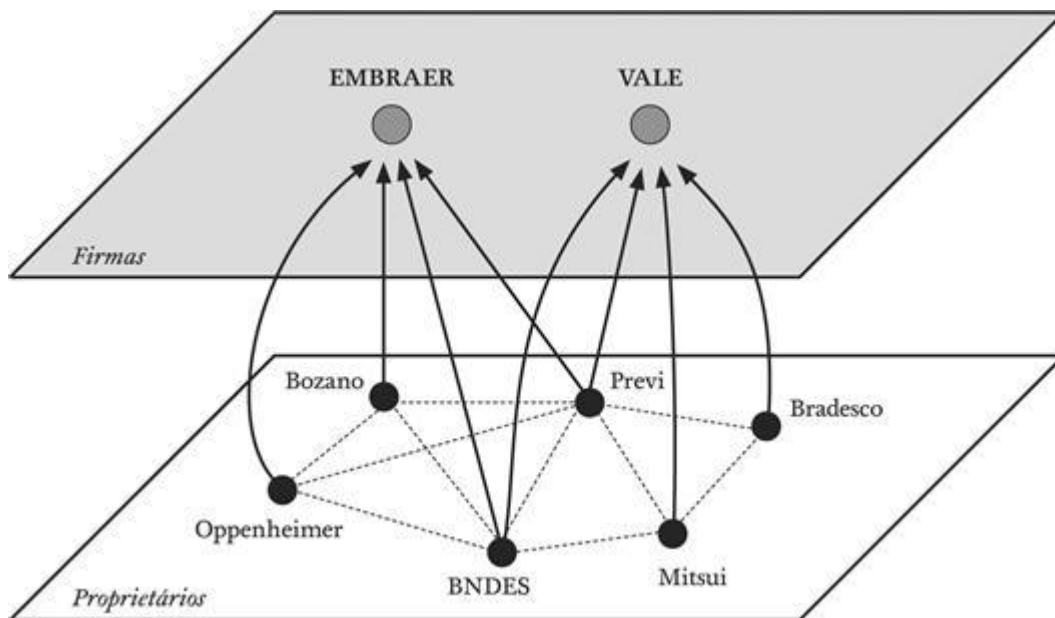
O economista Oliver Williamson, laureado com o Prêmio Nobel em 2009, certa vez afirmou que “apenas uma análise franca e serena dos riscos do oportunismo irá nos permitir reduzir esses riscos”.<sup>14</sup> Esta é a missão deste livro: proporcionar uma análise franca e serena do capitalismo de laços no Brasil.

## 1.2. UM MUNDO PEQUENO: A ANÁLISE ESTRUTURAL DO CAPITALISMO DE LAÇOS

Como seria então possível identificar essas relações sociais, muitas delas veladas, ocorrendo nos bastidores e não registradas pela mídia ou por algum outro meio de observação? O caráter privado e informal das relações sociais torna difícil a vida do analista. No limite, para se ter um panorama completo das diversas relações que influenciam contextos econômicos e políticos no Brasil, precisaríamos considerar uma gama enorme de possibilidades de interação entre atores sociais. Alianças entre empresas, por exemplo, normalmente surgem de conversas informais entre os seus principais donos; os executivos muitas vezes acionam políticos influentes, conhecidos de longa data; os investidores tendem a se valer dos seus mais diversos contatos antes de decidir em qual empresa aportar recursos, e assim por diante.

Seguindo estudos similares desenvolvidos em outros países e contextos, colocarei foco nas relações que se relevam a partir de uma radiografia dos proprietários e controladores de empresas no Brasil. Parafraseando o ditado popular, de forma invertida: diga-me de qual empresa você é dono, que te direi quem é o seu amigo. Considere, como exemplo, a [Figura 1.1](#), que ilustra, de forma simplificada, alguns dos proprietários da Vale e da Embraer em 2009. A análise se dá em dois “planos”: o conjunto de firmas e o conjunto de proprietários na economia. Proprietários são donos de firmas; daí a seta vertical do plano inferior para o superior. O fato de BNDES, Previ, Bradesco e Mitsui serem proprietários da Vale

indica, provavelmente, que eles interagem ou interagiram de alguma forma. No passado, negociaram a sua participação conjunta na empresa; no presente, seus representantes encontram-se regularmente em reuniões de conselho e outros eventos comuns.



**Figura 1.1** Ilustração simplificada das relações entre proprietários da Vale e da Embraer (2009). A figura não inclui todos os proprietários das empresas indicadas. A existência de participações societárias comuns na mesma empresa (laços verticais) indica *relações projetadas* (laços tracejados no plano inferior) entre proprietários que se “aglomeram” em firmas.

Assim, a participação de proprietários em empresas similares *projeta* uma relação entre eles: na [Figura 1.1](#), essas relações projetadas são indicadas por laços tracejados no plano inferior. Previ e Bradesco têm um laço projetado, pois participam conjuntamente do capital da Vale. O mesmo acontece com BNDES e Bozano, pois são acionistas da Embraer. Fazendo isso sucessivamente para mais e mais empresas na economia, podemos

ter um panorama amplo e objetivo das relações que ocorrem na arena corporativa do país. Revela-se uma *rede de propriedade* definida pelos laços de participação societária entre donos e firmas, e pelas correspondentes conexões projetadas entre donos que compartilham do capital de empresas comuns.<sup>15</sup>

Um padrão típico, que ocorre em muitas redes corporativas, é a existência de *aglomerações*. No nosso caso, estas emergem devido à existência de proprietários que participam das mesmas empresas. Previ, BNDES, Bradesco e Mitsui são um conjunto bem definido de acionistas da Vale. Outro padrão que normalmente emerge da análise de redes é a existência de *atores de ligação* que conectam aglomerações diferentes. Previ e BNDES são acionistas das duas firmas; por isso, indiretamente conectam o grupo Bozano e o fundo norte-americano Oppenheimer (proprietários da Embraer) à Mitsui e ao Bradesco (proprietários da Vale). Esses atores de interligação garantem *conectividade* à rede, por juntarem indiretamente diversas aglomerações distintas. Quem utiliza serviços de redes sociais via internet sabe bem disso: normalmente, essas páginas já nos indicam quem são os amigos dos amigos com os quais já estamos conectados. Embora usualmente pertençamos a aglomerações bem definidas, sempre haverá pessoas que, indiretamente, nos ligarão a diversos outros grupos. Por exemplo, temos diversos colegas que preservam contatos com amigos de outras empresas ou organizações das quais já fizeram parte.

Na literatura de redes sociais, contextos caracterizados por aglomerações conectadas entre si por meio de atores de ligação são denominados *mundos pequenos* (*small worlds*). (Consulte o [Apêndice 2](#) para uma discussão mais formal.) No nosso contexto, as

aglomerações envolvem proprietários de uma mesma empresa, ao passo que os atores de ligações são proprietários que participam de empresas distintas envolvendo *outros* proprietários não diretamente conectados entre si. O mundo pequeno se estabelece justamente devido à presença desses atores de ligação. Sem eles, a rede seria apenas um conjunto de guetos mais ou menos isolados. Com eles, pessoas de locais ou grupos diferentes conseguem conectar-se, ainda que indiretamente.<sup>16</sup> Na vida cotidiana, frequentemente dizemos que “o mundo é pequeno” quando descobrimos que temos conhecidos em comum com diversas outras pessoas. Esse fenômeno ocorre graças a atores de ligação que participam de grupos sociais diversos.

Para analisar as redes corporativas no Brasil, utilizo uma base de dados de 804 empresas e seus donos, observados em três anos: 1996, 2003 e 2009 (veja o [Apêndice 1](#)). Além de perpassar dois governos distintos (FHC e Lula), com bases políticas e linhas de ação diversas, o recorte temporal adotado neste livro abarca vários “experimentos” que ocorreram na economia brasileira. Na década de 1990, o país tornou-se mais aberto ao comércio externo e receptivo ao capital estrangeiro. Além disso, ocorreu um intenso movimento de privatização, associado a inúmeras reorganizações societárias nas empresas brasileiras. De 1990 a 2002, 165 empresas estatais passaram, total ou parcialmente, para o controle privado. Especialmente a partir de 2004, surgiu uma nova onda: diversas empresas abriram capital na bolsa, atraindo novos investidores e projetando novos empresários (dentre eles, Eike Batista). De 2004 a 2009, foram lançadas na bolsa 115 empresas, movimentando cerca de 99 bilhões de reais. À primeira vista, essas mudanças parecem ter

caminhado mais na linha de uma economia de mercado, de cunho mais liberal: menos participação do governo na economia, mais capital estrangeiro, mais empresas usando a bolsa como instrumento de capitalização. A pergunta natural que emerge nesse cenário é: como o capitalismo de laços brasileiro reagiu a todas essas “perturbações”?

A resposta, em poucas palavras, é que *o capitalismo de laços tornou-se, surpreendentemente, ainda mais forte*. Esse efeito ocorreu de duas formas. Primeiro, as aglomerações se intensificaram bastante, com mais proprietários participando conjuntamente do capital acionário de firmas e mais firmas atreladas a grupos controladores comuns. Nos leilões de privatização, disputando o controle das estatais, surgiram inúmeros *consórcios mistos* envolvendo investidores privados em associação com expressivo volume de capital provido por entidades públicas. A própria Vale é uma empresa de controle compartilhado. Durante a privatização do setor elétrico, o grupo espanhol Iberdrola associou-se ao fundo Previ e ao Banco do Brasil Investimentos na criação do consórcio Guaraniana, para adquirir o controle da Coelba, da Celpe e da Cosern (distribuidoras de energia dos estados da Bahia, Pernambuco e Rio Grande do Norte, respectivamente). Parte da aquisição foi financiada com linhas de crédito do BNDES.<sup>17</sup> E assim foi em muitos outros leilões em setores diversos (energia, telefonia, mineração). No Brasil, há até um instrumento legal para suportar alianças de proprietários em sociedades anônimas (isto é, empresas com participações societárias transferíveis): o chamado *acordo de acionistas*. Esse documento estabelece quem manda mais ou menos em decisões estratégicas em empresas com múltiplos donos. É,



portanto, a expressão legal (formal) das aglomerações nos mundos pequenos corporativos.

Segundo, no reforço do capitalismo de laços, emergiram atores de ligação com elevada centralidade, isto é, atuando como “conectores” de aglomerações diversas. Os proprietários que mais exibiram papéis de conexão foram, justamente, atores ligados direta ou indiretamente ao governo — notadamente, fundos de pensão de estatais e o BNDES. Na verdade, o papel de interligação desses atores chegou até a *aumentar* de 1996 a 2009. Esse resultado causa certo espanto, dadas as mudanças liberais ocorridas no período. A declaração de Sérgio Rosa — de que o governo FHC não quis colocar as empresas estatais nas mãos de “qualquer um” — já dá a pista para explicar por que isso aconteceu. Durante o processo de privatização, o governo FHC foi duramente criticado por estar tentando “entregar” empresas nacionais ao capital estrangeiro. Ao mesmo tempo, seria preciso garantir à opinião pública que os leilões seriam um sucesso (leia-se: as empresas seriam vendidas a um bom preço). Para atenuar essas críticas e viabilizar politicamente o processo, fundos de pensão de estatais e o BNDES foram ativamente acionados. No governo Lula, esse processo se intensificou ainda mais, com papel bastante ativo do BNDES e dos fundos de pensão como sócios de várias empresas e grupos de grande envergadura. Assim, ao contrário do que normalmente se pensa, o governo não só preservou como também aumentou a sua centralidade na economia. Por exemplo, na discussão anterior sobre o caso Vale, fica claro o papel central do governo (direta ou indiretamente, via Previ) nas negociações entre Eike e demais controladores da empresa.

Ao longo do livro, discuto implicações desse resultado para a economia brasileira. Em sintonia com nossa discussão anterior, o reforço do capitalismo traz consequências positivas e negativas. Do lado positivo, a aglomeração de proprietários (e suas empresas) em grupos e consórcios, muitas vezes em parceria com atores governamentais, permite uma junção de forças para tocar projetos de larga escala e com prazo mais longo de maturação. Do lado negativo, como vimos no caso da Vale, a entrada do governo em diversos círculos societários abre espaço para todo um jogo político influenciando as estratégias das empresas. Mais ainda, cria incentivos para empresários buscarem ativamente laços com atores governamentais como tática para obter recursos diferenciados (notadamente, capital público), vários tipos de proteção e outras vantagens não disponíveis a empreendedores menos conectados.

Nos capítulos que se seguem, descrevo também os desdobramentos gerados por vários outros aspectos correlatos, incluindo laços políticos de firmas via doações de campanhas eleitorais, a estruturação de “pirâmides” societárias complexas (uma firma que é dona da outra, e assim sucessivamente), relações cooperativas entre grupos privados e conexões entre membros dos conselhos de administração das empresas. No seu conjunto, essas dinâmicas evidenciam uma intrincada rede de laços, implícitos ou explícitos, criados entre atores privados e nutridos na sua interface com o Estado.

### 1.3. AS RAÍZES DO CAPITALISMO DE LAÇOS

A abordagem relacional deste livro vai ao encontro de uma longa literatura sobre a matriz cultural da sociedade no Brasil. Por exemplo, o antropólogo Roberto DaMatta enxerga “a *relação* como um elemento estrutural no caso brasileiro”. A sua alegórica distinção entre “a casa” (relações entre conhecidos) e “a rua” (o domínio das relações entre estranhos ou pessoas sem contato direto) assemelha-se aos padrões de agrupamentos conectados descritos anteriormente no contexto dos mundos pequenos. Até mesmo observadores internacionais notaram esses traços de organização social. “Turmas, grupinhos, camarilhas, panelinhas, cliques, igrejazinhas, grupões” são, segundo o cientista político Phillippe Schmitter, nomes distintos para uma mesma ideia: contatos, alianças e estratégias de apoio executadas entre e dentro de aglomerações.<sup>18</sup>

Sob uma perspectiva mais histórica, a ênfase relacional deste livro também se alinha ao influente livro de Sérgio Buarque de Holanda, *Raízes do Brasil*. O “homem cordial” descrito pelo historiador nada mais é que um indivíduo guiado por relações que extrapolam o que é definido unicamente por leis ou formalidades do país. Em uma colônia em formação, sem amparo de um sistema judiciário impessoal e com forte ação discricionária da Coroa portuguesa, havia pouco o que fazer além de executar trocas econômicas na base dos laços. Para resolver disputas e pendengas no território brasileiro, os comerciantes frequentemente recorriam a contatos e amigos enfiados no governo português. “Vínculos mais

imediatos”, diz Sérgio Buarque, se sobrepunham a “relações formais que constituem norma ordinária nos tratos e contratos”.<sup>19</sup>

Da época colonial, também preservou-se o traço eminentemente centralizador do governo brasileiro. Concessões, favores e recursos orçamentários frequentemente passavam (e continuam passando) pelo crivo do Estado. Após um interregno um pouco mais liberal durante a Primeira República (que discutirei, em mais detalhes, no último capítulo), a mão centralizadora do Estado retornou viva e forte com a ditadura de Getúlio Vargas, na virada para a década de 1940. Getúlio tornou o governo o principal eixo propulsor de investimentos empresariais e, nesse processo, reforçou conexões entre o Estado e a iniciativa privada, por meio de associações setoriais e mecanismos de proteção industrial. Nesse ambiente, cultivar bons laços com o governo era não apenas vantajoso, como também, por vezes, crucial para garantir a sobrevivência dos negócios privados.

Todo esse processo é discutido, em minúcias, por Raymundo Faoro na sua importante obra *Os donos do poder*, publicada originalmente em 1957. Em um amplo e impressionante panorama histórico, Faoro ressalta a íntima associação, e até mesmo confusão, entre capital público e privado. Percebendo a centralidade do governo durante e pós-Getúlio, o autor vê emergir no Brasil uma “combinação de estatismo com privatismo, obedecendo este às diretrizes daquele, com as compensações de seu estímulo e proteção”. Faoro observa a formação de grupos sociais que se conectam intimamente no tecido público, em um “jogo interno de troca de vantagens”. A sua interpretação da realidade brasileira é, assim, também calcada em bases relacionais. O poder, na concepção

de Faoro, se sustenta fundamentalmente por meio de intrincadas conexões — nas suas próprias palavras, uma “rede patriarcal”.<sup>20</sup> Os donos do poder são aqueles que entendem e se beneficiam de uma dinâmica de laços.

Na minha abordagem, especificamente, os donos do poder são aqueles que se inserem e se articulam em um emaranhado de laços corporativos entre atores públicos e privados — laços que se expressam por meio de interações ocorridas no âmbito da propriedade e dos instrumentos de controle das empresas. E alguns chegam a ter *mais* poder que outros na medida em que se tornam atores centrais de conexão entre grupos corporativos distintos. Como diria o estudioso de redes Manuel Castells, “os conectores são os detentores do poder”.<sup>21</sup>

## 1.4. A NATUREZA LOCAL DOS LAÇOS

A alguns leitores pode causar surpresa a pouca ênfase dada, até o momento, ao capital internacional, especialmente porque as reestruturações da década de 1990 ocorreram em um ambiente de maior abertura aos mercados externos e com ampla participação de empresas e investidores estrangeiros. Segundo críticos desse processo, tudo isso veio à custa da substituição do capital nacional por centenas de multinacionais que se instalaram no país. Esse argumento remete à difundida noção de *dependência*: países em desenvolvimento “da periferia” submetidos à crescente invasão e à influência de países desenvolvidos localizados “no centro” das decisões político-econômicas mundiais.<sup>22</sup>

Este livro adota uma perspectiva distinta: embora seja inegável o aumento da participação estrangeira no Brasil a partir da década de 1990, não é claro até que ponto entidades domésticas e governos perderam sua influência na atividade econômica local. Pelo contrário: as evidências aqui levantadas indicam um *maior* poder de influência de atores locais, privados ou públicos. Além disso, a análise da posição dos atores na rede indica que são raras as multinacionais que efetivamente ocupam papéis centrais, de conexão. Elas ficam normalmente restritas a setores mais ou menos especializados (farmacêutico, automobilístico, equipamentos, dentre outros). Embora o capital internacional tenha forte influência sobre a dinâmica específica desses setores, acaba exibindo pouca interação direta com proprietários presentes em *outros* campos da economia.

O capitalismo de laços tende a se disseminar em um jogo de influências que se estabelece e se desenrola na arena doméstica.

De forma irônica, uma obra muito citada por teóricos de dependência é, na verdade, precursora da discussão aqui presente sobre capitalismo de laços: o livro *Dependência e desenvolvimento na América Latina*, de Fernando Henrique Cardoso e Enzo Faletto, de 1969.<sup>23</sup> Os autores vão além da noção de dependência estrita, pela qual empresas e governantes de países em desenvolvimento se curvam às demandas e agendas dos países industrializados, para propor um contexto de associação *interdependente* entre capital estrangeiro e nacional. Em vez de ficarem passivos à entrada do capital externo, os atores locais agem estrategicamente para se beneficiar de ligações com empresas estrangeiras. Formam-se alianças, consórcios e emaranhados comerciais entre governo, grupos privados domésticos e multinacionais em torno de projetos empresariais nascentes.

Cerca de 25 anos após a publicação do livro, Fernando Henrique iria eleger-se presidente do Brasil e executar esse modelo associativo durante os leilões de privatização. Os já citados consórcios mistos envolvendo grupos domésticos, multinacionais, BNDES e fundos de pensão ilustram bem esse ponto. Fernando Henrique, longe de “esquecer o que escreveu”, na realidade ajudou a sedimentar o capitalismo de laços no Brasil. E criou as bases para o seu reforço no governo subsequente (Lula).

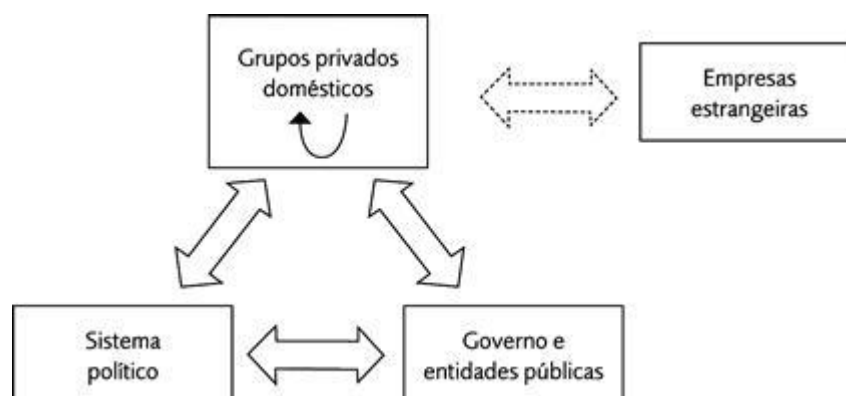
Embora a abordagem relacional aqui proposta seja alinhada à ideia associativa de Cardoso e Faletto, o peso dado à importância do capital estrangeiro no contexto do capitalismo de laços é

relativamente menor. Como ressaltai anteriormente, os atores centrais, com papéis de conexão, tendem a ser entidades governamentais em articulação com certos grupos empresariais. Empresas estrangeiras terão sucesso na sua estratégia de entrada somente se seus investimentos forem legitimados no âmbito doméstico. Por exemplo, no caso da Vale apresentado no início desta introdução, pouco se falou sobre um dos seus proprietários internacionais, a Mitsui. Apesar da participação japonesa no capital da Vale, na prática muitas definições estratégicas da empresa têm se construído por meio de interações entre atores públicos e privados locais. Em certos momentos, o governo tem até imposto limites ao avanço de sócios estrangeiros. Cerca de seis anos antes do episódio da Vale aqui reportado, o então presidente do BNDES, Carlos Lessa, realizou um polêmico aumento do capital acionário do banco na Vale alegando ser “estratégico” evitar que os japoneses assumissem parte substancial do controle da empresa.<sup>24</sup> O fato é que, muitas vezes, o centro do poder está, justamente, na periferia.



## ESTRUTURA DO LIVRO

A discussão do capitalismo de laços, neste livro, se sustenta em três eixos principais (Figura 1.2): o *sistema político* vigente no país (partidos e seus representantes); os laços que esse sistema, especialmente a sua coalizão dominante, estabelece com *atores governamentais* — tanto diretos (o próprio executivo) quanto indiretos (as estatais e os seus fundos de pensão); e os *grupos privados domésticos*, que estruturam laços diversos com coalizões políticas e entidades governamentais. Na Figura 1.2, a seta curvada na caixa dos grupos locais indica, como veremos adiante, que muitos desses grupos conectam-se *entre si* por meio de relações cooperativas e participações acionárias cruzadas; e esse entrelaçamento tem implicações importantes para a economia local. A posição à parte e a seta tracejada ligando a caixa referente aos grupos multinacionais serve para indicar que tais atores não apresentam, no contexto do capitalismo de laços, elevada centralidade. O livro segue aproximadamente esse esquema analítico.



---

**Figura 1.2** Representação esquemática do capitalismo de laços no Brasil.

No **Capítulo 2**, apresento em mais detalhes a caracterização das redes corporativas brasileiras como mundos pequenos e mostro a sua evolução entre 1996 e 2009. Discuto, também, as implicações de todo esse processo. Por exemplo, descrevo como o BNDES e os fundos de pensão de estatais tornaram-se jogadores de extrema centralidade na rede corporativa brasileira e como esse fato passou a atrair a atenção de empresários e governantes sedentos por influenciar, de alguma forma, as estratégias daqueles atores e das empresas nas quais detêm posições acionárias.

No **Capítulo 3**, discuto as relações de grupos econômicos domésticos com a esfera pública. Coloco atenção especial às relações particulares entre empresas e atores políticos (comumente chamadas de “clientelistas”), envolvendo doações de campanha e suas consequências para a obtenção de vantagens e recursos diferenciados. Também entro em mais detalhes no papel do BNDES nas suas ações de financiamento e participação societária conjunta com atores privados.

A estrutura e a estratégia dos grupos privados no Brasil são então debatidas no **Capítulo 4**. Busco examinar não apenas laços entre proprietários, mas entre aglomerações de firmas sob os mesmos controladores. Diversos grupos no Brasil participam de consórcios setoriais com posições em empresas comuns e exibem estratégias diferenciadas de conexão com o setor público. Naquele capítulo, discuto algumas possíveis razões dessas dinâmicas e suas várias implicações, tanto positivas quanto negativas (incluindo, nesse caso, possíveis efeitos anticompetitivos gerados por laços entre grupos).

O [Capítulo 5](#) entra um pouco mais a fundo na discussão sobre o papel do capital estrangeiro. Tento fazer um contraponto à visão das empresas estrangeiras como agentes de dependência de países em desenvolvimento, mostrando como, em vários casos, acabam sendo reféns de atores domésticos (públicos ou privados) com maior controle sobre regras, recursos e contatos locais. Discorro, também, sobre possíveis estratégias adotadas por essas empresas para contrabalançar o poder dos atores locais, incluindo estratégias de inserção em redes societárias domésticas e de articulação com o setor público.

No [Capítulo 6](#), apresento em mais detalhes a onda de abertura de capital de empresas brasileiras após 2004, tentando responder à seguinte pergunta: seriam esses novos entrantes mais ou menos conectados nas redes locais? Aproveito para introduzir um tipo de rede de grande importância, mas até aqui pouco discutido: firmas entrelaçadas por meio de profissionais que participam de múltiplos conselhos de administração. As evidências mostram que, sob vários ângulos, o movimento de abertura de capital exibiu dinâmicas típicas do capitalismo de laços.

Por fim, no [Capítulo 7](#), encerro o texto com uma série de comentários conclusivos que visam fechar o entendimento sobre as mudanças ocorridas no cenário corporativo brasileiro desde meados da década de 1990. Busco resumir os principais pontos característicos do capitalismo de laços e discutir implicações, positivas e negativas, para o desempenho das empresas e da economia brasileira como um todo. Apesar da persistente herança histórica da mecânica relacional brasileira, proponho nesse fechamento que é possível delinear ações para mitigar possíveis

efeitos danosos, ao mesmo tempo alavancando aspectos positivos dos laços. A análise — franca e serena — do capitalismo brasileiro pode não somente contribuir para a sua melhor compreensão, mas também estimular um amplo debate sobre como torná-lo um motor mais efetivo para o desenvolvimento empresarial do país.

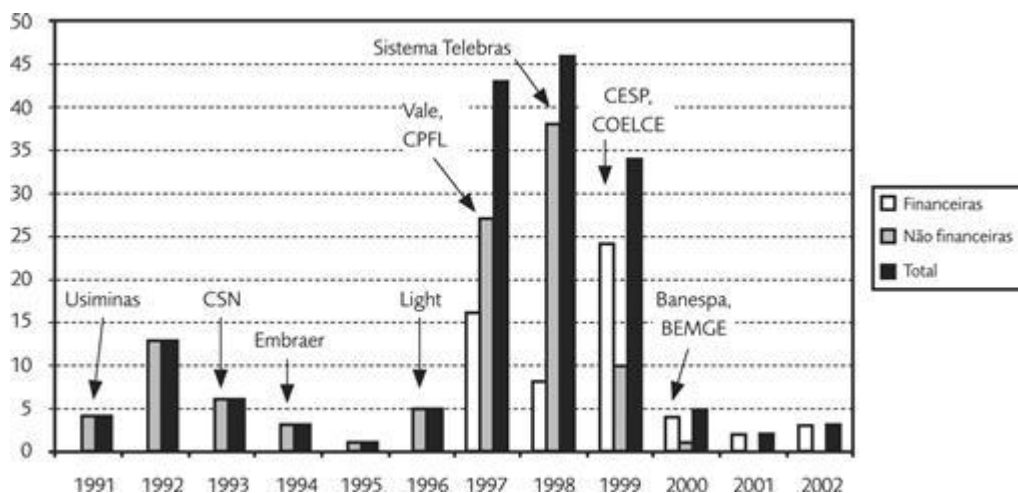
## CAPÍTULO 2

# MUDAR TUDO PARA NÃO MUDAR NADA: A EVOLUÇÃO DAS RELAÇÕES DE PROPRIEDADE NO PERÍODO PÓS-PRIVATIZAÇÃO

No dia 6 de maio de 1997, enquanto inúmeros protestos no país exibiam faixas estampadas com frases como “A Vale não se vende: ela é do povo”, grupos de investidores faziam lances seguidos no leilão da empresa. Embora outras estatais já tivessem sido privatizadas — incluindo, dentre muitas, a Usiminas (em 1991), a Companhia Siderúrgica Nacional (CSN, em 1993), a Embraer (1994) e a Light (1996) —, a venda do controle da Vale tornou-se um evento de grande repercussão e, para alguns, um marco na onda de privatizações do governo FHC. Afinal, a empresa era considerada uma estatal de grande peso (à época, a oitava maior firma do país) e um símbolo vivo das ações de desenvolvimento industrial orquestradas no país em meados do século XX. Por 3,3 bilhões de reais, a Vale passou para as mãos de um consórcio liderado por Benjamin Steinbruch, que já era acionista de outras empresas privatizadas (CSN e Light). Ao seu lado, figurava uma miríade de investidores, como os bancos domésticos Opportunity e Bradesco, o

banco norte-americano Nations Bank e um grupo de fundos de pensão de estatais incluindo a Previ (do Banco do Brasil), a Petros (da Petrobras) e a Funcef (da Caixa Econômica Federal). O cheque do Bradesco assinado para a compra da Vale foi, até então, o maior da história do Brasil.<sup>25</sup>

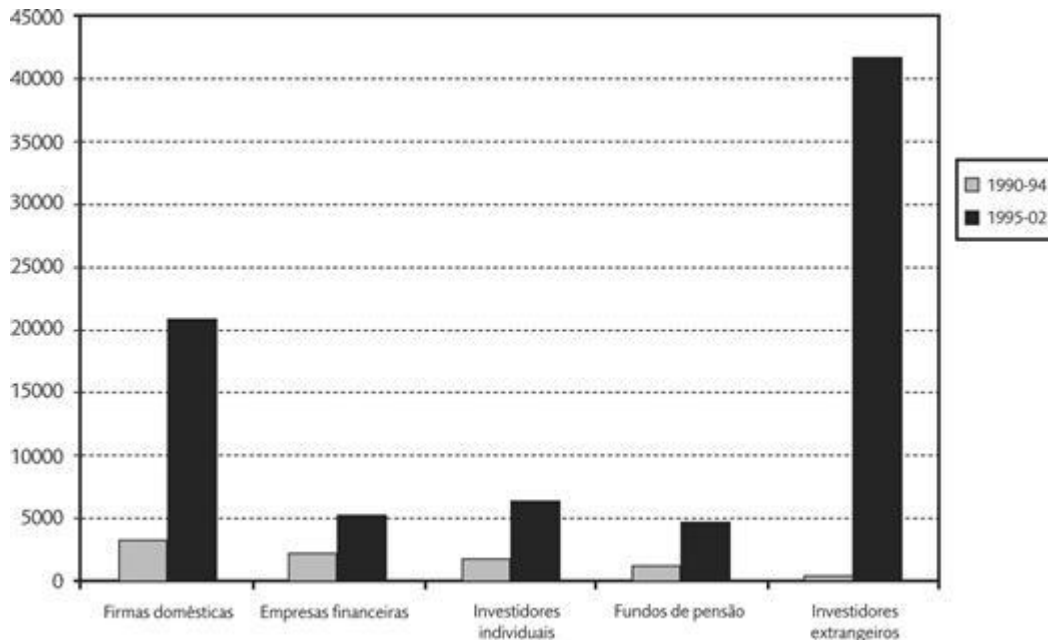
Considerando-se o processo de privatização na sua totalidade, os números são ainda mais expressivos. De 1990 a 2002, foram vendidas 165 empresas, gerando uma receita total da ordem de 87 bilhões de dólares (Figura 2.1). Somente na privatização do setor de telefonia, que se iniciou logo após a privatização da Vale, as receitas chegaram perto de 30 bilhões. Quem vivenciou a época se lembrará que, no começo da década de 1990, estatais como a Telebrás e o Banco do Brasil dominavam a negociação em bolsa. Posteriormente, novas empresas privadas, com novos donos e novos nomes, emergiram no mercado. Foi um marcante episódio de reestruturação corporativa.<sup>26</sup>



**Figura 2.1** Número de empresas privatizadas no Brasil no período 1991-2002, incluindo alguns exemplos selecionados.

*Fonte: IBGE.*

Em paralelo às privatizações, a década de 1990 presenciou outras mudanças estruturais na economia. Em um processo iniciado no governo Fernando Collor, o Brasil abriu-se um pouco mais ao exterior, havendo maior penetração de capitais internacionais e maior fluxo de comércio. De 1990 a 2002, o volume de comércio brasileiro (importações e exportações) em relação ao PIB saltou de 15% para 27%. O volume de capitais internacionais direcionados para investimentos no país atingiu em 2000 a cifra recorde de 33 bilhões de dólares, valor que só seria superado em 2007. De 1996 a 2000, a participação de firmas estrangeiras no faturamento da indústria do Brasil apresentou um aumento ainda mais expressivo, de 27% para 42%.<sup>27</sup> Com as privatizações, esse processo se intensificou especialmente a partir do programa executado pelo governo FHC. Entre 1995 e 2002, mais da metade das receitas de vendas de estatais veio de empresas estrangeiras ([Figura 2.2](#)).<sup>28</sup> Em um período relativamente curto de tempo, os brasileiros passaram a se deparar com marcas novas como Telefônica, TIM, Santander, AES, evidenciando, segundo muitos, que o Brasil finalmente entrava na onda da “globalização” dos negócios.



**Figura 2.2** Receita com privatizações no Brasil (em milhões de dólares), de acordo com a origem do capital e em dois períodos distintos (1990-1994 e 1995-2002).

*Fonte: BNDES.*

Junto a essas mudanças, vieram as críticas. Todo processo de abertura e privatização suscitou interpretações de que a economia brasileira teria se “desnacionalizado”, causando a extinção de vários grupos nacionais e fazendo com que os grupos remanescentes perdessem sua força e influência nas decisões locais.<sup>29</sup> Ao mesmo tempo, denunciavam-se os possíveis efeitos deletérios de uma menor participação do Estado na economia. De fato, de 1997 a 2002, a participação das estatais na geração de investimentos no país caiu de 13,1% para 8,9%.<sup>30</sup> Ou seja: em diversos setores, aumentou o papel do setor privado no estabelecimento de novas plantas industriais, novo maquinário, nova infraestrutura. Segundo críticos desse processo, o problema é que nem sempre os acionistas de empresas privadas se alinham a políticas traçadas pelo Estado. Por



exemplo, no caso da Vale retratado no capítulo anterior, o governo Lula mostrou-se insatisfeito com o que considerava um baixo volume de investimentos em “valor adicionado” da empresa no Brasil.

Embora seja inegável o aumento da participação do capital estrangeiro no país e a menor participação *direta* do governo via estatais, neste capítulo proponho que a capacidade de intervenção do governo *não* diminuiu e que os principais atores centrais na economia continuam sendo entidades ligadas direta ou indiretamente ao governo, em associação com alguns grupos privados de maior envergadura. Na realidade, de forma até paradoxal, o fenômeno de privatização e a maior inserção global que se seguiu após a década de 1990 no Brasil ajudou a *reforçar* a influência do governo e de certos grupos domésticos. Essa interpretação distinta emerge quando observamos como mudou (ou como não mudou) o padrão de relações entre diversos proprietários na economia. O capitalismo de laços foi enraizado, e não dirimido, pelas diversas reestruturações que ocorreram no Brasil.

Vejamos, então, os dados.

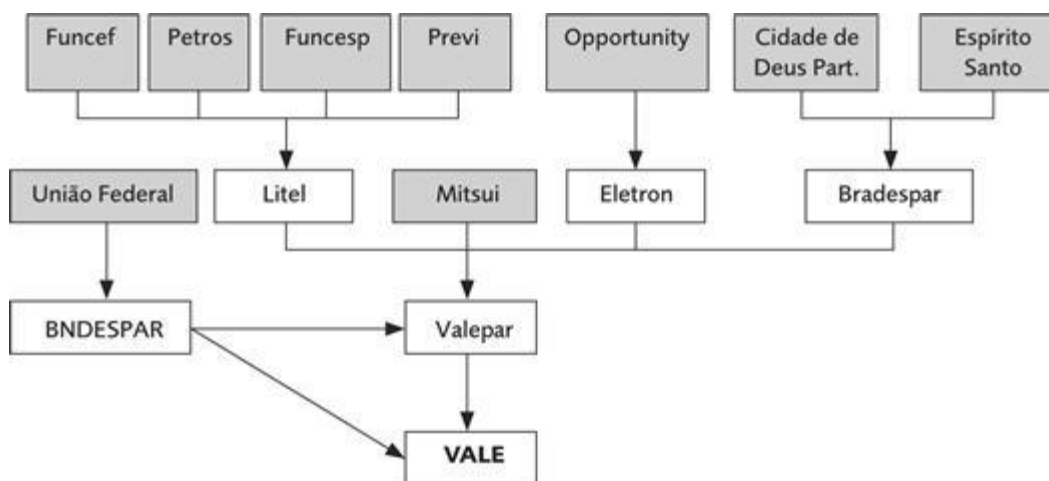
## 2.1. RELAÇÕES DE PROPRIEDADE NO BRASIL: COMO (POUCO) MUDARAM

No capítulo anterior, apresentei de forma preliminar como algumas ideias de *análise de redes* podem ajudar a entender transformações no capitalismo brasileiro pós-privatização. Aqui, avançarei um pouco mais em alguns conceitos básicos que nos permitirão medir e visualizar as dinâmicas nas relações de propriedade desde meados da década de 1990. A análise se suporta em uma premissa simples: um contato entre dois atores é revelado quando eles aparecem como sócios de uma mesma empresa. O objetivo é menos discutir o quanto cada proprietário tem de cada empresa e mais desvendar as *conexões* que diversos atores na economia têm entre si.

Um passo inicial é codificar quem é quem na economia e quem é dono das principais empresas. Não é tarefa de forma alguma simples, especialmente porque, em muitos casos, certos investidores ou famílias não querem tornar transparente que são donos de determinadas posições acionárias. Em muitos países fora do eixo anglo-saxão, a estrutura acionária da maioria das empresas assume uma complexa feição *piramidal*: um indivíduo A, que é dono de uma firma B, que é dona de uma firma C, e assim sucessivamente. No caso brasileiro, cerca da metade das empresas tem exatamente essa configuração.<sup>31</sup> Somente observar quem são os acionistas *diretos* de determinada empresa não ajuda muito em diversos casos.

Considere, por exemplo, o caso da Vale ([Figura 2.3](#)): os seus dois acionistas diretos são uma empresa chamada Valepar e o BNDESPAR (braço de investimentos do BNDES, por sua vez sob controle da

União Federal). A Valepar compõe o que se chama de *bloco de controle* da Vale: os principais acionistas que têm maior participação nas ações com direito a voto (chamadas ações “ordinárias”). São sócios da Valepar a Bradespar (empresa de participações do Grupo Bradesco e com pequena posição acionária do grupo português Espírito Santo), a multinacional japonesa Mitsui e duas empresas chamadas Eletron e Litel. A Eletron é uma firma de investimentos do banco Opportunity. A Litel, por sua vez, envolve um grupo de fundos de pensão de estatais, sendo a Previ o seu principal acionista. Poderíamos, na verdade, ir além, uma vez que, como veremos no [Capítulo 4](#), a própria Vale tem participações em inúmeras outras empresas. As estruturas piramidais no Brasil tendem a ser bastante complexas e extensas.



**Figura 2.3** Estrutura acionária piramidal: o exemplo da Vale em 2009. Os proprietários marcados em caixas acinzentadas são os *donos últimos* da empresa.

Fonte: Valor Grandes Grupos, Comissão de Valores Mobiliários.

Neste estudo, até onde é possível, procuro localizar o *dono último* das firmas, isto é, o proprietário que, direta ou indiretamente, está no final da cadeia acionária levando à participação no capital de determinada empresa. Por exemplo, na [Figura 2.3](#), os donos últimos são marcados em cinza; esses são os proprietários considerados como “nós” na análise das redes. Com esse procedimento, pode-se simplificar a análise e evitar dupla ou tripla contagem; caso contrário, poderíamos tratar, por exemplo, Litel e Previ como donos separados, o que não é caso.<sup>32</sup> Sempre que possível, procuro também identificar laços baseados em relações de *controle*. Ou seja, em empresas onde existe essa diferenciação, coloco ênfase em participações que proporcionam voz nas suas decisões, via análise das posições acionárias com direito a voto (ordinárias).

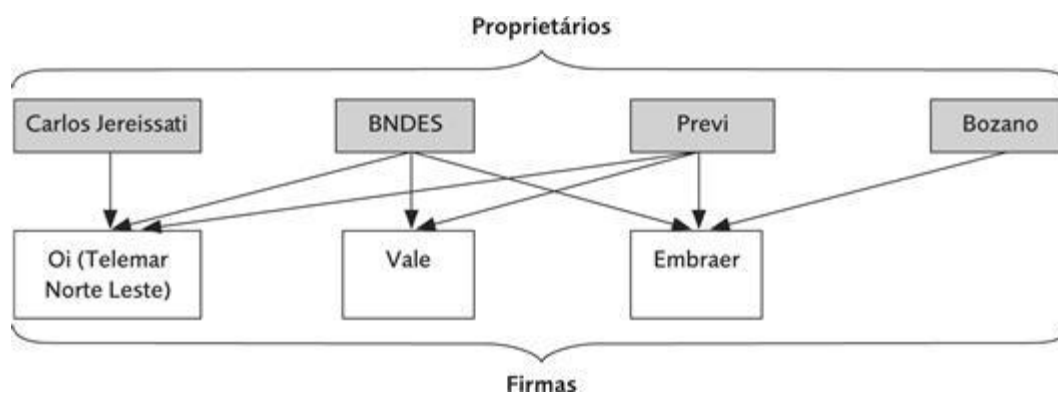
A amostra, descrita em detalhes no [Apêndice 1](#), envolve um total de 804 empresas observadas ao longo de três anos: 1996, 2003 e 2009. Logo, a base de dados cobre três períodos marcantes: a fase inicial do programa de venda de estatais no governo FHC (1996), o final do processo de privatização (2003) e um ano próximo ao término do segundo mandato do governo Lula (2009). (O período até 2009 abarca, também, o efeito da onda de lançamento de novas empresas em bolsa no Brasil após 2004, tema tratado com mais profundidade no [Capítulo 6](#).) Executando uma extensa pesquisa das pirâmides societárias dessas empresas e dos seus donos últimos, consigo construir redes corporativas revelando ligações entre firmas e donos.

Para desvendar a estrutura dessas redes, sigo um procedimento de análise inspirado por um famoso artigo do psicólogo norte-americano Stanley Milgram, “O problema do mundo pequeno”,

publicado em 1967. O autor pediu que pessoas nas cidades de Omaha (Nebraska) e Wichita (Kansas) enviassem uma carta para destinatários desconhecidos em Boston. Para tanto, elas poderiam enviar a carta para alguma pessoa conhecida em alguma cidade, que poderia então remeter a carta para outra pessoa, até que o destinatário final fosse encontrado. Milgram encontrou que, em média, foram necessárias cinco pessoas (“intermediários”) para a carta chegar ao destinatário final. Apesar de essas duas pessoas não se conhecerem diretamente, elas puderam se conectar por meio de conhecidos dos seus conhecidos. Daí a denominação *mundo pequeno* (*small world*): embora muitas pessoas não sejam diretamente conectadas entre si, elas são indiretamente interligadas por meio de poucos intermediários. O estudo, adicionalmente, reforça a crença popular dos “seis graus de separação”: segundo Milgram, se são necessários cinco intermediários para que se consiga contatar uma pessoa qualquer, então as pessoas estariam ligadas entre si, em média, por seis laços ou conexões (de A para B, de B para C, e assim sucessivamente).<sup>33</sup>

Em um mundo pequeno, não é preciso que atores tenham laços com muitos outros atores na rede *em geral*. Em outras palavras, a rede não precisa ser completamente “densa”, no sentido de apresentar muitos laços entre vários atores. O crucial é que existam atores centrais que garantam uma conectividade global da rede por interligar pessoas pertencentes a aglomerações locais distintas. Via esses atores de ligação, uma pessoa de uma aglomeração poderá, indiretamente, acessar pessoas de outros círculos sociais. A estrutura social torna-se, ao mesmo tempo, densa localmente e conectada globalmente.

No capítulo anterior, discuti rapidamente como esse tipo de estrutura é consistente com a ideia de capitalismo de laços. Irei, aqui, explorar esse paralelo com um pouco mais de detalhe. (Veja o [Apêndice 2](#) para uma discussão mais técnica.) Como a nossa base abarca dois tipos de “atores” — proprietários e firmas —, temos, na verdade, uma rede mais complexa do que no estudo de Milgram. Trata-se da chamada *rede de nós duplos* (em inglês, *bipartite*), envolvendo laços entre tipos distintos de nós: de donos para firmas. A [Figura 2.4](#) mostra uma fotografia bastante parcial da rede de nós duplos de 2009. Há uma seta saindo do BNDES para a Oi, a Vale e a Telemar, pois o banco público participa do capital dessas três empresas. Da mesma forma, a figura mostra que o grupo Bozano e Carlos Jereissati são acionistas da Embraer e da Oi, respectivamente. É possível simplificar essa rede *projetando* laços entre os donos ou as firmas. Bozano e BNDES exibem um laço projetado, pois participam conjuntamente do capital da Embraer. Porém, em sintonia com avanços recentes na literatura de mundos pequenos, seguirei analisando diretamente a rede de nós duplos. Mais à frente, retornarei ao exame dos laços projetados.



**Figura 2.4** Exemplo de rede com dois tipos de nós: proprietários e firmas (segundo posições acionárias em 2009). Para fins de simplificação, não foram incluídos todos os proprietários das empresas indicadas.

Uma vez construída a rede, a análise dos mundos pequenos segue observando dois indicadores fundamentais: o *coeficiente de agrupamento* e a *distância* entre os atores. O coeficiente de agrupamento, como o próprio nome indica, mede o grau em que os donos se aglomeram por meio de participações conjuntas nas mesmas empresas, ao passo que a distância avalia quão facilmente um ator pode acessar o outro por meio de laços diretos (os “amigos”) ou indiretos (os “amigos dos amigos”).

Em uma rede de nós duplos, o coeficiente de agrupamento é computado observando-se *laços cruzados* entre os atores. Em particular, observam-se “quartetos conectados” compostos por dois donos e duas firmas, pareados. BNDES-Previ-Vale-Embraer e Carlos Jereissati-BNDES-Oi-Vale são quartetos conectados (**Figura 2.4**). Exibem, entretanto, feições diferentes. BNDES-Previ-Vale-Embraer é um quarteto *fechado*, pois os dois donos (BNDES e Previ) têm participações acionárias nas *duas* empresas simultaneamente. O mesmo não ocorre com o quarteto *aberto* Carlos Jereissati-BNDES-Oi-Vale: enquanto o BNDES tem posições na Oi e na Vale, Jereissati, nesse quarteto, só aparece como sócio da primeira firma. O coeficiente de agrupamento é então computado como a proporção de quartetos fechados em relação a todos os quartetos conectados observados, a partir de uma inspeção de todas as combinações de pares de donos e firmas da rede. É, portanto, uma medida de cruzamento societário na rede.

Na prática, quartetos fechados irão ocorrer de duas formas principais. Primeiro, se dois proprietários atuarem conjuntamente em diversos consórcios ou trocarem posições acionárias nas empresas uns dos outros. Segundo, se esses proprietários estabelecerem posições conjuntas em uma empresa intermediária (*holding*), que irá, então, controlar várias outras firmas na pirâmide societária. Os donos últimos da Vale ([Figura 2.3](#)), por se aglomerarem na Valepar, acabam indiretamente compartilhando o capital das várias firmas abaixo dessa entidade intermediária — incluindo não somente a Vale, mas também diversas outras empresas nas quais a própria Vale, estabelecida como um *grupo*, detém posições (MRS Logística, Minerações Brasileiras Reunidas, Samarco, dentre outras — veja o [Capítulo 4](#)). Nos dois casos, formam-se aglomerações de donos (e, indiretamente, das firmas das quais participam).

A distância, por sua vez, é o menor número de laços necessários para conectar, direta ou indiretamente, um ator a outro na rede. A ideia de distância também tem uma interpretação intuitiva. Digamos, por exemplo, que eu queira ser apresentado a alguma pessoa influente. O que posso fazer é procurar um amigo que tenha algum tipo de relação com essa pessoa ou que conheça alguém que possa ter esse contato. Quanto mais indivíduos eu tiver que acionar até finalmente chegar a alguém de interesse, maior será a minha distância social em relação a essa pessoa. Assim, para se calcular a distância média da rede como um todo, inicia-se avaliando, para cada ator, quantos laços são necessários para esse ator, em média, acessar outros nós na rede. Depois, tira-se a média desses indicadores individuais de distância; o resultado final indica o grau



com que os proprietários da rede têm de se valer de mais “passos” para atingir determinado contato desejado. Uma menor distância média indicaria que os atores estão mais próximos socialmente uns dos outros.

Na rede de nós duplos, há um complicador adicional para a análise das distâncias, uma vez que existem dois tipos de atores, com naturezas distintas. Pode-se, na verdade, computar a distância de três formas: entre donos, entre firmas e entre firmas e donos. Na [Figura 2.4](#), a distância entre Carlos Jereissati e Bozano é 4 (via os “caminhos” Jereissati-Oi-BNDES-Embraer-Bozano ou Jereissati-Oi-Previ-Embraer-Bozano, que abrangem quatro laços). A distância entre Jereissati e Embraer é 3 (Jereissati-Oi-BNDES-Embraer). Por fim, Oi e Embraer apresentam uma distância igual a 2, uma vez que se conectam por dois laços (via Oi-Previ-Embraer ou Oi-BNDES-Embraer). Tirando-se a média entre todas essas distâncias, para todos os nós da rede, obtém-se o valor final da distância média.<sup>34</sup>

Como então julgar se uma rede é um mundo pequeno ou não? Imagine que os proprietários, em vez de buscarem aglomerações ou laços com conhecidos, estabeleçam participações nas empresas da economia de forma dispersa e sem uma lógica particular. Se isso acontecer, a rede será um emaranhado de laços sem uma ordem perceptível. O mundo pequeno, por outro lado, exibe um perfil bastante característico. Surgem aglomerações de atores, sendo essas aglomerações conectadas entre si: donos com posições acionárias cruzadas e que se interligam de forma indireta por meio de donos de múltiplas firmas. Logo, para se avaliar se a rede é mesmo um mundo pequeno, pode-se comparar a sua configuração real com o que se

esperaria se o mesmo grupo de atores estabelecesse o mesmo número de laços, porém de forma completamente ao acaso.

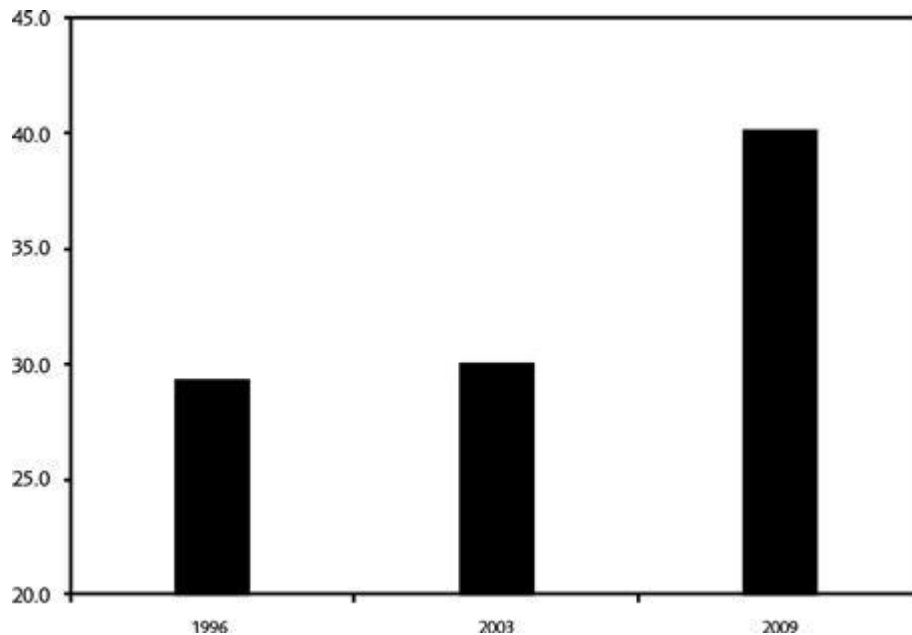
Nesse sentido, um mundo pequeno é observado quando o coeficiente de agrupamento for  *muito superior* ao que se esperaria com base em uma rede de laços formados ao acaso e quando a distância média entre os atores for *similar* ao padrão usual dessa rede aleatória. Dito de outra forma, em um mundo pequeno criam-se aglomerações sem muito prejuízo à conectividade global dos atores na rede: eles se agrupam em círculos fechados mas, ao mesmo tempo, conseguem manter acesso a atores de outros grupos por meio dos indivíduos de ligação.<sup>35</sup> Pode-se então calcular um *índice de mundo pequeno*, que nada mais é que o padrão observado na rede (o coeficiente de agrupamento dividido pela distância média entre os atores) em relação ao valor que seria esperado a partir de uma rede formada ao acaso.

O meu objetivo, neste capítulo, será mostrar como se comportou o índice de mundo pequeno da rede de proprietários no Brasil e interpretar as razões dessa evolução. Não irei apresentar detalhes desses cálculos; o leitor interessado em maior aprofundamento pode consultar o [Apêndice 2](#). Basta somente notar, aqui, que esse índice de mundo pequeno indica o grau em que a rede observada se diferencia de uma rede aleatória, caminhando na linha de uma configuração exibindo aglomerações conectadas entre si. Um índice igual a 20, por exemplo, indica que a rede é 20 vezes mais aglomerada (sem muito prejuízo à distância média entre os atores) do que uma rede em que os atores se encontram e criam conexões sem um padrão definido.

Antes de prosseguirmos, é útil refletir sobre como as transformações ocorridas a partir da década de 1990 poderiam afetar a estrutura das redes corporativas no Brasil. A maior abertura econômica, o advento das privatizações e, após 2004, o lançamento de novas empresas em bolsa mudaram a estrutura societária das firmas e trouxeram novos investidores ao país, vários deles estrangeiros. Ao redor do mundo, tais eventos de reestruturação buscaram não apenas reduzir a participação direta do governo em setores produtivos, mas também arejar os mercados por meio da entrada de novas firmas e de um maior acesso a recursos financeiros e tecnológicos internacionais. Se for esse o caso, então é razoável esperar que eventos de reestruturação devam causar uma “perturbação” nos mundos pequenos corporativos, por permitirem a entrada de novos capitalistas e um rearranjo de estruturas oligárquicas existentes. Como diriam Raghuram Rajan e Luigi Zingales, esse movimento poderia gerar uma reversão da “grande reversão” que ocorreu em muitas nações após a crise financeira de 1929 (Brasil incluído), quando grupos de capitalistas se associaram intimamente a governos, criaram grupos de empresas entrelaçados e estabeleceram posições protegidas nos seus mercados.<sup>36</sup> Com maior abertura da economia e maior fluxo de novos investidores tomando posições nas ex-estatais, as estruturas corporativas prevalecentes poderiam, em tese, mudar de forma substancial.

Observemos então como se comportou o índice de mundo pequeno nas redes de proprietários do Brasil entre 1996 e 2009. De forma oposta à previsão do parágrafo anterior, a estrutura de mundo pequeno *reforçou-se* após todos os eventos de reestruturação que ocorreram no período. Na [Figura 2.5](#), vemos que, em 1996, a rede

de propriedade brasileira era 29 vezes mais aglomerada (sem prejuízo à conectividade geral dos atores) do que uma rede correspondente com laços formados ao acaso. Em 2009, esse índice saltou para 40. Sob o ponto de vista dos relacionamentos societários, a economia brasileira tornou-se ainda mais alicerçada em aglomerações locais de proprietários, sendo essas aglomerações conectadas por certos atores centrais de ligação — notadamente, atores ligados ao governo e alguns poucos grupos privados domésticos de maior destaque. Mudou tudo, para não mudar nada.



**Figura 2.5** Evolução do índice de mundo pequeno nas redes de proprietários do Brasil entre 1996 e 2009. Por exemplo, a rede de proprietários em 2009 mostrou-se cerca de 40 vezes mais aglomerada, sem prejuízo à conectividade geral dos atores, do que uma rede correspondente onde os laços são formados ao acaso.

## 2.2. DESIGUALDADES DE INFLUÊNCIA: ALGUNS SÃO MAIS CONECTADOS QUE OUTROS

Em um contexto de mundo pequeno, os atores tendem a exibir graus distintos de *centralidade*: o grau com que se conectam com vários nós da rede. É razoável supor que, quanto mais acesso tiver um determinado proprietário a outros atores na economia, maior será a sua capacidade de mobilizar recursos e influenciar decisões. Mais facilmente esse proprietário terá informações em primeira mão sobre oportunidades que surgem no mercado (por exemplo, eventos de compra ou venda de empresas e ativos) e mais intensamente será procurado por indivíduos que querem se valer dos seus contatos. Sendo alguns proprietários mais conectados que outros, muito provavelmente haverá *desigualdade de influência* na economia. Os mais conectados tenderão a ser os mais influentes; os mais influentes tenderão a exibir mais contatos valiosos.<sup>37</sup>

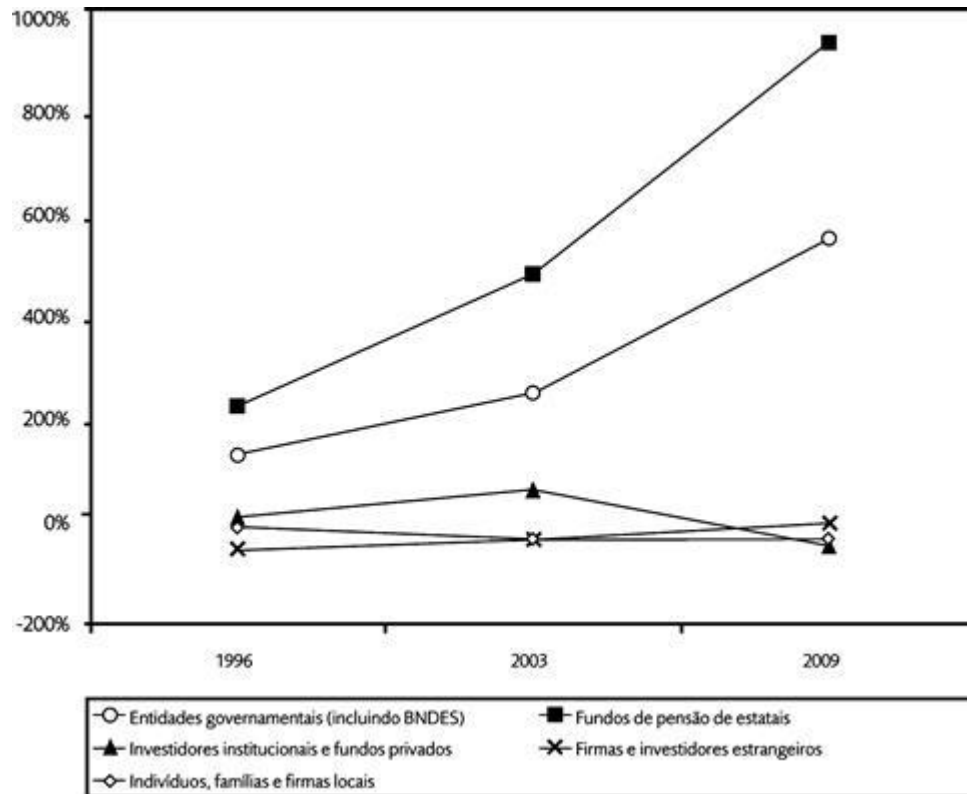
Para facilitar nossa análise, é útil simplificar a rede de nós duplos por meio da projeção de laços entre donos (ou seja, transformá-la em uma *rede de nó único* envolvendo apenas proprietários). Essas projeções, exibidas visualmente na [Figura 1.1](#), do capítulo anterior, partem do pressuposto de que dois donos serão conectados entre si quando tiverem posições acionárias conjuntas em uma ou mais empresas. Nesse processo, adoto um refinamento adicional: meço a *força* da conexão entre dois donos como o número de firmas na base de dados nas quais eles aparecem, conjuntamente, como sócios diretos ou indiretos.

Uma forma simples de avaliar possíveis desigualdades de influência é simplesmente computar, para cada ator, o seu número total de contatos diretos (os seus “amigos”), ponderados pela força de cada laço. Trata-se da chamada medida de *centralidade de grau*. Por exemplo, suponha que um proprietário seja conectado a dois outros donos na economia, compartilhando duas firmas com o primeiro e três firmas com o segundo. A sua medida de centralidade de grau será então  $2 + 3 = 5$ . Entretanto, pode ser que esse proprietário e seus sócios estejam simplesmente confinados a um único círculo ou agrupamento restrito de empresas. Seria interessante perguntar quais proprietários efetivamente apresentam contatos mais amplos e disseminados na rede. Em outras palavras, quais seriam os atores-chave de conexão que participam mais amplamente de diversos grupos corporativos e se entrelaçam com outros atores tão ou mais influentes?

Para responder a essa pergunta, em vez de considerar, no cálculo da centralidade de cada ator, apenas os seus contatos diretos, meço também os laços que esses contatos diretos têm com *outros* atores na economia. Intuitivamente, examino não apenas o efeito dos “amigos”, mas também dos “amigos dos amigos”, dos “amigos dos amigos dos amigos”, e assim por diante. Existe uma forma de aferição bastante consolidada em análise de redes para acomodar essa sequência de laços diretos e indiretos: a chamada *centralidade de poder* ou *centralidade de Bonacich* (em homenagem ao sociólogo e matemático Phillip Bonacich, que propôs a medida). Detalhes de cálculo são discutidos no [Apêndice 2](#). Aqui, o importante é notar que, quanto mais um dono for conectado com um grande número de proprietários que, por sua vez, são *também* bastante entrelaçados na

rede corporativa, maior será a sua centralidade de Bonacich. (Como curiosidade, o popular instrumento de busca Google baseia-se nessa mesma ideia de centralidade. Quando fazemos uma busca digitando determinada palavra ou termo, o algoritmo do Google apresenta uma lista de páginas classificadas com base não somente no grau com que referenciam o termo procurado, mas também levando em conta quantas vezes essas páginas são citadas por *outras* páginas na *internet*.)

Vejamos então quais são os atores mais centrais ao longo do período sob análise. A [Figura 2.6](#) separa os proprietários da base em cinco tipos distintos: atores governamentais (União Federal, estados, municípios e agentes estatais como o BNDES); fundos de pensão de estatais (Previ, Funcef, Petros e vários outros); investidores institucionais e fundos privados (tais como firmas de investimento e fundos de pensão de empresas privadas); indivíduos, famílias e firmas locais (“pessoas físicas”, núcleos familiares e empresas com capital doméstico); firmas e investidores estrangeiros (multinacionais e fundos de investimento oriundos do exterior). Calculo, para cada grupo de proprietários, a centralidade (de Bonacich) média dos atores classificados no grupo. Obtenho, assim, a centralidade “típica” de cada classe de proprietários, em cada ano de observação. Finalmente, examino como a centralidade de cada classe de proprietários se posiciona, em cada ano, em relação à centralidade média dos atores. Esse procedimento permite avaliar o grau com que cada tipo de ator se distancia, ou não, do padrão geral de centralidade de todos os donos inseridos na rede.<sup>38</sup>



**Figura 2.6** Desigualdades de influência dos donos últimos nas redes de propriedade brasileiras entre 1996 e 2009. Os valores indicam quanto, percentualmente, a centralidade de cada grupo de proprietários (isto é, o seu grau de conexão com outros donos) se distanciou da centralidade média de todos os proprietários em cada ano. Por exemplo, a figura indica que fundos de pensão de estatais se mostraram, coletivamente, quase 1.000% mais conectados que a média dos proprietários brasileiros em 2009.

A **Figura 2.6.** evidencia o expressivo aumento de centralidade de atores direta ou indiretamente ligados ao setor público. Por exemplo, enquanto em 1996 a centralidade média dos fundos de pensão de estatais era 224% superior à média dos atores na rede, em 2009 esses donos tornaram-se quase 936% mais centrais que a média. Analisando-se os dados dentro do grupo, esse efeito é devido a três principais fundos: Previ, Petros e Funcef. As entidades governamentais, em grande parte devido ao BNDES, também



tiveram notável ganho de centralidade: de 131%, em 1996, passaram a ser 553% mais centrais que a média dos donos 13 anos depois. Todos os outros donos apresentam centralidade gravitando em torno da média. Apesar de atores estrangeiros exibirem leve aumento de conectividade, a sua posição é largamente ofuscada pela presença e trajetória dos atores públicos.

A dinâmica mostrada na [Figura 2.6](#) também sugere um aumento nas desigualdades de influência: de 1996 para 2009, alguns donos tornaram-se sistematicamente ainda mais conectados do que já eram, distanciando-se da média da rede. Estatísticos utilizam uma forma objetiva de medir esse tipo de “dispersão”. O chamado *coeficiente de variação* indica o quanto as observações, no seu conjunto, se distanciam percentualmente da média.<sup>39</sup> Esse coeficiente saltou de 223% em 1996 para 310% em 2003 e 354% em 2009. Ou seja, alguns poucos atores se tornaram bem mais influentes que outros. Em grande parte, essa maior dispersão é gerada pelo substancial aumento de centralidade dos donos com ligação com o governo.

Para concluir, os dados não suportam a ideia de que aumentou a influência relativa do capital internacional com os eventos de reestruturação da economia após a década de 1990. Os dados mostram o contrário: os principais atores centrais continuaram sendo, com crescente importância, entidades ligadas ao governo e alguns grupos locais. Embora atores domésticos apresentem, em geral, centralidade ao redor da média, há bastante heterogeneidade entre eles. Especificamente, alguns grupos tornaram-se mais centrais que outros ao longo do período, tópico que voltarei a discutir mais à frente neste capítulo.

## **2.3. AS CAUSAS: POR QUE GOVERNO E ATORES DOMÉSTICOS PERMANECEM CENTRAIS?**

Privatização não é algo palatável para a opinião pública. A venda de ativos públicos imediatamente levanta questões sobre quem efetivamente irá ganhar com esse processo. Por quanto serão vendidas as empresas estatais? Quem comprar a empresa terá interesse em desenvolver o país? Não é à toa que processos de privatização no mundo tomaram tempo para maturar e foram, em muitos casos, resultado de pura urgência. Acometidos por dívidas estrondosas, restou pouco a diversos governos além de vender algumas, senão muitas de suas empresas.

Sendo um processo politicamente delicado, governos democráticos convencidos da necessidade de privatizar suas empresas devem necessariamente buscar uma percepção favorável por parte da população e tecer apoios diversos na arena política doméstica. Como fazê-lo? É preciso garantir que a venda das empresas resulte em um preço julgado “satisfatório”, de forma a sinalizar que os cofres públicos foram amplamente beneficiados. Além disso, é preciso distribuir esses benefícios. Não existe apoio político sem custo; as diversas facções e coalizões existentes no país (funcionários públicos e sindicalistas, empresários, partidos políticos), ou pelo menos a maior parte delas, devem perceber que estão ganhando ou pelo menos não sendo prejudicadas com o processo.

Nada mais natural, portanto, que envolver no processo de reestruturação da economia atores públicos ou privados que já

estavam enfronhados nas redes locais. No Brasil, a primeira estratégia foi eleger o BNDES como entidade central nas privatizações. Como banco de desenvolvimento, o BNDES apresentava elevada capilaridade na economia por meio das suas inúmeras participações acionárias e empréstimos a empresas nos mais diversos setores. Assim, o banco poderia atuar nos leilões de privatização, não somente como executor das vendas, mas também como investidor efetivo e financiador dos adquirentes. Dado que existem, no Brasil, elevadas restrições de crédito (como veremos no próximo capítulo), o resultado é que atores privados poderiam se interessar mais pelos leilões e, eventualmente, fazer lances mais elevados do que fariam sem esse tipo de apoio. Certamente é um efeito um tanto artificial, uma vez que esses maiores lances seriam, na verdade, estimulados por recursos públicos. Porém, com maiores preços de venda, a percepção pública do sucesso dos leilões poderia ser maior. É irônico pensar que um banco *público* conduziu o processo de venda de estatais para atores *privados* — e, com isso, manteve sua centralidade na economia. (No próximo capítulo, o caso do BNDES será explorado em mais detalhes.)

A segunda estratégia foi envolver uma classe de investidores que, na década de 1990, já vinha despontando com impressionante vigor: os fundos de pensão. Esses fundos são mecanismos de complementação da aposentadoria de funcionários restritos a determinadas empresas. Os chamados fundos públicos são “patrocinados” por estatais (Banco do Brasil no caso da Previ, Caixa Econômica Federal no caso da Funcef, e assim por diante), em contraste com fundos associados a empresas privadas (Itaú, HSBC, IBM, dentre outras) ou que foram privatizadas (Vale, Banespa,

empresas de telecomunicações) Em 1997, o volume de recursos dos fundos de pensão já alcançava 90 bilhões de reais, sendo, desse montante, 79% oriundos de fundos de pensão públicos. No arranque inicial das privatizações, os fundos de pensão já exibiam, como o BNDES, grande penetração no mercado acionário brasileiro. Em 1997, os fundos de estatais alocavam 40% do seu patrimônio em ativos de renda variável e havia recursos de sobra para investir em mais empresas, incluindo empresas que seriam privatizadas. Tanto foi assim que, de 1997 a 2008, o valor dos investimentos em ativos de risco realizados por fundos públicos mais que quadruplicou (de 27,3 para 127,5 bilhões de reais), enquanto, no mesmo período, os fundos de pensão de empresas privadas passaram a concentrar as suas alocações em renda fixa.<sup>40</sup>

Adicionalmente, e não menos importante, a feição pública dos fundos parecia se encaixar como uma luva nos propósitos do governo. Normalmente geridos por profissionais eleitos por colegas das próprias estatais e outros executivos apontados pelo governo, os fundos de pensão apresentavam íntima associação com sindicatos e associações de funcionários. Assim, seriam uma espécie de ator híbrido, um representante dos servidores públicos como partícipe ativo na arena capitalista, um novo ponto focal entre governo e investidores privados que, de súbito, veem nesses fundos o “mapa da mina” — para usar a expressão do sociólogo Francisco de Oliveira no seu ensaio “O ornitorrinco” (cujo título não poderia ser mais apropriado para descrever a estranheza dessa mistura entre classe trabalhadora e mercado).<sup>41</sup> Sob o ponto de vista do governo, em um momento de venda de empresas estatais, o que seria mais

conveniente do que um investidor amplamente capitalizado e sob sua influência?

O envolvimento dos fundos nos diversos eventos de privatização foi, dessa forma, inevitável. Por exemplo, no leilão das empresas de telefonia em julho de 1998, surgiram acusações de que o então ministro das Comunicações, Luiz Carlos Mendonça de Barros, havia incitado a Previ a entrar em um consórcio juntamente com a Telecom Itália e o Opportunity. Um dos veículos para promover essa associação teria sido Ricardo Sérgio de Oliveira, diretor do Banco do Brasil com influência sobre o fundo. Conversas telefônicas grampeadas indicaram que o próprio presidente Fernando Henrique também teria sido acionado para pressionar a Previ. Essas acusações levaram à queda do ministro naquele mesmo ano e criaram fortes suspeitas de irregularidade nos leilões de privatização — levando o jornalista Elio Gaspari a apelidar todo o processo de “privataria”.<sup>42</sup>

Mais de dez anos depois, após ser julgado e absolvido das acusações de favorecimento na venda das teles, Luiz Carlos afirmou, em retrospecto, que “o que chamaram de tentativa de manipulação do leilão foi justamente o esforço para elevar o valor de venda, uma obrigação nossa”.<sup>43</sup> Na mesma linha, Ricardo Sérgio de Oliveira confirmou o uso deliberado dos fundos; segundo ele, “foi assim que fizemos no leilão da Vale do Rio Doce, da Coelba e outros”. Em meio a toda essa celeuma, até mesmo o Partido dos Trabalhadores (PT), da oposição, não foi poupado: Aloizio Mercadante, amigo de longa data de Benjamin Steinbruch, admitiu ter facilitado a aproximação do empresário com a Previ. As raízes sindicalistas do PT criavam uma afinidade natural do partido com os diretores dos fundos de pensão eleitos pelos funcionários das estatais.<sup>44</sup> De toda

forma, tendo havido “privataria” ou não, o fato concreto é que os fundos de pensão foram ativamente empregados para viabilizar a venda das estatais.

Essas duas estratégias — amplo envolvimento do BNDES e fundos de pensão — foram possíveis, em grande parte, devido à forma como os leilões foram executados. Diferentemente da Inglaterra e de muitos países do leste europeu, onde as privatizações envolveram uma pulverização da participação acionária das estatais para um número grande de investidores, no Brasil optou-se pelo procedimento de venda do controle das empresas em bloco. Nesse modelo, que se consolidou com a venda da Usiminas em 1991, consórcios envolvendo múltiplos atores faziam lances pelo controle de determinada estatal. E o consórcio vencedor, suportado por um acordo de acionistas definindo os direitos e responsabilidades das partes, assumia o controle da nova empresa privatizada. Cerca de 86% do valor total das privatizações no Brasil resultaram de vendas de controle em bloco, sendo 53% dos compradores nesses eventos associados a *consórcios mistos* tipicamente compostos por grupos domésticos, empresas internacionais e atores ligados ao governo.<sup>45</sup>

Há quem diga que as vendas em bloco a grupos de investidores foi uma forma de garantir preços satisfatórios nos leilões, uma vez que o que se estava colocando à venda era o controle da empresa em vez de pequenas participações acionárias. Outra explicação plausível é que as vendas em bloco para consórcios concorrentes ajudou a viabilizar politicamente o processo, uma vez que, nos consórcios, misturaram-se atores domésticos das mais diversas naturezas (grupos econômicos e novos investidores) associados aos volumosos recursos públicos à disposição do governo via fundos de pensão e

BNDES. Como escreve Licínio Velasco Jr., então chefe do Departamento de Serviços de Privatização do BNDES:

Investidores com interesses, em princípio, divergentes terminaram por se envolver em uma inédita formatação de propriedade compartilhada (...) Uma coalizão de sustentação baseada no *mundo dos negócios* foi criada, compensando a ausência de um apoio mais amplo das classes políticas e das elites em geral.<sup>46</sup>

O que o autor chama de “mundo dos negócios” eu chamaria, na verdade, de “mundo *pequeno* dos negócios”. Não seriam os consórcios exemplos nítidos de aglomerações locais de proprietários, inseridas no mundo pequeno corporativo? Além disso, como vimos anteriormente, os atores que mais se tornaram centrais após as privatizações eram justamente aqueles que *já* eram centrais. As associações já existentes simplesmente levaram a mais associações; daí se explica a resistência do mundo pequeno corporativo brasileiro aos eventos de reestruturação observados.

A ocorrência das vendas em bloco e dos consórcios também explica a baixa centralidade das firmas estrangeiras, mesmo considerando-se o enorme influxo de capitais internacionais nas privatizações ([Figura 2.2](#)). As firmas que adquiriram o controle de suas empresas privatizadas (como o Santander e a Telefônica) ficaram restritas ao seu setor específico de atuação, logo não exibindo extensas conexões com outros atores da economia. E as firmas que participaram dos consórcios mistos tiveram que costurar acordos com os demais acionistas domésticos. Em muitos casos, como discuto em detalhes no [Capítulo 5](#), as firmas internacionais entrantes ficaram reféns de complexas estruturas de sociedade piramidais criadas por acionistas locais para preservar seu controle nas empresas. Em outras palavras, a conectividade das empresas

estrangeiras foi, na maior parte dos casos, estabelecida indiretamente, e muitas vezes de forma frágil, via sua associação com o capital local. Algumas empresas aprenderam com o processo e posteriormente renegociaram seus acordos; outras simplesmente deixaram o país.

A realidade é que o poder, muitas vezes, não está na empresa estrangeira que entra, mas na empresa local que é amplamente conectada na economia. Conforme afirmam Bruce Kogut e Gordon Walker, que estudaram fenômeno semelhante na Alemanha, a globalização é sempre um fenômeno local.<sup>47</sup> A experiência brasileira reforça essa ideia.



## **2.4. AS CONSEQUÊNCIAS: INTENSIFICA-SE O CAPITALISMO DE LAÇOS**

Quais seriam então as implicações posteriores dessa mudança (ou ausência de mudança) na economia brasileira? Ressalto a seguir três importantes consequências que, coletivamente, são consistentes com a interpretação de que o capitalismo de laços, no Brasil, reforçou-se de forma substancial.

### **2.4.1. O GOVERNO PERMANECEU MAIS INFLUENTE DO QUE SE PENSA**

A crise financeira iniciada na segunda metade de 2008, causada pela insolvência de diversos bancos internacionais em uma espiral alarmante, não somente trouxe impacto negativo para a economia mundial, como também foi a gota d'água para que vozes contrárias à globalização e às reformas liberais tomassem força como há muito não se via. Ascendia cada vez mais a ideia de que o mercado, nas mãos de capitalistas privados livres para transacionar como bem entendessem, estaria fadado ao fracasso. Segundo muitos, a mão visível do governo deveria retornar para conter os excessos do livre mercado.

O Brasil, certamente, não ficou alheio a essa onda. Passou-se a falar da necessidade de mais intervenção do governo, mais estatais, mais controles. Como frequentemente colocava a então ministra Dilma Roussef, o Estado minguou e deveria ser reforçado. O seu concorrente à disputa presidencial de 2010, José Serra, também

passou a pregar mais “ativismo estatal”.<sup>48</sup> Porém, embora o governo tenha se desfeito de diversos ativos antes alocados a setores produtivos, as análises apresentadas anteriormente estão longe de indicar que o governo havia perdido sua influência na economia. De um lado, restaram diversas outras estatais de grande porte (Petrobras, Caixa Econômica, Banco do Brasil, Correios, Furnas) cujas estratégias permaneceram sob controle do governo. De outro, os laços firmados durante as privatizações deixaram sementes para que, de alguma forma, o governo pudesse estender seus braços nas ex-estatais.

Vejam, por exemplo, o caso da privatização do setor elétrico. O jornalista Josias de Souza, em um artigo intitulado “Reestatiza-se sob Lula o que FHC fingiu privatizar”, discute eventos posteriores à privatização da Eletropaulo, vendida para um consórcio composto pela CNS, pela multinacional francesa EDF e pelas norte-americanas AES e Reliant, aglutinadas em uma empresa chamada Lightgás (configurando, mais uma vez, uma pirâmide). Para a aquisição, a Lightgás recebeu um empréstimo de 1,2 bilhão de dólares do BNDES. Porém, em 2003, após assumir o controle do negócio com a saída dos outros sócios, a AES não conseguiu honrar a dívida da Lightgás com o banco. As duas partes costuraram então um acordo de reestruturação societária, criando uma nova empresa (Brasiliiana) tendo o próprio BNDES como sócio e com um novo contrato de dívida potencialmente reconversível em ações. No final do processo, escreve Josias de Souza, “representantes do BNDES ocupam metade dos assentos do conselho da pseudoprivatizada. Comparecem às assembleias; palpitam nas transações comerciais; acompanham o

desempenho contábil da companhia”. O jornalista descreve diversos outros casos nessa mesma linha.<sup>49</sup>

No período pós-privatização, esse processo continuou firme e forte: as aglomerações tornaram-se ainda mais frequentes após 2003 (reveja a [Figura 2.5](#)), com extensas alianças entre atores públicos e privados. O caso da Hidrelétrica Belo Monte, no rio Xingu, é um exemplo marcante. Polêmico, o leilão da obra foi duramente criticado pelo fato de a hidrelétrica afetar áreas indígenas na região (até mesmo o cineasta James Cameron, do sucesso de bilheteria *Avatar*, veio ao Brasil manifestar seu protesto). Apesar disso, o leilão foi executado e vencido, em abril de 2010, por um grupo de nove sócios, incluindo a estatal Eletrobras e diversos grupos privados (como Serveng, Mendes Jr. e Bertin). Posteriormente, associaram-se ao consórcio vários outros investidores, incluindo os fundos de pensão Petros, Funcef e Previ — este último indiretamente, por meio de uma empresa chamada Bolzano, controlada pela Neenergia, na qual a Previ detinha participação. Como de praxe, parcela substancial da obra seria financiada pelo BNDES.<sup>50</sup>

Esse emaranhado de atores públicos e privados não é, de forma alguma, exclusividade do Brasil. David Stark, analisando os eventos de privatização na Hungria, verificou um subsequente complexo entrelaçamento societário entre empresários e entidades governamentais — fenômeno que denominou “propriedade recombinante”.<sup>51</sup> Similar recombinação também foi verificada em diversas outras economias onde, como no Brasil, o governo executava políticas industriais deliberadas ou, em casos mais extremos, centralizava a alocação de recursos (caso dos países pós-comunistas). A explicação é simples: trocar de mãos o controle das

empresas, ou fazer concessões para o setor privado, não retira dos gestores públicos o seu papel de definir políticas, criar regras e desenhar os meandros burocráticos para cumpri-las. Assim, de um lado, os empresários podem enxergar nos laços com o governo uma forma de se capitalizar e se proteger de mudanças imprevistas; da mesma forma, o governo pode visualizar laços com o empresariado como uma forma de direcionar a atividade econômica. É simplesmente ingênuo esperar que eventos de privatização possam, por si sós, romper conexões de interesse mútuo; as redes de relacionamento são mais duradouras do que normalmente se imagina.<sup>52</sup>

## **2.4.2. FUNDOS DE PENSÃO TORNAM-SE ATORES PIVÔS**

A influência do governo também se observa, indiretamente, pela ascendente centralidade dos fundos de pensão de estatais. A diretoria desses fundos é, em geral, composta por representantes eleitos dos funcionários (contribuintes) e executivos indicados pelas empresas patrocinadoras (estatais). Como o alto escalão das estatais normalmente envolve “pessoas de confiança” (leia-se: integrantes da coalizão política reinante), o canal de influência do governo sobre os fundos é facilmente estabelecido. Esse entrelaçamento é ainda maior quando a coalizão política do governo tem penetração junto a sindicatos e associações de trabalhadores, como foi o caso do governo Lula. Por exemplo, Sérgio Rosa, ex-presidente da Confederação Nacional dos Bancários e diretor eleito da Previ, foi indicado por figuras proeminentes do PT (como Luiz Gushiken e Ricardo Berzoini) para assumir a equipe de transição do governo

Lula e, posteriormente, a presidência do fundo. Ao final, o contato do governo com os fundos tornou-se quase direto.<sup>53</sup> É só lembrar o caso da Vale, discutido no capítulo anterior, quando um membro do executivo afirmou que “o principal acionista da Vale é o governo”, devido à presença de fundos de pensão e do BNDES no quadro societário da empresa.

Mas a relação governo-fundos não é unidirecional; os próprios fundos, após as privatizações, passaram a ter uma postura mais ativa junto às empresas nas quais têm participações societárias, muitas vezes até mobilizando o próprio governo para resolver pendengas ou para influenciar determinadas políticas. Em grande parte, esse movimento resultou de conflitos societários que os fundos enfrentaram em alguns consórcios após os leilões de privatização. Um caso emblemático foi o conflito da Previ com Daniel Dantas, dono do banco Opportunity. Em 1998, Dantas liderou o consórcio comprador da Tele Centro Sul, que, posteriormente, se chamaria Brasil Telecom (BrT). O consórcio envolvia a Telecom Itália e fundos que tinham o Citibank e fundos de pensão de estatais como acionistas. Entretanto, em uma etapa posterior, a Previ sentiu-se prejudicada por não participar efetivamente do bloco de controle da empresa, levantando suspeitas de mau uso de recursos. Como explica Sérgio Rosa, presidente da Previ, em entrevista concedida em 2005:

Na BrT, o grande problema que sempre tivemos foi a estrutura societária montada pelo Opportunity. Ela nos coloca em posições sem nenhuma liquidez. A Previ não tem ações diretas da BrT, a não ser aquelas que comprou no mercado. Temos, na verdade, cotas de um fundo de investimento *private equity*, que, por sua vez, é acionista de uma empresa *holding* chamada Opportunity Zain (hoje, Zain Participações), que está no topo de uma cadeia societária que tem mais cinco empresas *holdings* antes de chegar na Brasil Telecom.<sup>54</sup>

Ficava claro o desejo da Previ de proteger seus investimentos por meio de uma participação mais efetiva no controle final dessa complexa pirâmide. Não estando formalmente no bloco de controle, nada garantiria que, em caso de venda subsequente da BrT, a Previ receberia preço por ação próximo ao negociado por outros acionistas do bloco — procedimento que, na legislação corporativa, é chamado de *tag along*. Afirma Rosa na mesma entrevista:

Em associação com outros sócios, posso fazer acordos de acionistas e, assim, integrar o grupo de controle. Dentro de uma estratégia clássica de investimentos, fazer acordos de acionistas que protejam nossos interesses, que assegurem o *tag along*, o direito a veto, é importante. Por que abriríamos mão disso?

De fato, não haveria motivo para abrir mão dessa estratégia. Em vários países do mundo, inclusive aqueles com mercado de capitais mais desenvolvidos, os fundos de pensão influenciam ativamente as empresas nas quais detêm participações acionárias. Os benefícios estratégicos desse “ativismo” se tornam ainda mais relevantes em países com fraca proteção legal a acionistas minoritários, como é o caso do Brasil. A resposta dos investidores nesses países é normalmente concentrar a propriedade das firmas em blocos que garantam participação majoritária nas decisões. Muitas vezes, como os casos da Vale e da BrT demonstram, esses blocos se constroem por meio de pirâmides complexas que acabam centralizando ainda mais o poder em certos donos últimos. Quem não estiver bem posicionado nessa cadeia de comando pode ficar sujeito a deliberações que favoreçam o bloco controlador em detrimento de outros acionistas.<sup>55</sup>

Assim, em 2004, o fundo entrou com um pedido na justiça para retirar o Opportunity da gestão da BrT e ativamente procurou o

Citibank para engrossar o grupo dos desafetos de Daniel Dantas e garantir mais voz nas decisões da empresa. Embora Dantas tenha, supostamente, tentado articular seus contatos no governo para atenuar o conflito com os fundos, o Opportunity terminou sendo destituído da gestão do fundo controlador da BrT em 2005.<sup>56</sup> (No [Capítulo 5](#), apresento outro conflito envolvendo Dantas, fundos de pensão e uma empresa canadense chamada TIW.)

Mas a ação dos fundos acabou indo além do simples desejo de proteger seus investimentos. Os principais fundos passaram a se envolver em nova onda: iniciativas de fusão e aquisição de empresas. Em uma movimentação apoiada pelo governo, a Brasil Telecom foi adquirida, em 2008, pela Oi (antiga Telemar), controlada pelos empresários Carlos Jereissati e Sergio Andrade (da Andrade Gutierrez) e com participação societária do BNDES. Para concretizar o acordo, foi até mesmo alterada a legislação vigente, impedindo a junção societária de empresas de telefonia atuando em regiões distintas do país. Ao final, diversos fundos de pensão (Previ, Petros e Funcef) e o BNDES ficaram com quase a metade das ações da chamada “supertele”. Mais tarde, em 2009, Sadia e Perdigão se juntaram em uma nova empresa, a Brasil Foods, com participação ativa da Previ, que já era acionista das duas empresas. Em parte, essa junção foi motivada pelas dificuldades enfrentadas pela Sadia em 2008 devido ao uso impróprio de certos instrumentos financeiros (derivativos). No mesmo ano, surgiram rumores de um novo movimento de fusão, estimulado pelo governo, dessa vez no setor elétrico. A Previ, com posições acionárias em duas empresas do setor (CPFL e Neenergia), novamente apareceu envolvida nas conversações.<sup>57</sup>

Esse movimento explica por que houve maior *inclinação* no crescimento da centralidade de fundos (e, também, do BNDES) no período pós-2003 (Figura 2.6). Se esses atores já eram centrais, tornaram-se ainda mais centrais com os diversos eventos de reestruturação ocorridos no governo Lula. É comum alegar que toda essa tendência foi uma resposta à crise financeira do segundo semestre de 2008, exigindo maior necessidade de capitalização das empresas em meio à crescente escassez de crédito no mercado. Entretanto, alguns acordos, como o da Oi-Brasil Telecom, foram engendrados antes da crise. Atores direta ou indiretamente controlados pelo governo já se envolviam em múltiplas intervenções setoriais.

A realidade é que, estando disseminados em diversas empresas e, ao mesmo tempo, ativos nas estruturas do controle, os fundos tornaram-se *pivôs* nas mais diversas aglomerações locais corporativas. Associando-se aos fundos em determinado contexto societário, tornou-se possível confrontar outros acionistas, cooptar aliados ou aumentar a voz nas decisões da empresa. Mesmo não sendo acionistas majoritários em cada empresa individual, a centralidade dos fundos simplesmente criou oportunidades múltiplas de coalizão e negociação entre sócios das várias empresas onde estavam presentes. Adicione-se a isso o fato de os fundos atuarem em uníssono (seus analistas e gestores comunicam-se com frequência) e, como ressaltado anteriormente, representarem um importante canal de comunicação com o governo.

Fernando Henrique Cardoso, em um artigo publicado em *O Estado de S. Paulo* em novembro de 2009, registrou sua percepção pessoal de todo esse processo:



Estes [os fundos de pensão] são “estrelas novas”. Surgiram no firmamento, mudaram de trajetória e nossos vorazes mas ingênuos capitalistas recebem deles o abraço da morte. Com uma ajudinha do BNDES, então, tudo fica perfeito: temos a aliança entre o Estado, os sindicatos, os fundos de pensão e os felizardos de grandes empresas que a eles se associam.<sup>58</sup>

Só esqueceu de mencionar que essa “aliança” se reforçou no seu próprio governo e que, essencialmente, é puro reflexo do íntimo e histórico entrelaçamento entre Estado e capital privado no Brasil (o qual ele próprio antecipara nas suas discussões teóricas sobre “desenvolvimento dependente”). Os fundos de pensão das estatais foram e provavelmente continuarão sendo instrumentos políticos do governo — *qualquer* governo.

### 2.4.3. ALGUNS GRUPOS DOMÉSTICOS SE SOBRESSAEM MAIS QUE OUTROS

Embora atores privados domésticos tenham, em geral, centralidade em torno da média, há muita heterogeneidade entre eles. O [Quadro 2.1](#) apresenta um exame microscópico da [Figura 2.6](#), indicando os donos últimos que tiveram ganhos mais expressivos de centralidade entre 1996 e 2009.

**Quadro 2.1.** Os donos últimos que exibiram maiores ganhos de centralidade entre 1996 e 2009

	<b>Proprietário</b>
1	Previ (fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil)
2	União Federal (inclui BNDES)
3	Petros (fundo de pensão dos funcionários da Petrobras)

	<b>Proprietário</b>
4	Funcef (fundo de pensão dos funcionários na Caixa Econômica)
5	Participações Morro Vermelho (grupo Camargo Corrêa)
6	Banco opportunity (banco nacional)
7	Família Moreira salles (grupo Unibanco)
8	JP Morgan Chase (banco internacional)
9	Família Villela/setubal (grupo itaú)
10	Família Ermírio de Moraes (grupo Votorantim)

No topo da lista, como já era de esperar, vemos os principais proprietários com ligação pública: o governo (especialmente via BNDES) e os maiores fundos de pensão de estatais (Previ, Petros e Funcef). A novidade é que agora aparecem donos atrelados a diversos grupos domésticos familiares: Camargo Corrêa, Unibanco, Itaú e Votorantim. São grupos que participaram ativamente dos eventos de reestruturação da década de 1990 em diante, adquirindo participações nas estatais à venda, criando consórcios, comprando firmas e entrelaçando-se por meio de posições acionárias cruzadas. Além disso, são grupos que frequentemente apareceram em teias societárias com atores públicos altamente centrais com o BNDES e fundos de pensão. (A estratégia dos grupos brasileiros é examinada com mais profundidade no [Capítulo 4](#).) O Opportunity, embora não seja um “grupo” na acepção da palavra (é mais uma empresa de investimentos), também foi um ávido participante dos leilões de privatização (especialmente no setor de telefonia) e, como vimos neste capítulo, apareceu em interações com fundos de pensão de estatais.

Um aspecto interessante é que muitos desses grupos, em 1996, já eram bem conectados. Houve, assim, um processo de autorreforço: centralidade gerou mais centralidade. Estando extensivamente interligados na economia, esses donos tiveram, no começo do período, posição privilegiada para adquirir mais participações e crescer. Análises estatísticas indicam que o indicador de centralidade de um dono em 1996 explica, sozinho, cerca de 35% do seu ganho de centralidade até 2009.<sup>59</sup> Desigualdades de influência aumentaram e se perpetuaram: quem já era central tornou-se ainda *mais* central.

Note, também, que o único grupo internacional que aparece no [Quadro 2.1](#) é o banco norte-americano JP Morgan Chase. Por intermédio de um fundo de *private equity*, o JP Morgan Partners, o banco acabou capitalizando diversas firmas no Brasil. Além disso, o JP Morgan tinha uma participação minoritária na estatal Eletrobras e auxiliou a empresa na sua iniciativa de listar ações na Bolsa de Nova York (por meio dos chamados ADRs — *American Depositary Receipts*). Como declarou um executivo do banco em 2008: “Nós temos tido um relacionamento de longo prazo com a Eletrobras e estamos satisfeitos em poder continuar nosso relacionamento com eles”.<sup>60</sup> Participando da Eletrobras, o JP Morgan conectava-se, indiretamente, a vários outros donos atrelados à pirâmide societária da estatal. É, na verdade, a exceção que prova a regra: grupos estrangeiros que mais se alavancaram no país adotaram, em geral, estratégias associativas (tema a ser aprofundado no [Capítulo 5](#)).

## 2.5. É ASSIM PORQUE SEMPRE FOI

É notória, entre historiadores econômicos, a tendência centralizadora do governo brasileiro. Para alguns, resquícios da colonização portuguesa; para outros, simplesmente uma expressão de um jogo racional de interesses que se estabelece entre o capital privado e o público. Raymundo Faoro, em seu *Os donos do poder*, enxerga o governo (e seu sistema político associado) como um nó central nas redes de trocas e favores econômicos. E conclui: “É assim porque sempre foi.”<sup>61</sup>

Os eventos de reestruturação da década de 1990 colocaram à prova, e suportaram, a hipótese de Raymundo Faoro sobre a persistente centralidade do governo brasileiro. Mais ainda, é notável que esse processo tenha ocorrido sob dois governos — FHC e Lula — que, a princípio, se sustentavam em bases políticas e ideológicas distintas. Mesmo na iminência de mudança, o Estado encontrou meios de se preservar. No governo FHC, as privatizações só conseguiram ser viabilizadas com uma forte presença de entidades ligadas direta ou indiretamente ao Estado. No governo Lula, as estruturas estabelecidas no período anterior serviram de canais de influência no mundo corporativo e se multiplicaram devido à ação mais intensa de entidades públicas como o BNDES. Alguns grupos privados nacionais que entenderam essa dinâmica e se engajaram em extensas alianças com o capital público acabaram, a reboque, preservando ou até mesmo aumentando sua centralidade na economia.

Resta agora entender como se dá, mais precisamente, a interface entre o capital público e o privado. Quais são as estratégias de apoio que as empresas realizam nas suas interações com o governo e o sistema político associado? O que elas recebem em troca? Como se estabelecem essas relações e quais as implicações para a economia local? Estas são algumas das questões tratadas no próximo capítulo.

## CAPÍTULO 3

# LIGAÇÕES PERIGOSAS? O ENTRELAÇAMENTO ENTRE CAPITAL PÚBLICO E CAPITAL PRIVADO NO BRASIL

Quando se fala em relações empresa–governo, o senso comum descreve grupos de pressão de empresários, estabelecidos em associações ou entidades patronais, que se articulam com políticos e governantes na busca de menos impostos, relações trabalhistas menos rígidas, apoio a determinada indústria, redução de custos burocráticos, e assim por diante. Essa visão se sustenta em categorias sociais mais ou menos homogêneas: a “classe empresarial” em oposição à “classe trabalhadora” ou ao “capital estrangeiro” em interações mediadas pelo “governo”. Por certo, podem surgir inúmeros subgrupos e múltiplos pontos de interação. Assim, o sindicato das empresas de determinado setor pode negociar alterações salariais com o sindicato dos funcionários desse mesmo setor e travar contato com o ministério governamental correspondente para solicitar algum tipo de proteção ou mudança regulatória. Ainda que sejam específicas a determinados setores ou subgrupos, essas estratégias exibem uma lógica *coletiva*: as empresas, em sua associação, buscam iniciativas que devem favorecer o seu grupo como um todo. É o que se chama de *lobby* organizado.

Mas os empresários podem estabelecer seus próprios canais. De forma paralela às ações executadas por sua associação setorial ou sindicato de classe, determinada empresa pode contatar um político para defender seu interesse *específico*: mais investimentos públicos em uma região onde se localizam suas plantas industriais, crédito facilitado, apoio diplomático à abertura de mercados internacionais de interesse. O político poderá então atender ao pedido da empresa de várias formas: se for um deputado, via projetos de lei ou propostas de emenda no orçamento da nação; se for um membro do executivo, por meio de articulações feitas por colegas da burocracia estatal; se for do partido do governo, com o uso de contatos internos para acessar alguém influente no executivo. É como se fosse um serviço prestado: a empresa dará algum tipo de apoio ao político, que então atuará em prol do seu “cliente”. Justamente por isso, cientistas sociais denominam *clientelismo* a essas relações recíprocas que se criam entre políticos, governo e empresários.

Qual desses modelos — grupos de pressão coletiva ou laços particulares (clientelistas) — melhor descreve as relações público-privadas no Brasil? Não há dúvida de que grupos de pressão organizados tiveram e continuam tendo algum grau de influência em certas políticas governamentais. Associações corporativas, que já eram ativas no início do século XX, se fortaleceram com a estratégia industrial de Getulio Vargas calcada em proteção tarifária a determinados setores organizados e mecanismos de negociação coletiva envolvendo, de um lado, sindicatos de trabalhadores e, de outro, agremiações empresariais diversas. Essas estruturas se perpetuaram ao longo das décadas e persistem até hoje (Fiesp, Ciesp, Febraban, dentre outras). Porém, a base coletiva dessas

entidades cria um paradoxo: se é possível acessar o sistema político para obter benefícios gerais (para o setor ou classe industrial), por que não fazê-lo para obter benefícios *particulares*?

Imagine, por exemplo, uma empresa que considere excessiva a carga tributária incidente no seu setor. Essa empresa pode articular esforços via a sua associação ou sindicato setorial para obter redução de impostos. Alternativamente, pode travar contatos políticos para obter incentivos tributários regionais ou linhas de crédito subsidiadas que compensem os maiores impostos. Façamos então uma rápida análise da atratividade de cada alternativa. Negociações tributárias gerais são complexas e necessitam acomodar uma miríade de interesses diversos. Muitas vezes, esbarram em restrições orçamentárias do Estado e até mesmo impedimentos constitucionais. Além disso, uma redução generalizada de impostos beneficiará não somente determinada empresa, mas também os seus competidores. A estratégia de articulação clientelista, por outro lado, possibilitará ganhos estritamente privados e, questões éticas à parte, exigirá apenas um toma lá, dá cá localizado (algum tipo de apoio ao político em troca do favor obtido). Na realidade, é provável que a empresa se valha dos dois canais: a pressão em grupo e a via clientelista. Mas, sob um cálculo estritamente privado, as vantagens deste último canal tornam-se evidentes. Por esse motivo, alguns estudiosos das relações empresa-governo no Brasil afirmam que a lógica clientelista muitas vezes se sobrepõe às iniciativas coletivas engendradas por associações e sindicatos patronais.<sup>62</sup>

O leitor que relembra a discussão presente nos capítulos anteriores notará que o clientelismo é plenamente consistente com a



base relacional do capitalismo de laços: contatos recíprocos que permitem aos atores obter desigualdade de influência. Se o ponto de contato é o Estado, é fácil perceber que um ator privado se tornará mais influente que outro a partir das suas relações particulares. Ainda que determinado setor tenha uma associação relativamente forte, com grande poder de influência no governo, os benefícios gerados por essa iniciativa recairão para todas as empresas do setor. Utilizando o jargão de estratégia empresarial, são os laços específicos, e não os coletivos, que permitem obter vantagens competitivas *privadas*. Vamos então entender, em detalhes, como esse processo ocorre e quais são as suas implicações para a sociedade.

### **3.1. AS EMPRESAS E SUAS CONEXÕES POLÍTICAS**

São inúmeras as formas pelas quais as empresas podem estabelecer pontos de contato com o governo e o sistema político de forma ampla. No capítulo anterior, revelaram-se conexões entre atores públicos e privados por meio da sua participação conjunta no capital de uma ou mais empresas — a sua posição no mundo pequeno corporativo. Mas existem mecanismos de contato que vão além das redes de propriedade. Por exemplo, é possível que determinado empresário seja apontado temporariamente como membro do governo e que, no seu regresso ao mundo privado, utilize seus contatos e conhecimentos prévios do setor público. O mesmo pode ocorrer quando um político decide migrar para a iniciativa privada, tornando-se alto executivo ou membro de conselhos de administração. Em diversos casos, egressos da burocracia pública prestam serviços de consultoria cuja finalidade é única e exclusivamente “abrir portas” com o uso dos seus antigos colegas de trabalho. Quando se trata de conexões público-privadas, não existem limites à imaginação.<sup>63</sup>

Em um contexto clientelista, entretanto, canais de influência podem ser criados de forma mais simples e direta: apoio a algum político em troca de favores do setor público. É verdade que nem todo político se submeterá a esse tipo de influência e nem toda firma colocará foco em estratégias de interface com o Estado. Além disso, mesmo que empresa e político estabeleçam um contato, isso não implica que haverá favorecimento ou algum tipo de ação ilícita. Em vários países, empresários e políticos interagem rotineiramente

e, em vários casos, não há motivo escuso guiando tais interações. Porém, certas particularidades do sistema político brasileiro indicam que canais clientelistas têm papel relevante no capitalismo de laços.

Como é sabido, no Brasil candidatos concorrem por vagas predefinidas e recebem votos diretos da população. No caso de presidente, governadores e senadores, o mecanismo de escolha é majoritário: quem recebe mais votos, vence. Para deputados e vereadores, utiliza-se o chamado sistema proporcional de lista aberta: são definidas vagas nas câmaras proporcionais ao número de votos totais recebidos pelos partidos e, em seguida, é feito um ordenamento interno de tal forma que os candidatos mais votados em cada partido são eleitos. Nos dois casos, a competição é brutal: é preciso não apenas ganhar muitos votos, mas ganhar muito mais votos que os candidatos concorrentes. Além disso, um deputado extremamente popular pode angariar uma quantidade enorme de votos para o partido e, com isso, ajudar a eleger diversos outros candidatos mais obscuros da mesma legenda. A conquista de uma base ampla de eleitores beneficia o partido, não apenas os candidatos individualmente.

Para obter votos, candidatos que já são ativos no meio político têm canais estabelecidos para pressionar o governo pela aprovação de medidas que beneficiem os seus eleitores. Deputados, por exemplo, podem propor projetos de lei que favoreçam a atividade econômica de alguma localidade ou que atendam aos apelos de certos grupos. Podem, também, participar ativamente do processo orçamentário que o poder executivo encaminha anualmente à apreciação do Congresso. Uma vez submetido o orçamento prévio, os deputados normalmente propõem emendas parlamentares

clamando por mais gastos em determinado setor, atividade ou região. Abre-se a temporada de caça por aprovações que favoreçam um grupo A em detrimento de um grupo B. Assim, o deputado que conseguir mais aprovações para a sua base eleitoral ou para outros grupos populosos aumentará o seu volume de votos e as suas chances de eleição. A princípio, parece um mecanismo justo: em um regime democrático, ganhará o candidato que mais beneficiar grupos distintos de eleitores.

Um exame mais minucioso da dinâmica política no contexto brasileiro mostra que, infelizmente, não é bem assim. O cientista político David Samuels defende a tese de que a popularidade dos candidatos não é definida, diretamente, pelos benefícios trazidos pelas emendas e projetos aprovados. Imagine, por exemplo, que um deputado consiga recursos federais para investimento em uma estrada que irá favorecer determinado estado ou município. O projeto, quando executado, afetará positivamente a reputação do governador ou prefeito local; é pouco provável que o deputado consiga mais exposição do que os próprios governantes das regiões atendidas. Samuels sugere que a aprovação de projetos de lei ou emendas parlamentares possibilitará, na verdade, ganhos indiretos: o político tentará avidamente aprovar projetos visando favorecer grupos *privados* em vez de, necessariamente, a sua base eleitoral. Escreve o autor:

(...) construir uma estrada beneficia todos que poderão usá-la no longo prazo, mas irá beneficiar mais a firma que irá executar a obra, as empresas de transporte que irão se beneficiar de menores custos de deslocamento, os estabelecimentos de agronegócio que irão se beneficiar por ter seus produtos chegando aos centros de mercado mais rapidamente e a menor custo e proprietários locais de terras que irão se beneficiar de um maior valor das suas propriedades.<sup>64</sup>

Em troca, de forma explícita ou velada, o político pode pedir recursos financeiros diretos: *doações de campanha* advindas dos diversos estabelecimentos privados favorecidos pelos projetos aprovados ou a serem encaminhados. É com dinheiro eleitoral que é possível organizar mais comícios, contratar cabos eleitorais, distribuir brindes diversos, confeccionar atrativos programas eleitorais na TV e encomendar pesquisas. Samuels mostra estatisticamente que as chances de eleição de um candidato no Brasil são maiores quanto maior for o seu montante financeiro arrecadado. Embora não garanta o resultado de uma eleição, dinheiro ajuda a trazer mais votos, especialmente no contexto brasileiro envolvendo extensas bases territoriais. A relação clientelista é evidente: doações de campanha em troca de benefícios diretos ou indiretos a empresas privadas. Pouco importará se o projeto proposto for efetivamente executado ou não, ou se for executado com a lisura necessária. Pelo contrário: quanto maior o superfaturamento do investimento público, maiores as chances de o político conseguir desviar recursos — o montante que exceder o custo real do projeto — para financiar sua campanha eleitoral. Em vez de receber 100, a empresa ganha 150 com um projeto superfaturado e repassa parte desse diferencial (50) para o candidato. É o popular “caixa dois”.

Não é por caso que, frequentemente, surgem no Brasil denúncias relacionadas a financiamentos ilegais de campanha. Em 1992, as movimentações ilegais coordenadas por Paulo César Farias, tesoureiro da campanha de Fernando Collor de Melo, levaram à deposição do então presidente. Na reeleição de FHC em 1998, doações de campanha não declaradas também repercutiram na

mídia. E, no primeiro mandato de Lula, o chamado “escândalo do mensalão” revelou uma teia impressionante de interesses envolvendo coordenadores de campanha, agências de propaganda, fundos de pensão, estatais e não estatais viabilizando recursos financeiros a partidos.<sup>65</sup> Doações têm papel destacado no cenário político brasileiro.

## 3.2. VALOR DAS CONEXÕES POLÍTICAS

Os mais céticos podem minimizar essa discussão dizendo que as doações de campanha (e seus escândalos associados) são apenas uma manifestação pitoresca da democracia brasileira. Nada mais que um efeito secundário curioso, mas de pouca relevância econômica. Infelizmente, até pela natureza obscura do assunto, poucos analistas se dedicaram a estudar de forma mais aprofundada a natureza e os impactos das doações de campanha sobre o mundo corporativo.

Uma notável exceção é o detalhado estudo dos pesquisadores Stijn Claessens, Erik Feijen e Luc Laeven utilizando informações das campanhas de 1998 e 2002 no Brasil.<sup>66</sup> Os autores obtiveram dados de doações formalmente declaradas ao Tribunal Superior Eleitoral como uma forma de medir a conexão política das empresas. O leitor poderá corretamente lembrar que um volume muito maior de recursos é canalizado aos partidos via esquemas de “caixa dois”, que não são oficialmente contabilizados. Segundo estimativas, as doações reais no Brasil são duas a 10 vezes superiores aos valores oficialmente declarados.<sup>67</sup> Nesse caso, infelizmente não há o que fazer; a saída é considerar os dados oficiais de doação como um sinal de atividade política, a “ponta do *iceberg*” que indica a propensão da empresa de apoiar um ou outro candidato. Mesmo com essa limitação nos dados, os autores encontraram alguns resultados significativos e que permitem uma compreensão mais profunda das relações público-privadas no Brasil.

Os autores começaram analisando como o mercado acionário reagiu ao anúncio dos candidatos vitoriosos nas eleições: Fernando Henrique Cardoso em 1998, Lula em 2002 e demais políticos concorrendo a outros cargos (deputados e senadores). Especificamente, os autores obtiveram dados dos preços das ações de uma amostra de empresas negociadas em bolsa 20 dias antes e depois do anúncio da vitória de cada candidato. Em seguida, calcularam o chamado *retorno anormal* da empresa: o grau em que, a partir daquela data, as suas ações se valorizaram acima ou abaixo do que seria normalmente esperado em função da movimentação do mercado como um todo. Se o retorno se mostrar significativamente acima do esperado, muito provavelmente os investidores consideraram a vitória do candidato como uma boa notícia para os negócios da empresa. É possível, assim, verificar quais fatores explicam um maior ou menor retorno anormal das ações da empresa — incluindo a sua atividade política medida por doações de campanha.

O resultado foi surpreendente: na média das duas eleições, para cada 100 mil reais de contribuição oficialmente declarada a políticos vencedores, o retorno anormal das ações da empresa aumentou em 2,8 pontos percentuais. Por exemplo, suponha que no período analisado a valorização esperada das ações de uma dada empresa — em função da movimentação geral do mercado — seja 1%; então, 100 mil reais de doações aumentariam o retorno para 3,8%. Mais ainda, o efeito foi maior no caso de políticos afiliados ao presidente vencedor (isto é, pertencentes à coligação partidária do novo governo), comparativamente a outros políticos da oposição. Obviamente, políticos da coalizão vencedora terão mais poder de



influência no orçamento público e nas decisões governamentais. Como já disse um deputado do partido Democratas (antigo PFL): “Os partidos que apoiam o governo, eles deveriam ter mais facilidade em resolver as coisas.”<sup>68</sup>

Além disso, a atividade política das firmas mostrou-se bastante disseminada: cerca de um quarto das empresas na amostra fez algum tipo de doação oficialmente declarada e as contribuições foram verificadas em indústrias ou setores diversos. Embora as contribuições tenham se concentrado nos segmentos industrial e financeiro, os doadores não foram apenas empresas exibindo interface direta com projetos públicos (por exemplo, construtoras que participam ativamente de licitações). Na verdade, as doações parecem fazer parte da estratégia de vários segmentos da atividade empresarial.<sup>69</sup>

Claessens e seus coautores seguem então examinando que benefícios gerais as empresas poderiam obter com suas doações. De forma alinhada à noção clientelista, postulam que as empresas se conectam politicamente para obter *recursos* valiosos e escassos, recursos que podem ser mais facilmente obtidos se a empresa tiver os “contatos certos”. Em particular, os autores verificaram que as empresas que mais doaram a candidatos vencedores conseguiram acesso preferencial a um recurso relativamente escasso no Brasil: capital financeiro. Testes estatísticos indicaram que, nos quatro anos que se seguiram às eleições, essas firmas doadoras obtiveram mais empréstimos que outras firmas da base.

Por certo, determinadas empresas podem conseguir mais financiamento simplesmente porque são maiores e mais

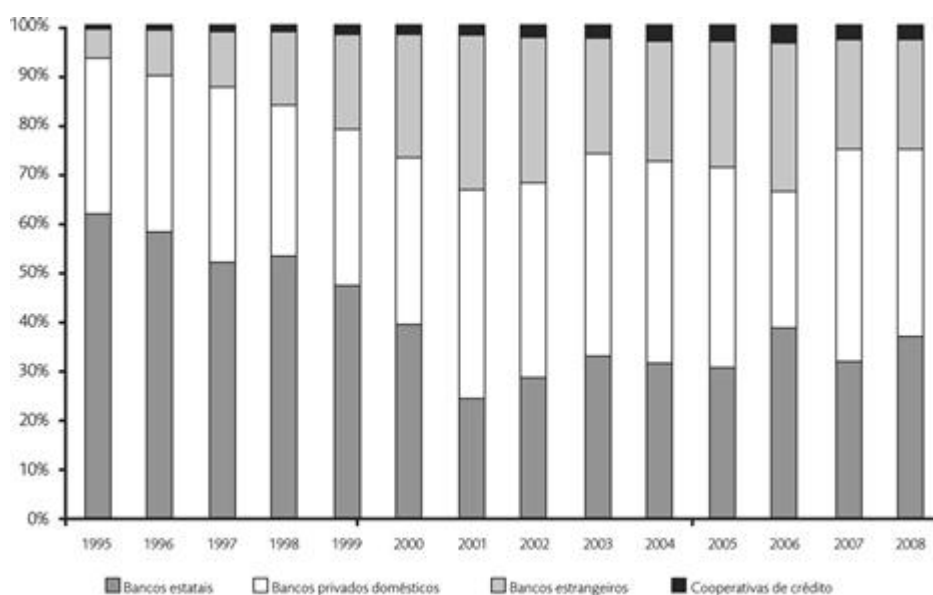
competentes ou porque, em determinado ano, as condições econômicas se mostraram mais favoráveis. Porém, os autores adotaram técnicas estatísticas para controlar esses efeitos alternativos. O que eles fizeram, essencialmente, foi analisar como *variou* a capacidade da empresa de contrair empréstimos controlando características particulares das firmas e do ano específico de observação. Mesmo após esses controles, a atividade política da empresa, medida por suas doações de campanha, permaneceu importante para explicar diferenças de financiamento entre as empresas da amostra. Quem mais doou para a campanha de políticos vencedores conseguiu obter mais recursos financeiros em um período subsequente.<sup>70</sup>

Há várias explicações alternativas para esse resultado. É possível que, com as suas doações, as empresas consigam mais oportunidades de investimento em atividades reguladas direta ou indiretamente pelo setor público (nos seus vários níveis: federal, estadual e municipal). Uma empresa pode, por exemplo, participar de iniciativas de expansão industrial promovidas pelo governo ou, de forma mais ilícita, ser favorecida em licitações públicas. Essas novas oportunidades de investimento podem, então, gerar mais oportunidades de empréstimo. Alternativamente, certas firmas podem usar conexões políticas como um mecanismo indireto de capitalização. Os autores encontram que as firmas que mais doam são aquelas com menor desempenho econômico (menor lucro sobre ativos, por exemplo). Ou seja: as doações podem ser uma forma de a empresa garantir a sua “sobrevivência” no novo governo por meio de novos financiamentos ou compensar o seu menor desempenho com o apoio de crédito diferenciado.

Trata-se, é claro, de um efeito avaliado *na média*: não implica que só as piores empresas contribuam para campanhas eleitorais ou que as doações só sirvam para garantir capital privilegiado. Porém, um mergulho no ambiente de financiamento empresarial no Brasil mostra que, de fato, a garantia de empréstimos futuros é algo potencialmente valioso. Uma forma de se avaliar o desenvolvimento do sistema financeiro de um país é medir o volume de crédito para o setor privado. A vantagem desse indicador é que exclui dívidas do governo e, portanto, indica o grau em que a iniciativa privada é mais ou menos restrita na sua busca por empréstimos. Para permitir uma comparação entre os países, normalmente se divide esse valor pelo produto interno bruto (PIB) de cada país em cada ano. Embora tenha havido certa evolução a partir de 2005, o volume de crédito no Brasil permanece em nível inferior ao de outras nações. Por exemplo, enquanto o volume de crédito ao setor privado no Brasil atingiu 56% do PIB em 2008, esse mesmo indicador foi da ordem de 190% nos Estados Unidos, 109% na Coreia do Sul, 108% na China e 85% no Chile.<sup>71</sup> O volume de crédito, considerando-se o tamanho da economia brasileira, ainda é muito baixo.

A origem dos empréstimos também apresenta certas peculiaridades. Embora a participação de bancos privados tenha aumentado, especialmente após as privatizações da década de 1990, o percentual dos empréstimos oriundos de bancos estatais permanece expressivo ([Figura 3.1](#)). Mais ainda, parte relevante do crédito é *direcionado*, isto é, é determinado compulsoriamente para usos específicos. Um exemplo é o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço), descontado da folha de pagamentos das empresas e canalizado para a Caixa Econômica Federal. Outro

exemplo é o FAT (Fundo de Amparo do Trabalhador), parcialmente alocado para suportar as operações de crédito do BNDES e oriundo dos recursos do PIS/Pasep (contribuição social recolhida pelas empresas). Essas transferências carregam subsídios: as taxas cobradas pelo BNDES normalmente se atrelam à chamada taxa de juros de longo prazo (TJLP), que é inferior às taxas normais de mercado.



**Figura 3.1** Operações de crédito no Brasil: origem dos recursos (percentual dos empréstimos totais) de acordo com tipo de instituição financeira.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Essa combinação de crédito relativamente escasso, concentrado em bancos públicos e “carimbado” para usos preestabelecidos, traz implicações importantes para a nossa discussão. Havendo restrição de financiamento e melhores condições de empréstimo em segmentos escolhidos, apenas uma fração dos empreendimentos

privados verá a luz do dia. Isso afetará principalmente empresas de menor porte e sem acesso aos recursos direcionados. Mais ainda, como boa parte dos financiamentos advém de bancos públicos, torna-se obviamente vantajoso influenciar, de alguma forma, o destino dos empréstimos e alocações governamentais. Daí se explica a relação, discutida anteriormente, entre doações a políticos e acesso a crédito. Mesmo as firmas de maior porte e já estabelecidas, que teriam acesso a fontes alternativas de financiamento, acabam sendo atraídas pelos subsídios embutidos em canais públicos. O capital financeiro, que em outros países é apenas um aspecto operacional na atividade empreendedora, se tornará recurso estratégico e fonte de vantagem competitiva, da mesma forma que os meios particulares para consegui-lo.<sup>72</sup>

### 3.3. O BNDES

Um dos atores centrais no mecanismo de crédito direcionado no Brasil e nas estratégias de financiamento das empresas é o BNDES. Criado em 1952, como forma de canalizar recursos públicos para investimentos privados e obras de infraestrutura, o BNDES tornou-se fonte importante de empréstimos de longo prazo e, com vimos no capítulo anterior, participante ativo do capital societário de diversas firmas. As dimensões do banco são impressionantes até mesmo sob uma perspectiva internacional. Em 2009, os desembolsos do BNDES atingiram R\$ 137 bilhões — um valor cerca de 30% superior ao total financiado pelo Banco Mundial, em mais de 100 países, naquele mesmo ano (US\$ 59 bilhões). A carteira de investimentos em empresas do BNDESPAR — o braço de participações acionárias do banco — atingiu, no mesmo período, o valor de 92,8 bilhões de reais, correspondente a 4% da capitalização total do mercado acionário brasileiro (isto é, a soma do valor de todas as firmas negociadas em bolsa).<sup>73</sup>

Muitos corretamente ressaltam que o banco tem um papel importante no financiamento de investimentos produtivos e de longa maturação no Brasil. Luciano Coutinho (então presidente do BNDES) e Bráulio Lima Borges explicam a origem e a racionalidade dos mecanismos de direcionamento de crédito no Brasil e o papel do banco nesse contexto:

(...) esses mecanismos operavam de modo a transferir compulsoriamente recursos (que de outra forma seriam destinados a financiar uma parcela do consumo das famílias) para apoiar investimentos (empresariais e residenciais). Ou seja: tratava-se de uma intervenção compulsória para financiar gastos

públicos (FGTS) e para oferecer crédito ao setor privado (FAT, via BNDES) e, na medida em que essa intervenção viabilizava investimentos, permitia trocar um pouco de crescimento do PIB corrente por mais PIB potencial.<sup>74</sup>

Em outras palavras, os trabalhadores e suas famílias poupam compulsoriamente — consomem menos agora — para financiar projetos aprovados pelo governo — projetos que, espera-se, resultarão em desenvolvimento econômico futuro (mais “PIB potencial”). Especialmente após a crise financeira iniciada em 2008, aumentaram também as transferências diretas do governo para o BNDES.<sup>75</sup> Tornou-se comum o governo emitir títulos de dívida para financiar o banco — o que também caracteriza alocação direcionada, uma vez que dívidas públicas passam a alimentar projetos particulares. Porém, para esse mecanismo funcionar de maneira produtiva, é preciso que as alocações centralizadas pelo governo resultem em bons investimentos que beneficiem amplamente a população contribuinte. Escreve, por exemplo, o economista Claudio Haddad a respeito dos repasses do BNDES:

Quem garante que estes projetos são mais meritórios para o país do que os que não foram feitos pela falta de acesso ao BNDES, ou porque tiveram de enfrentar, no caso de investimentos públicos, restrições orçamentárias? Para manter as estradas do país, ou melhorar a educação básica, ambas em estado precário, o governo não tem recursos. Entretanto, sua subsidiária integral esbanja dinheiro em subsídios a todos aqueles que se enquadram em seus programas, com definições de enquadramento cada vez mais flexíveis.<sup>76</sup>

À luz dessa crítica e da nossa discussão anterior, uma pergunta natural que surge é: quão efetivamente meritórias são as alocações do BNDES? Muitos empresários e analistas de mercado ressaltam que o banco tem um corpo técnico altamente qualificado e critérios minuciosos de avaliação dos seus empréstimos e participações. Porém, de tempos em tempos, ocorrem questionamentos sobre

certas alocações. Considere, por exemplo, o caso do grupo frigorífico JBS-Friboi (um dos maiores contribuintes da campanha presidencial de 2006 — veja a [Tabela 4.2](#) no capítulo seguinte). O BNDES participou com 1,4 bilhão de reais na abertura de capital da empresa em 2007 e, posteriormente, no início de 2010, adquiriu mais 3,4 bilhões de reais em debêntures (títulos de dívida). A justificativa, segundo o banco, foi apoiar a agressiva estratégia de expansão internacional do grupo, que necessitava de caixa para bancar aquisições gigantescas como as da Swift e da Pilgrim's Pride (empresas norte-americanas do setor de carnes). Havia, no BNDES, o desejo de criar “campeões nacionais”, isto é, empresas brasileiras de grande porte estabelecidas pelo globo. Esses aportes, entretanto, foram duramente criticados. O próprio presidente da Associação Brasileira de Frigoríficos declarou: “O grande pecado do BNDES é o excesso. O país tem outras prioridades, por que jogar tanto dinheiro numa só empresa?”<sup>77</sup>

Com a atuação crescente ativa do BNDES apoiando determinados grupos privados e realizando repasses por meio de empréstimos diretos do governo (isto é, sem passar pelo crivo do orçamento da União), o debate tornou-se cada vez mais acirrado. Ao longo de 2010, formadores de opinião passaram a exigir do banco explicações sobre o porquê de determinados repasses e investimentos. Por exemplo, quando perguntado sobre por que o BNDESPAR investiu em determinada empresa do setor lácteo em vez de empresas em outros setores, uma fonte do banco respondeu:

Os princípios que nortearam a participação do BNDESPAR [na firma] são os mesmos utilizados em todas as demais operações: empresa com boa perspectiva de retorno, compromisso com a adoção de boas práticas de governança e realização de abertura de capital.<sup>78</sup>



Essa resposta, por certo, passa pelo critério de mérito privado. Isto é, a empresa tem bom desempenho, boa governança (seus gestores e controladores se preocupam em beneficiar o grupo de acionistas como um todo) e capital aberto (o que tende a aumentar a transparência das suas ações e informações). Todos eles são inegavelmente atributos positivos. Porém, sob o ponto de um banco de desenvolvimento público, seria preciso avaliar também o que aconteceria se o mesmo montante de capital fosse direcionado a aplicações alternativas. O quanto a sociedade ganha ou deixa de ganhar se investir naquele empresário em vez de outros empreendedores e atividades de impacto tão ou mais positiva no desenvolvimento econômico do país? Eis algumas perguntas que deveriam ser examinadas:

- Sem o BNDES, o empresário conseguiria obter recursos de outra forma? Quais os benefícios das alocações do banco em casos em que o empresário conseguiria obter recursos por conta própria?
- Como o perfil de ativos e a estratégia da empresa influenciam a efetiva participação societária do BNDES, em comparação a outras modalidades de capitalização?
- Ao investir na empresa, o banco deixa de investir em outros projetos de maior retorno social? Como os benefícios sociais desses projetos se comparam aos benefícios que o banco terá ao deter ações da empresa?
- Dado que muitos investimentos do BNDES são atrelados a iniciativas de concentração setorial — fusões e aquisições de empresas —, será que o desempenho desses investimentos compensa eventuais perdas à sociedade geradas por uma menor competição?

- Existe potencial risco no negócio do empresário? Como esse risco se compara a investimentos sociais alternativos que o banco poderia fazer? (Podem, de fato, existir investimentos de retorno social mais certo. Por exemplo, projetos de saúde e educação em áreas carentes normalmente trazem, com elevada probabilidade, expressivos ganhos de renda e bem-estar.)
- Os ganhos sociais com a operação compensam os custos administrativos e operacionais do banco ao realizá-la? Em outras palavras, compensa ao país ter uma estrutura organizacional de grande porte dedicada a financiar empresas?

Certamente, a complexidade dessas questões traz enormes dificuldades para se julgar o mérito dos aportes realizados pelo BNDES. Com percepções mais difusas de mérito, não é de se estranhar que diversas operações recebam frequente questionamento, ainda que o banco tenha um corpo técnico bastante capacitado e idôneo. Sem critérios sociais absolutamente transparentes, alegações de favorecimento a um ou outro grupo empresarial privado tornam-se inevitáveis.

### 3.4. “O BRASIL COMO ELE É”?

Quando se fala em favorecimento e oportunidades diferenciais induzidas por conexões entre empresas e Estado, já vem à mente a ideia de *corrupção*: ações ilícitas, não referendadas por lei, que envolvem suborno em troca de benefícios privados. Na sua forma mais extrema, relações clientelistas enquadram-se nessa definição. Pagamentos a oficiais do governo na tentativa de vencer uma licitação pública ou garantir recorrência do contrato mesmo quando existem melhores prestadores de serviço são transações explícitas de favorecimento. Entretanto, em muitos casos, fica difícil traçar a linha que separa o que é corrupção e o que é simplesmente um ato legítimo para lidar com questões habituais na interface empresa-governo. Muitos empresários, na verdade, enxergam as doações de campanha a políticos como uma forma de se proteger contra ações discriminatórias ou disfunções da máquina estatal. Um caso descrito em reportagem do jornal *Valor Econômico* em abril de 2009 ilustra bem esse ponto:

No início desse ano, ainda naqueles lentos primeiros dias de janeiro, executivo de alto escalão de uma das cinco maiores empreiteiras brasileiras recebeu a ligação de esbaforido engenheiro. “O prefeito novo vai embargar a obra, tá até falando no rádio que o contrato foi feito de má-fé, a coisa está ficando quente por aqui”, dizia, assustado, o jovem encarregado pela obra, realizada em uma pequena cidade do interior de São Paulo. (...) Depois de receber o telefonema de seu engenheiro, o tal executivo seguiu as recomendações de um *modus operandi* em prática há décadas no setor. Pegou um voo para Brasília e lá reuniu-se com o cacique financiado pela empresa e que tem, ao menos em sua base, o partido sob suas rédeas. Explicada a situação em detalhes, voltou no mesmo dia para a capital paulista com a promessa de que em uma semana tudo estaria resolvido. Antes disso, os ataques do novo prefeito cessaram, as promessas de embargo das obras não foram mais ouvidas e tudo seguiu seu curso natural.<sup>79</sup>

Sob essa ótica, doações e outros investimentos em conexões políticas seriam simplesmente um “pedágio” para fazer as coisas funcionarem. Um custo adicional às empresas que poderia ser economizado se a burocracia do Estado fosse mais eficiente, mas que a iniciativa privada tem de incorporar, de forma pragmática, nos seus procedimentos de interação com o governo. Se esse custo se restringir à interação particular entre a empresa e o governo e não gerar efeitos adversos para outras partes, será apenas uma transferência de renda da empresa para políticos e burocratas estatais. Estes ficarão um pouco mais ricos, e os empresários “contribuintes”, um pouco mais pobres (ou menos ricos). Em compensação, segundo palavras do executivo citado no caso anterior, a empresa evita ser prejudicada “pelos interesses ou mesmo pela simples convicção equivocada de integrantes de menor importância dos partidos políticos”. Simplesmente, o Brasil como ele é.

O problema é que poderá haver efeitos colaterais, e de grande magnitude, para a sociedade. Suponha, no nosso exemplo anterior, que a obra devesse realmente ser embargada devido a superfaturamento ou condição técnica insatisfatória do projeto. O “pedágio” não será apenas um custo pago pela empresa; será um custo pago pela sociedade, que terá uma obra mais cara ou de qualidade precária.<sup>80</sup>

Como outro exemplo, considere novamente o efeito de conexões políticas gerando acesso privilegiado a crédito. O que acontece se uma firma utilizar seus contatos para obter apoio financeiro diferenciado? Essa ação imporá custos à sociedade? Não necessariamente, se o crédito não for recurso escasso: a empresa

conseguirá seus recursos, assim como outras empresas que quiserem investir em projetos tão ou mais meritórios. Porém, grande parte do valor das conexões políticas é o acesso que geram a recursos escassos. Haverá provavelmente um processo de autosseleção: quem não tiver condições de sobreviver por conta própria, pela sua própria competência, poderá embasar suas estratégias em contatos políticos que possibilitem oportunidades diferenciadas. Se esses contatos levarem à aprovação e financiamento de projetos inferiores, de menor qualidade ou elevado custo, haverá uma perda real para a sociedade.<sup>81</sup>

O estudo de Claessens e colaboradores, discutido anteriormente, permite até mesmo medir o tamanho dessa perda. Lembremos que, nesse estudo, foi encontrada uma relação negativa entre o desempenho da empresa e sua atividade política: as firmas que mais se engajaram em doações de campanha foram aquelas com menor lucratividade. Assim, se as firmas politicamente conectadas investirem em novos projetos — provavelmente *devido* aos empréstimos que conseguiram —, haverá ineficiência potencial. Se esses mesmos investimentos tivessem sido realizados por empresas sem conexões políticas (que se mostraram, segundo os autores, em média mais lucrativas), obteríamos projetos de maior desempenho e valor. Com base nessa ideia, e levando em conta somente a sua amostra utilizada de empresas negociadas em bolsa, os autores estimam uma perda da ordem de 0,2% do PIB gerada apenas pelo efeito das doações de campanha — um valor que, na realidade, pode bem ser dez vezes maior, considerando que diversas outras firmas fora da amostra também realizam contatos políticos (por exemplo, firmas de capital fechado) e muitas doações não são publicamente

declaradas (ou seja, passam pelo “caixa dois”).<sup>82</sup> Canais clientelistas podem minar substancialmente o potencial produtivo de uma economia.

Embora reconheçam o perigo desses canais, alguns acadêmicos ponderam que relações Estado–empresa não são necessariamente danosas se o governo conseguir se isolar de mecanismos de influência. Um diálogo produtivo pode ser estabelecido com as empresas no sentido de entender as reais necessidades da iniciativa privada e promover parcerias na execução de projetos públicos de interesse. Alice Amsden, uma acadêmica bastante respeitada no estudo de políticas de desenvolvimento industrial, preconiza que apoios governamentais ao setor privado — como crédito diferenciado e proteção temporária de mercados — devem sempre ser acompanhados de metas claras de desempenho para evitar favorecimentos indevidos.<sup>83</sup> Essa filosofia passou a ser conhecida como “cenoura e chicote”: apoio a determinados segmentos empresariais, porém com sanções previstas (término dos benefícios) caso as empresas beneficiadas não desempenhem bem. Critérios transparentes reduziriam, em tese, a viabilidade de laços clientelistas. Uma firma pouco competitiva não poderia clamar mais proteção do governo se, já de partida, todos estiverem cientes da existência de regras do jogo meritocráticas. Os perdedores devem sair do campeonato.

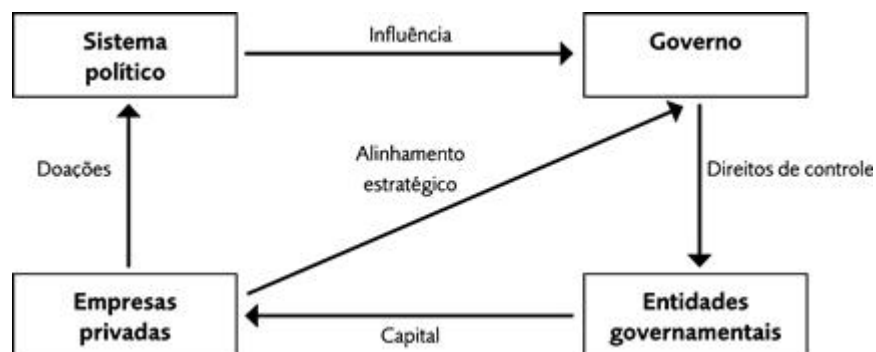
A ironia é que, com mais apoio governamental e mesmo com mais controles, o valor das conexões políticas aumenta substancialmente. As firmas podem buscar contatos para “ganhar mais cenoura” e/ou “amortecer o chicote”. Da mesma forma que um setor pouco competitivo pode clamar por proteção continuada, empresas em

apuros podem esperar ser “salvas” por operações públicas. Isso gerará contraincentivos para que essas empresas se tornem eficientes. Políticas de desenvolvimento industrial no leste asiático sofreram críticas diversas justamente por serem sujeitas à faceta disfuncional do capitalismo de laços. Eventos de favoritismo político, corrupção e salvamento de empresas deficitárias proliferaram em abundância.<sup>84</sup> O Brasil certamente não é imune a tais eventos. No capítulo anterior, vimos casos do BNDES reconvertendo dívidas de empresas deficitárias em participações acionárias do banco. Nesse capítulo, discutimos como conexões políticas geram habilidade diferenciada de financiamento, especialmente no caso de firmas com baixo desempenho.

Não busco, aqui, defender mais ou menos intervenção governamental na economia. Trata-se de um debate complexo e que merece uma discussão mais ampla e profunda sobre seus custos e benefícios. Contudo, se o governo em exercício optar por intervenções seletivas, a mecânica do capitalismo de laços e seus efeitos potencialmente danosos devem ser cuidadosamente considerados como potenciais custos. Ignorá-los significa fechar os olhos para efeitos colaterais que podem resultar deletérios e duradouros para a sociedade.<sup>85</sup>

### 3.5. ABRINDO A CAIXA-PRETA DAS RELAÇÕES ENTRE GOVERNO E EMPRESAS

A [Figura 3.2](#) resume as discussões apresentadas neste capítulo e apresenta a dinâmica da interface público-privada no capitalismo de laços. Em um regime democrático, o sistema político define as regras do jogo para a representação popular na esfera legislativa e no governo. Normalmente formam-se coalizões políticas com interesses distintos. Se eleitas, essas coalizões terão influência direta sobre o governo, por meio de sua participação em ministérios e demais órgãos públicos de relevância. Não menos importante, no dia a dia das discussões orçamentárias e legislativas envolvendo Governo e Congresso, muitos políticos cristalizam medidas que buscam favorecer seus eleitores e “clientes” privados.



**Figura 3.2** As ligações potencialmente perigosas entre atores públicos e privados no Brasil.

O governo, por sua vez, consegue articular as estratégias das entidades direta ou indiretamente associadas ao setor público. Exemplos de empresas diretamente ligadas ao governo são as



próprias estatais e o BNDES. Os fundos de pensão de empresas públicas seriam atores de conexão mais indireta, por intermédio das suas estatais patrocinadoras. Todas essas entidades estão sob influência do governo em função dos seus “direitos de controle” criados pelo fato de ser o acionista último. Com o uso dessas entidades, o governo pode mobilizar recursos — especialmente capital financeiro — para as empresas privadas. Isso pode ser feito via participações acionárias ou financiamentos públicos; no caso do BNDES, em particular, esses dois canais são possíveis.

Com isso, o governo estende parte dos seus direitos de controle também para o setor privado. Por exemplo, quando o BNDES ou os fundos de pensão de estatais participam de aglomerações societárias com atores privados em diversos blocos de controle, abre-se um espaço particular de negociação e influência. Como ilustrado pelo caso da Vale discutido na introdução, essas interações podem levar a estratégias empresariais que se alinham às orientações do governo. Para contrabalançar essa influência e maximizar oportunidades que podem ser obtidas do setor público, o setor privado responde estruturando conexões com o sistema político. Diversos tipos de articulação público-privada podem surgir nesse contexto: desde esforços de associações empresariais em diálogo com o setor público até — de forma talvez mais relevante — laços clientelistas particulares definidos e suportados por contribuições a políticos. Com isso, fecha-se o ciclo de interações relacionais do capitalismo de laços no eixo empresa–Estado.

Este não é, certamente, um mapa completo da dinâmica de articulação entre empresas, governo e sistema político. Trata-se de um processo suficientemente complexo para ser reduzido em

diagramas simplificadores. O governo pode, por exemplo, influenciar diretamente escolhas privadas por meio de seus parâmetros de regulação e ações de proteção seletiva. As interações esquematizadas na [Figura 3.1](#) ilustram, na verdade, canais de interdependência que parecem ser importantes para entender como laços público-privados se estabelecem e exercem influência na atividade econômica no Brasil.

Da mesma forma, não é um mecanismo que se aplica a *todos* os grupos privados. Na realidade, a inserção dos grupos no ciclo da [Figura 3.1](#) é parte de uma *escolha estratégica*: alguns irão exhibir perfis de negócios e rotas de ação que buscam, na sua essência, gerenciar a interface público-privada. Outras empresas, entretanto, seguirão mais com estratégias competitivas no seu próprio setor, sem tanta articulação com o Estado. No próximo capítulo, avançarei um pouco mais nessa análise, discutindo de que forma estratégias e conexões estabelecidas dentro do setor privado podem se encaixar nessa dinâmica.

## CAPÍTULO 4

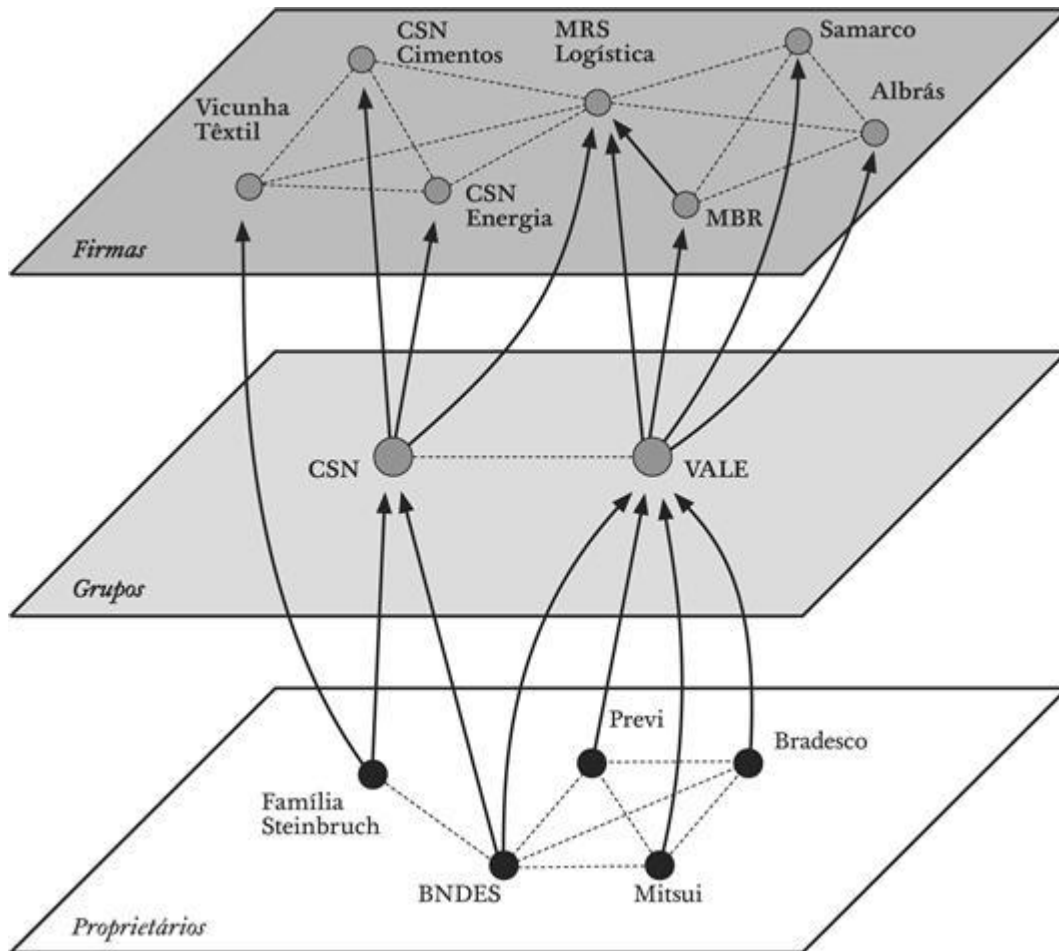
# JOGOS DE ELITE: OS GRUPOS EMPRESARIAIS E SUAS INTERDEPENDÊNCIAS

Nos dois primeiros capítulos, examinamos como *mundos pequenos corporativos* se estruturam por meio de proprietários que participam conjuntamente de uma ou mais empresas. Essas participações conjuntas criam laços projetados entre os donos, e o conjunto desses laços — a rede corporativa — configura-se como aglomerações de proprietários conectadas por alguns atores-chave de ligação (que, como vimos, são especialmente entidades ligadas direta ou indiretamente ao governo). As aglomerações seriam, nesse contexto, conjuntos de proprietários na economia que têm participações societárias sobrepostas. Cada aglomeração é uma espécie de “clube” de donos com investimentos conjuntos e, em alguns casos, controle compartilhado das mesmas firmas.

A realidade, entretanto, é um pouco mais complexa. Nas mais diversas economias — e, especialmente, economias emergentes, por razões que discutirei à frente — não são somente os proprietários que se aglomeram. As próprias *firmas* agrupam-se em clubes compostos por unidades empresariais que têm os mesmos sócios controladores e que, muitas vezes, apresentam estratégias de atuação mutuamente coordenadas. Essas aglomerações de firmas sob

um guarda-chuva controlador comum são comumente denominadas *grupos econômicos*. Para facilitar o entendimento, expandirei a configuração societária da Vale apresentada na [Figura 1.1](#) para mostrar a emergência desses grupos.

A [Figura 4.1](#) exibe dois planos que são, para nós, familiares: o conjunto de donos (plano inferior) e o conjunto de firmas (plano superior). As aglomerações de donos, que vimos em detalhes no [Capítulo 2](#), são definidas por laços projetados no plano inferior. Por exemplo, Bradesco, BNDES, Previ e Mitsui se entrelaçam pelo fato de participarem do capital societário da Vale. O leitor que recordar a [Figura 2.1](#) notará que se trata de um esquema simplificado da complexa *pirâmide* societária da empresa. Na verdade, aqueles quatro proprietários participam do capital de uma entidade intermediária chamada Valepar que, por sua vez, detém o controle da Vale. Para fins didáticos, omiti a Valepar na [Figura 4.1](#) visando colocar foco nos donos últimos, aqueles que estão no extremo da cadeia societária da empresa. Da mesma forma, e pela mesma razão, a figura não exibe todos os donos últimos da Vale.



**Figura 4.1** Ilustração simplificada das complexas relações entre os grupos Vale e CSN/Vicunha (2009). A figura não inclui todos os proprietários e firmas dos grupos indicados. A existência de firmas que pertencem ao mesmo grupo cria uma relação projetada entre elas (laços tracejados no plano superior). Do mesmo modo, a existência de firmas pertencentes a dois ou mais grupos (como no caso da MRS Logística) cria um laço projetado entre os grupos (linha tracejada no plano intermediário).

A novidade, aqui, é o plano intermediário dos grupos. No primeiro capítulo, tratamos a Vale como uma firma quando, na verdade, trata-se de um grupo empresarial com investimentos e participações em dezenas de unidades empresariais. Exibir completamente a estrutura do grupo — todas as empresas nas quais detém participações diretas ou indiretas — tomaria pelo menos três

ou quatro páginas deste livro. Por isso, para facilitar a visualização desse contexto societário, a [Figura 4.1](#) também simplifica substancialmente a configuração corporativa da Vale por indicar apenas um subconjunto de unidades empresariais inseridas no grupo. A figura indica quatro exemplos de tais firmas: Minerações Brasileiras Reunidas (MBR) e Samarco, lidando com minério de ferro (esta última em parceria societária com o grupo australiano BHP Billiton); Albrás, atuante na indústria de alumínio; e MRS Logística, executando operações ferroviárias de transporte de minério e outras *commodities* como cimento e produtos agrícolas.

Observe os laços projetados (linhas tracejadas) entre essas firmas, no plano superior da [Figura 4.1](#). Esses laços indicam que as quatro firmas pertencem ao grupo Vale. Enquanto, no plano inferior, as linhas tracejadas entre donos indicam aglomerações de *proprietários* de empresas comuns, no plano intermediário os laços projetados representam aglomerações de *firmas* controladas pelos mesmos proprietários via uma entidade de aglutinação (o *grupo econômico*). São formas diferentes, e complementares, de se observar aglomerações no mundo pequeno corporativo. O grupo Vale é, essencialmente, um aglomerado de firmas, mas, ao mesmo tempo, representa um conjunto de proprietários interligados na entidade controladora do grupo (Valepar). Algumas complicações adicionais surgem nesse contexto. Por exemplo, a MBR é uma firma do grupo Vale e também um dos proprietários diretos da MRS Logística (daí a seta, e não a linha tracejada, entre essas duas firmas).<sup>86</sup>

Outro aspecto que explorarei neste capítulo é a existência de laços *entre grupos*. A [Figura 4.1](#) ilustra — também de forma bastante simplificada — o grupo de empresas controladas pela família

Steinbruch. Como vimos logo no início do segundo capítulo, Benjamin Steinbruch, principal executivo do grupo, liderou o consórcio adquirente da Vale na sua privatização em 1997. Posteriormente, em 2001, acabou saindo do capital da empresa. Assim, se essa figura fosse desenhada observando-se a estrutura da Vale antes de 2001, também existiria uma seta vertical da família Steinbruch (proprietária) para a Vale (grupo). Em 2009, a família Steinbruch detinha participação em uma empresa do setor têxtil, a Vicunha, e em um grupo de empresas aglutinadas na CSN (Companhia Siderúrgica Nacional). Um dos acionistas da CSN, naquele mesmo ano, era o BNDES, também sócio da Vale; daí o laço projetado (no plano inferior) entre os Steinbruch e o banco estatal.

A figura exemplifica três empresas da CSN, dentre várias outras que foram propositalmente excluídas para facilitar a visualização da estrutura do grupo: a CSN Energia, a CSN Cimentos e a MRS Logística. Do mesmo modo que no exemplo da Vale, criam-se laços projetados entre essas três firmas pelo fato de participarem do mesmo grupo (CSN). É possível, também, considerar laços projetados entre essas três firmas e a Vicunha Têxtil, dado que têm o mesmo dono último. Emerge, assim, um grupo ainda maior, que poderíamos denominar genericamente de Vicunha, centrado na família Steinbruch (que controla a CSN via uma empresa intermediária denominada Vicunha Siderurgia).

O leitor deve ter ficado curioso com o caso da MRS Logística: seria possível uma firma pertencer a dois grupos diferentes? Sim, é possível. A MRS é, na verdade, uma empresa de transportes de propriedade de diversos grupos empresariais: não só a CSN e a Vale — com, respectivamente, 43,8% e 22,9% do capital total da

empresa em 2009 —, como também a Usiminas (11,1%) e a Gerdau (1,3%). Com tantos proprietários, outra indagação legítima é quem realmente manda em uma empresa como essa. Em sociedades por ações, um instrumento legal para definir os direitos e deveres de múltiplos sócios é o chamado *acordo de acionistas*. Trata-se de documento elaborado e assinado entre sócios, normalmente disponível para empresas de capital aberto, negociadas em bolsa. Um dos principais papéis do acordo é registrar de forma explícita quantas pessoas cada proprietário poderá indicar ao conselho de administração da empresa, que é uma entidade de decisão estratégica e monitoramento da gestão. O conselho pode aprovar ou vetar determinados planos de investimento, apontar executivos que estejam alinhados aos interesses dos proprietários (ou partes deles) e acompanhar metas preestabelecidas de desempenho da empresa. O acordo de acionistas da MRS, assinado em 23 de outubro de 2000, estabelece que Vale e CSN podiam, cada uma, indicar três membros para o conselho. Os outros sócios podiam indicar apenas um ou dois membros.<sup>87</sup> Logo, fica evidente que Vale e CSN detinham o controle majoritário (compartilhado) da MRS: com mais membros no conselho, eram maiores as chances de esses grupos obterem votos favoráveis em decisões estratégicas da firma.

É fácil ver, no plano superior da [Figura 4.1](#), que a MRS é uma espécie de “dobradiça” entre os dois grupos. É uma firma que interliga a CSN/Vicunha à Vale.<sup>88</sup> Por isso, no plano intermediário, também é possível projetar um laço entre esses dois grupos. CSN/Vicunha e Vale estão interligadas, pois exibem pelo menos uma empresa em comum. Trata-se, sem dúvida, de um contexto de interação bastante complexo: não apenas temos laços entre firmas e



proprietários, como também entre grupos. Em outras palavras, os grupos não são conjuntos mutuamente excludentes: existe muito entrelaçamento entre eles. O capitalismo de laços, neste capítulo, se expressa por conexões que se estabelecem entre grupos e dentro deles.

## 4.1. OS GRUPOS E SEUS TIPOS

Na [Tabela 4.1](#), são listados os 20 maiores grupos brasileiros, avaliados pela soma das receitas de suas empresas, em 2009. Classifico os grupos em quatro tipos: estatais, privados familiares, privados amplos e estrangeiros.<sup>89</sup> Os grupos estatais são aqueles com controle majoritário do governo, como é o caso da Petrobras, da Caixa e do Banco do Brasil. Os grupos privados familiares, como o próprio nome diz, gravitam em torno de uma ou mais famílias controladoras. Itaú (famílias Villela e Setubal, antes da fusão com o Unibanco) e Votorantim (família Ermírio de Moraes) são exemplos. Existem, também, grupos privados que são controlados por um grupo mais amplo de donos, não apenas familiares. Já vimos, por exemplo, como a Vale é controlada por uma aglomeração de donos heterogêneos. Por fim, grupos estrangeiros são aqueles de posse de alguma entidade de fora do país. Geralmente, agregam subsidiárias locais de alguma corporação de envergadura global (como é o caso da Telefônica e da Fiat).

**Tabela 4.1.** Os 20 maiores grupos econômicos no Brasil em receitas totais e as áreas de atuação de suas controladas (2009). As cruzes circundadas referem-se aos setores “carro-chefe” de cada grupo (isto é, os segmentos com maior participação nas receitas)



Grupo	Tipo	Receitas (bilhões de R\$)	Minério, siderurgia, metais	Petróleo, combustível, gás	Química, petroquímica	Cimento	Energia elétrica	Celulose e papel	Agroindústria, alimentos, bebidas	Açúcar e álcool	Materiais e equipamentos	Automóveis e autopeças	Construção	Logística	Financeiro, seguros	Telefonia
Gerdau	Privado familiar	41,91	⊗													
Odebrecht	Privado familiar	40,95		×	⊗		×			×			⊗			
Votorantim	Privado familiar	40,82	⊗			⊗	×	×	×						×	
Fiat	Estrangeiro	40,65										⊗				
AmBev	Privado/ Estrangeiro	39,70							⊗							
Santander	Estrangeiro	37,40													⊗	
Bunge	Estrangeiro	35,67			×				⊗							
Volkswagen	Estrangeiro	32,46										⊗				
Eletrobras	Estatal	32,24					⊗									
JBS-Friboi	Privado familiar	31,11							⊗							
Ultra	Privado familiar	29,54		⊗	×									×		
Oi	Privado amplo	27,20														⊗
Shell Brasil	Estrangeiro	25,16		⊗	×											

Fonte: Dados financeiros presentes no *Valor Grandes Grupos*. A análise dos segmentos industriais foi realizada pelo autor.

Essa classificação simples já traz informações relevantes. Os grupos estatais, juntos, correspondiam a cerca de 38% das receitas totais dos 20 maiores grupos brasileiros em 2009. Excluindo-se a Ambev, que tem capital parcialmente doméstico, as multinacionais representavam apenas 19% das receitas. No conjunto dos 10 maiores, encontramos apenas uma empresa estrangeira (Telefônica). Esse retrato, embora limitado aos maiores grupos, reforça a nossa

conclusão anterior sobre a persistente importância do governo e de alguns grupos locais, a despeito dos eventos de abertura e privatização ocorridos na década de 1990. Com tantos grupos estatais e domésticos de destaque, fica novamente difícil aceitar o argumento de que a economia brasileira teria se “desnacionalizado” e que o Estado teria se enfraquecido após esses eventos de reestruturação. A marcante presença de grupos familiares também confirma análises anteriores ressaltando a importância de famílias locais nas redes corporativas brasileiras.<sup>90</sup>

A [Tabela 4.1](#) também mostra as principais atividades econômicas dos maiores grupos. O carro-chefe de cada grupo — isto é, o segmento (ou conjunto de segmentos) com maior peso nas receitas — é indicado por uma cruz circundada. Alguns grupos mostram-se especializados em uma ou poucas atividades centrais. É caso, por exemplo, de grupos financeiros como Bradesco, Santander, Caixa e Banco do Brasil (muito embora o Bradesco, via seu braço de investimentos Bradespar, tenha participações indiretas em outras empresas como a Vale). Esses grupos se envolvem fundamentalmente em atividade bancária e serviços relacionados (fundos de investimento e seguros). A Gerdau e a JBS-Friboi também ilustram casos de especialização (em siderurgia e carnes, respectivamente), assim como diversas multinacionais com foco setorial (Telefônica, Fiat, Volkswagen, dentre outras). Alguns analistas nem chamariam esses casos de grupos, mas de corporações com subsidiárias mais ou menos cerceadas dentro de uma atividade econômica específica.

Outros grupos apresentam um padrão mais diversificado de negócios, sob configurações distintas. Alguns abarcam negócios mais

ou menos relacionados, isto é, que se complementam ou que requerem conhecimento e recursos similares — no jargão empresarial, são negócios que exibem “sinergias”. A Vale, por exemplo, tende a centrar seus negócios em mineração, porém sua presença em logística (ferrovias e portos) é crucial para facilitar o transporte de produtos oriundos das minas e indústrias para pontos de exportação. Da mesma forma, a sua participação em consórcios de usinas elétricas serve para garantir energia a preços competitivos para as suas unidades industriais. Outro exemplo de diversificação relacionada é a Petrobras: seus negócios se estruturam na cadeia vertical, que se inicia com prospecção de petróleo, segue com o refino e produção de derivados e finaliza com distribuição aos consumidores finais (postos de gasolina). Atrelam-se ao grupo outros negócios mais ou menos relacionados, como petroquímica, gás natural, energia e logística (navios e transporte de combustíveis). O grupo Ultra segue uma lógica similar.

Por fim, existem os grupos de diversificação mais intensa, em negócios não diretamente relacionados. Por exemplo, o grupo Itaú atua primordialmente no segmento financeiro, mas também controla outras empresas em setores diversos, como a Duratex (produtos de madeira e materiais sanitários), a Elekeiroz (produtos químicos) e a Itautec (computadores e serviços de tecnologia de informação). Os grupos Votorantim e Odebrecht, embora tenham carros-chefe distintos, espalham-se em uma impressionante amplitude de setores. A Votorantim está presente em atividades aparentemente de pouca relação direta, incluindo siderurgia, cimento, energia, agroindústria (suco cítrico), serviços bancários e celulose/papel. A Odebrecht, empreiteira tradicional, atua também em química (com sua

subsidiária, a Braskem), petróleo, gás, energia e agroindústria (açúcar e álcool). Esses grupos altamente diversificados, entretanto, não se mostram tão frequentes. No Brasil, a maior parte dos grandes grupos parece se expandir em negócios relacionados, ao longo de cadeias verticais de produção ou atividades complementares ao carro-chefe.<sup>91</sup> Como mostra a [Tabela 4.1](#), os grupos de topo, com maior volume de receitas, se expandiram em múltiplas atividades. Porém, essas atividades têm, em geral, certa coerência estratégica.

Mas o que poderia explicar a emergência desses grupos e sua diversidade? Ao mesmo tempo em que inúmeros acadêmicos têm procurado entender as razões para a existência de conglomerados empresariais, proprietários e executivos de grupos têm sido frequentemente questionados sobre os méritos de se manter unidades distintas — e muitas vezes bastante diversas — sob o mesmo teto corporativo. Como sempre, o debate acabou clivado em duas vertentes. Há aqueles que veem os grupos como respostas organizacionais eficientes em mercados com carência de recursos e infraestrutura. Segundo os defensores dessa ideia, não é por acaso que diversos conglomerados prosperam em países emergentes: são os “grupos” da América Latina, as *houses* da Índia, os *chaebols* da Coreia. Outros enxergam os grupos sob um ângulo mais sombrio: seriam mecanismos de concentração de capital, clientelismo (na linha do que discutimos no capítulo anterior) e conluio. Vejamos, então, os argumentos que suportam cada uma dessas visões.

## 4.2. A VISÃO POSITIVA DOS GRUPOS

Em 1931, desembarcou nos Estados Unidos um jovem estudante de graduação britânico de 21 anos interessado em entender por que existiam grandes corporações. À época, poucos acadêmicos haviam se debruçado sobre essa questão. As teorias de gestão ainda estavam nos seus primórdios, e os economistas se interessavam mais em analisar o funcionamento das trocas de mercado, em vez de relações dentro de firmas. Em 1931 e 1932, custeado por uma bolsa de estudos, o jovem visitou fábricas da Ford e General Motors, ouviu pacientemente diversos executivos e discutiu com amigos o que havia visto. O resultado da sua viagem de estudos foi documentado em um dos mais impactantes artigos na área de organização econômica, “A natureza da firma”, publicado em 1937. Esse artigo seria um dos responsáveis pelo Prêmio Nobel em Ciências Econômicas que aquele estudante britânico, Ronald Coase, receberia 54 anos mais tarde.<sup>92</sup>

A ideia de Coase foi simples, mas bastante inovadora para a época. Considere, por exemplo, uma empresa cuja atividade central seja a montagem de automóveis. Essa firma poderia, em tese, abastecer-se de peças oriundas de firmas diversas produtoras de autopartes como motores, chassis, pneus, estofamento. É a popular “terceirização”: a empresa coloca ênfase em sua atividade-fim e deixa o resto para o mercado. O papel dessa firma seria apenas adquirir essas peças e usar sua mão de obra para montar os automóveis. Trata-se de uma empresa ultraespecializada no seu negócio central (em inglês, *core business*), que é a montagem de



carros. Coase verificou, entretanto, que as corporações muitas vezes expandiam as suas fronteiras para atividades adjacentes. Nas primeiras décadas do século XX, a Ford tinha negócios em mineração, borracha, produção de vidros, madeira e diversas outras matérias-primas usadas na fabricação de automóveis. Certamente um exagero para os dias de hoje. Porém, muitas montadoras ainda produzem alguns dos seus componentes e, frequentemente, se perguntam se não deveriam se expandir mais na sua cadeia de produção.<sup>93</sup>

Coase postulou que as firmas tenderiam a internalizar uma atividade quando os *custos de transação* de executá-la no mercado, de forma terceirizada, fossem proibitivos. Imagine, por exemplo, que determinada montadora queira garantir um elevado padrão de qualidade e desempenho para seus motores. Será crucial, antes de tudo, definir e comunicar adequadamente as especificações desejadas para os seus fornecedores externos. Se quiser garantir um fluxo de suprimento contínuo e dentro dessas especificações, a empresa poderá adicionalmente contratar advogados para assinar contratos formais de suprimento com cláusulas bem detalhadas e amparadas pelo sistema legal. Ao longo do tempo, a montadora deverá estimular inovações contínuas nos motores, de forma a satisfazer seus clientes e se manter em pé de igualdade com a concorrência. Assim, as condições e cláusulas iniciais do contrato mudarão ao longo do tempo: será necessário que a empresa mantenha diálogo frequente com seu fornecedor e monitore suas operações para que sejam feitas as melhorias desejadas no motor. Dado que os custos do processo podem também variar, eventuais

renegociações de preços poderão ser travadas entre as partes. Todas essas ações criam custos de transação.

Alternativamente, a firma poderá cancelar a terceirização da atividade estabelecendo um departamento interno para executá-la. A nossa montadora poderia contratar engenheiros especializados ou adquirir o controle de um dos seus fornecedores. Com isso, evitará os custos de fechar acordos, desenhar contratos e monitorar fornecedores externos. Por certo, surgirão outros custos “administrativos” relacionados ao aumento da estrutura hierárquica da empresa e aos mecanismos de controle necessários para gerir a nova unidade interna de motores. Mas, se os custos de transação com fornecedores externos forem percebidos como muito elevados, pode ser vantajoso para a montadora expandir suas fronteiras.

A conexão dessa ideia com o nosso debate anterior sobre o papel de grupos econômicos já deve ter ficado evidente. Grupos podem ser formas organizacionais eficientes na medida em que permitam reduzir custos de transação para executar um nexo de atividades produtivas. Em 1978, Nathaniel Leff, um economista estudioso do Brasil, argumentou de forma pioneira que as condições institucionais de países em desenvolvimento exacerbam os custos de se organizar atividades complexas e aportar os necessários insumos produtivos:

Alguns desses insumos, como capital financeiro, podem ser obtidos mais eficientemente no mercado, mas nas condições dos países menos desenvolvidos eles não o são. Alguns desses insumos são inerentemente difíceis de ser transacionados de forma eficiente; por exemplo, honestidade e competência confiável são parte de gestores de alto nível. Finalmente, ganhos privados substanciais podem advir de não se transacionar alguns insumos, como, por exemplo, informação gerada em uma atividade do grupo que é relevante para

investimentos e decisões de produção (atuais ou potenciais) em outras áreas da economia.<sup>94</sup>

Ou seja: os grupos ajudam a reduzir os elevados custos de transação das economias em desenvolvimento. Na Dinamarca ou na Suíça, o tempo para se resolver na justiça algum conflito contratual é um terço do que se consegue, em média, no Brasil. Enquanto os empreendedores conseguem abrir uma empresa em seis dias nos Estados Unidos, no Brasil são necessários quatro meses. Cerca de 45% das pessoas na Austrália e na Holanda dizem que confiam umas nas outras, ao passo que essa percepção ocorre em apenas 9% dos brasileiros. Um cenário de baixa confiança e fraca proteção legal — nas palavras de Leff, percepções de pouca “honestidade e competência confiável” — torna as transações de suprimento e venda das empresas bastante incertas. Acaba, também, estreitando o mercado de crédito. Sendo mais difícil recuperar um empréstimo, as taxas de juros acabam tornando-se demasiadamente elevadas, especialmente para novatos com pouca reputação no mercado.<sup>95</sup>

Nesse ambiente de escassez de crédito e elevados custos de transação, determinados grupos podem desenvolver competências de gestão de contratos e manejo dos trânsitos legais para se estabelecerem operações produtivas. Os grupos podem também alocar recursos financeiros dos sócios para diversas unidades ou utilizar a sua reputação e seu peso no mercado como forma de conseguir empréstimos mais baratos. Criam, com isso, um *mercado de capitais interno*: alocações de capital que favorecem mutuamente diversos negócios sob o mesmo teto. Um ou mais proprietários concentram seu patrimônio em um grupo consolidado, garantem o controle das operações e estabelecem procedimentos internos de

maximização da sua riqueza em negócios atuais ou novos. A firma expande suas fronteiras.

Não menos importante, os grupos também podem suprir sérias limitações de infraestrutura presentes em muitos países emergentes ou em estágio de desenvolvimento. No Brasil, esse ponto é muito bem ilustrado pela estratégia do grupo de agronegócios André Maggi.<sup>96</sup> Da família de Blairo Maggi, que foi governador do Mato Grosso de 2003 a 2010, a sua unidade agropecuária era considerada a maior produtora de soja do mundo. De forma sinérgica, o grupo atuava também em negócios “antes e depois da porteira”, como, por exemplo, produção de sementes e comercialização de grãos. Em 1986, decidiu se expandir para uma região no noroeste de Mato Grosso, próximo a Rondônia — à época, nos limites da fronteira agrícola. Embora as condições de solo e clima da região tenham se mostrado excepcionais, havia um problema sério: para transportar soja da região para o principal canal de exportação do produto — o Porto de Paranaguá, no Paraná — eram necessários nada menos que 2.500 km percorridos, de forma onerosa, por caminhões em estradas de péssima qualidade. O que era um empecilho tornou-se uma oportunidade: o grupo decidiu criar a sua própria rota logística. Em vez de descer até o Porto de Paranaguá, a soja poderia caminhar pelo norte, através da Floresta Amazônica, embarcando, de lá, em navios com destino a países compradores na América do Norte, Europa ou Ásia. Para executar essa operação, foi criada uma firma de logística, a Hermasa, em parceria com o governo do Amazonas e com financiamento do BNDES. Foram então investidos recursos em uma rota hidroviária pelo rio Madeira e um porto, com instalações modernas, na cidade de Itacoatiara, à beira do rio Amazonas.

Inaugurada em 1997, a nova rota tornou-se sucesso imediato, reduzindo o custo de transporte da soja em quase um terço e estabelecendo um novo negócio lucrativo para o grupo.

Esse caso também ilustra o ponto de Nathaniel Leff de que informação é um recurso que pode ser internalizado por grupos privados: havendo clara oportunidade de investimento que não seja percebida pelo mercado, pode ser vantajoso à corporação investir ela própria e com isso expandir suas fronteiras para novas atividades de elevado retorno.<sup>97</sup>

### 4.3. A VISÃO NEGATIVA DOS GRUPOS

Críticos dos grupos em países emergentes apontam três potenciais problemas. Primeiro, a estrutura de propriedade concentrada de muitos grupos pode abrir espaço para que sócios controladores utilizem transferências internas em seu benefício próprio. As corporações frequentemente promovem, entre suas unidades internas, transações diretas ou indiretas — que, no Brasil, são chamadas de *transações entre partes relacionadas*. Por exemplo, uma firma do grupo pode vender matéria-prima para outra firma do mesmo grupo e, com isso, receber um preço preestabelecido. Se essas unidades forem de propriedade de um único dono, será como retirar de um bolso para colocar em outro. Conflitos podem existir, entretanto, quando existirem sócios minoritários em algumas das unidades empresariais que pertencem ao grupo.

Suponha, por exemplo, que um grupo tenha duas firmas: uma com foco em atividades de manufatura e outra prestando serviços de tecnologia de informação (TI). O grupo tem controle majoritário nas duas firmas, porém a unidade de TI tem participação de sócios minoritários externos, que não controlam o grupo como um todo. O controlador de grupo pode, nesse caso, forçar a firma de TI a cobrar um preço “camarada”, mais baixo que o mercado, nos serviços prestados à firma de manufatura. Parte do lucro que a primeira conseguiria com seus serviços será artificialmente capturada pela última, que receberá o desconto à custa dos acionistas minoritários da empresa de TI. Assim, o controlador do grupo coloca no seu bolso dinheiro que é retirado do seu outro bolso e do bolso dos

minoritários. Infelizmente, essas transferências disfuncionais são comuns, inclusive no Brasil.<sup>98</sup>

O conflito torna-se ainda mais grave quando os grupos exibem estruturas *piramidais* de controle. Suponha, por exemplo, um dono último com 51% do capital votante de uma firma intermediária  $I_1$ , que tem 51% do capital votante de outra firma intermediária  $I_2$ , esta última abarcando, por sua vez, 51% do capital votante de uma empresa final  $F$ . O dono último, então, obterá controle integral de  $F$  com aproximadamente 13% do capital dessa firma (isto é,  $51\% \times 51\% \times 51\%$ ). Se  $F$  tiver outros acionistas diretos com mais de 13% do seu capital, o dono último conseguirá um controle desproporcional ao montante que efetivamente investiu na firma. Logo, poderá usar o seu maior poder de controle para realizar transações entre partes relacionadas visando a favorecer outras firmas do seu grupo em detrimento dos acionistas diretos de  $F$ . Embora conflitos entre acionistas majoritários e minoritários não sejam exclusivos de grupos, a existência de múltiplos negócios, várias vezes exibindo múltiplos acionistas inseridos em complexas pirâmides societárias, exacerba bastante o problema.

Uma segunda crítica aos grupos é relacionada ao que discutimos no capítulo anterior: em vez de mecanismos para reduzir custos de transação, os grupos podem ser máquinas de captura de *benefícios públicos*. Nesse caso, a “informação” que pode ser alavancada para múltiplos negócios, à qual Nathaniel Leff se refere na passagem anterior, advém de competências para detectar movimentos do setor público e gerenciar o ciclo clientelista descrito na Figura 3.3. Um grupo que aprender os meandros da burocracia estatal nas suas interações, digamos, com o setor petrolífero pode usar esse

conhecimento para outros negócios regulados e de elevada interface pública (construções, energia elétrica, telecomunicações, e assim por diante). Da mesma forma, doações para certas coalizões políticas tendem a ser gerais ao invés de setorialmente específicas. Em outras palavras, um grupo pode acessar suas conexões políticas para favorecer seus múltiplos negócios. Por exemplo, um grupo pode acionar algum político para resolver problemas regulatórios em determinado setor e, ao mesmo tempo, solicitar ajuda para obter linhas de crédito diferenciadas para outra atividade.<sup>99</sup>

Certamente, nem todo grupo empresarial irá embasar seus negócios nesse tipo de estratégia e nem todo político irá se submeter a tal influência. Mas a expansão multissetorial de determinados grupos pode justamente ser explicada pela sua capacidade diferenciada de lidar com políticas governamentais e setores com forte interferência do Estado. Dos 20 maiores grupos listados na [Tabela 4.1](#), vários figuraram na lista dos 20 maiores doadores do candidato vencedor (Lula) da campanha presidencial de 2006 ([Tabela 4.2](#)). Obviamente, essa sobreposição é esperada, pois as maiores firmas têm mais capacidade financeira para fazer as maiores doações. Além disso, essas doações não serão necessariamente articuladas como mecanismo de corrupção ou favoritismo explícito. Porém, certos grupos podem ter competências distintas para acionar o sistema político como uma proteção contra decisões prejudiciais. Podem, também, ao longo do tempo, aprender a “dançar conforme a música” que é tocada pelo governo. Eventuais intervenções engendradas pelo setor público serão, dessa forma, amplificadas pela resposta consequente de alguns grupos privados buscando explorar novas “oportunidades” setoriais.



**Tabela 4.2.** Os 20 maiores doadores corporativos da campanha presidencial de Lula em 2006 (valores oficialmente declarados no Tribunal Superior Eleitoral)

<b>Doador</b>	<b>Valor (R\$)</b>
Vale	4.050.000,00
Cutrale	4.000.000,00
Camargo Corrêa	3.504.000,00
Banco Itaú	3.500.000,00
Gerdau	3.100.000,00
JBS-Friboi	2.502.000,00
Bradesco	2.500.000,00
CSN/Vicunha	2.266.000,00
FSTP Brasil	2.000.000,00
Votorantim	1.700.000,00
OAS	1.700.000,00
Andrade Gutierrez	1.520.000,00
Banco ABN AMRO Real	1.500.000,00
Ambev	1.500.000,00
Unibanco	1.300.000,00
Embraer	1.300.000,00
Coopersucar	1.286.000,00
UTV Engenharia	1.000.000,00
Unigel/Acrinor	2.000.000,00
Instituto Brasileiro de Siderureia (IBS)	1.000.000,00

*Fonte: Dados do TSE reportados em “Vale lidera lista de doadores de Lula”, Valor Econômico, 29/11/2006 (artigo de Christiane Agostine, André Vieira e Juliano Basile).*

Esse efeito é claramente ilustrado pela forma como grupos econômicos brasileiros reagiram à “Lei de Informática”, de 1984, que instituiu programas de apoio e proteção à então nascente indústria de computadores no Brasil. Estimulada pela intervenção governamental, a Itautec migrou de um departamento interno de TI do grupo Itaú para uma firma especializada em manufatura e serviços de computação. Em 1987, o grupo já passava a atuar em áreas correlatas como semicondutores, telecomunicações e produtos eletrônicos (Philco). O grupo Bradesco criou uma subsidiária chamada Digilab e estendeu participações acionárias para outros empreendimentos do setor. Firmas diversas, muitas associadas a famílias e grupos locais, proliferaram. A orientação eminentemente doméstica dessas iniciativas, entretanto, acabou não criando um setor capaz de competir com produtos mais avançados, e a preços mais baixos, que apareciam em várias partes do globo. Entretanto, é inegável que os grupos responderam estrategicamente à ação do governo e que algumas dessas iniciativas persistiram ao longo do tempo (caso da própria Itautec).<sup>100</sup>

Outro exemplo, mais recente, envolve as movimentações ocorridas no setor de fertilizantes brasileiro. Em 2008, o então ministro de Assuntos Estratégicos da Presidência e professor da Universidade de Harvard, Roberto Mangabeira Unger, declarou que o Brasil deveria se tornar “autossuficiente” no setor de fertilizantes buscando se livrar do que ele chamou de “cartel de fornecedores” do produto. Chegou-se até mesmo a sugerir uma estatal para o setor. As discussões continuaram ao longo de 2009 e, em 2010, a Vale anunciou uma agressiva estratégia de aquisição de empresas de fertilizantes (Fosfértil e sua controladora, Fertifos). Segundo

executivos do grupo, existiriam amplas oportunidades nesse setor e potenciais sinergias com o modelo de negócios do grupo. Porém, por que esse movimento foi feito somente após o governo ter anunciado sua intervenção no setor? Afinal, em 2003, a própria Vale havia vendido para o grupo Bunge as posições acionárias que detinha na Fosfértil, alegando o desejo de centrar esforços nas atividades de mineração e logística.<sup>101</sup> Uma vez concretizadas as aquisições, o grupo ampliará suas fronteiras para mais um segmento. Talvez não pelos méritos do negócio em si, mas devido aos benefícios que o setor terá a partir de intervenções do Estado.<sup>102</sup>

Finalmente, a terceira crítica aos grupos baseia-se em eventuais efeitos *anticompetitivos* da sua presença. Isto é, os grupos podem ser canais de conluio e criação de poder de mercado: maiores preços para os seus clientes, menores preços para os seus fornecedores. Como esse argumento apresenta diversos desdobramentos, será discutido em detalhes a seguir.

## 4.4. JOGOS DE ELITE

Em 1999, com o advento de leilões de concessão para explorar rodovias, um time de grupos brasileiros — Andrade Gutierrez, Camargo Corrêa e Serveng-Civilsan — fundou a Companhia de Concessões Rodoviárias (CCR). A empresa rapidamente tornou-se uma das maiores do país, gerenciando diversas estradas tidas como de excelente qualidade, como o Sistema Rodoviário Castello Branco–Raposo Tavares e a Rodovia Presidente Dutra. Esse tipo de junção societária não é novidade para nós: discutimos, por várias vezes, como os consórcios entre donos têm sido frequentes no ambiente corporativo brasileiro. No caso da CCR, entretanto, chama a atenção um comentário realizado por um ex-diretor da empresa, explicando as razões para a constituição de consórcios desse tipo:

Você já ouviu falar no Equilíbrio de Nash? Vem da Teoria dos Jogos. No caso, três concorrentes, a vida inteira concorrendo, cada um com interesse de conquistar o máximo. Só que, quando estão disputando o mesmo mercado, a conquista do máximo é impossível para todos. Então, abdica-se individualmente do máximo e adota-se o caminho dos interesses comuns.<sup>103</sup>

Esses “interesses comuns”, entretanto, são interesses privados que nem sempre se alinham ao bem-estar da sociedade de forma ampla. Já que o executivo citou teoria dos jogos e um dos seus principais conceitos, o equilíbrio de Nash (criado por John Nash, o famoso protagonista do livro e filme *Uma mente brilhante*), usarei a seguir uma aplicação bastante simplificada dessa teoria para mostrar como os grupos podem se engajar em práticas anticompetitivas. Os leitores familiarizados com jogos de competição podem pular, sem prejuízo à leitura, os próximos oito parágrafos.

Considere duas empresas, que denominarei Firma 1 e Firma 2, competindo em um mercado A por meio de decisões de preços. Embora as firmas, na prática, escolham diversos níveis de preços, assumirei, para simplificar a história, que existem somente dois níveis a serem escolhidos: “preço normal” (\$ 2 por unidade) e “preço com desconto” (\$ 1 por unidade). Esse “preço” é um valor líquido, ou seja, o custo do produto já foi extraído. Trata-se de um contexto no qual as empresas deverão decidir se aplicam ou não descontos a clientes para abocanhar uma fatia maior do mercado. Com as devidas adaptações, situações estratégicas similares ocorrem em outros tipos de decisão, como lances em leilões, gastos em propaganda, investimentos em expansão produtiva e planos de entrada em mercados.

As firmas têm, inicialmente, pesos diferentes nesse mercado. A Firma 1 abarca 25% da demanda, correspondendo a 10 milhões de unidades vendidas por mês. A Firma 2 detém o restante, 30 milhões de unidades (75%). Logo, se as duas firmas venderem ao preço normal (\$ 2), a Firma 1 ganhará  $10 \times \$ 2 = \$ 20$  milhões, ao passo que a Firma 2 obterá  $30 \times \$ 2 = \$ 60$  milhões. O que acontece se uma firma der o desconto, baixando o preço para \$ 1? Para evitar mais complicações, considerarei que essa demanda é fixa ou, como dizem os economistas, “inelástica” — isto é, não varia com os preços cobrados. Além disso, assumirei que as firmas não têm restrições de capacidade produtiva: elas podem, se quiserem, “roubar” todo o mercado.<sup>104</sup> Assim, suponha que, se uma firma cobrar o preço normal e a outra der o desconto, esta última conseguirá retirar toda a demanda do seu concorrente, vendendo 40 milhões de unidades. Nesse caso, a firma que der o desconto terá um ganho de  $40 \times \$ 1$

= \$ 40 milhões, ao passo que a outra obterá \$ 0. Se as duas firmas derem o desconto, por fim retornarão à partilha inicial (25% e 75%), porém com ganhos menores, refletindo os descontos concedidos:  $10 \times \$ 1 = \$ 10$  e  $30 \times \$ 1 = \$ 30$  milhões, respectivamente, para as Firmas 1 e 2.

A [Figura 4.2](#) ilustra esse contexto de interação estratégica utilizando a representação de jogos. Uma vez que cada firma pode escolher dois níveis alternativos de preços, existem quatro combinações possíveis de resultados. Se as firmas forem racionais, farão movimentos antecipando o que o oponente poderá escolher. Observe, por exemplo, a Firma 1: qualquer que seja o movimento da Firma 2, é melhor para ela dar o desconto. Se a Firma 2 não der o desconto, a Firma 1 aumentará seus ganhos de \$ 20 para \$ 40 milhões se abaixar o preço. Se a Firma 2 der o desconto, é melhor para a Firma 1 fazer o mesmo, pois, caso contrário, não venderá nada. Assim, a Firma 1 *sempre* dará o desconto. Antecipando isso, para garantir a sua parcela de mercado, a Firma 2 abaixará o preço também. No final, as duas firmas adotarão a política de desconto, ainda que seja melhor, para as duas, manter preços elevados. Esse é o chamado *equilíbrio de Nash*, que foi citado pelo ex-executivo da CCR. O interesse individual das firmas levará a uma situação mutuamente prejudicial.<sup>105</sup>

MERCADO A  
 Vendas (mensais) de 40 milhões de unidades  
 A Firma 2 tem originalmente 75% do mercado (30 milhões de unidades)  
 Os valores abaixo são em milhões de reais (preços já excluem custos de produção)

		Firma 2 escolhe...	
		Preço normal (\$ 2)	Preço com desconto (\$ 1)
Firma 1 escolhe...	Preço normal (\$ 2)	Firma 1 ganha \$ 20 Firma 2 ganha \$ 60	Firma 1 ganha \$ 0 Firma 2 ganha \$ 40
	Preço com desconto (\$ 1)	Firma 1 ganha \$ 40 Firma 2 ganha \$ 0	Firma 1 ganha \$ 10 Firma 2 ganha \$ 30

**Figura 4.2** Jogo de desconto de preços entre duas firmas, em um mercado específico. Jogado uma única vez, o resultado racional desse jogo seria preço com desconto, que é pior para as duas empresas. Se jogado várias vezes, as duas firmas podem tentar manter preços elevados. Se a Firma 1 “desviar”, ao dar o desconto para abocanhar uma parcela maior do mercado, receberá em um próximo período uma “punição” da Firma 2, que então escolherá preço com desconto.

É possível chegar a um equilíbrio mais lucrativo que concilie os “interesses comuns” das duas empresas? Sem dúvida. Elas podem constituir um *cartel* responsável por combinar preços (ou quantidades produzidas) e aplicar penalizações cruzadas se uma ou outra desviar do equilíbrio combinado. Entretanto, tais acordos são ilegais: evidências explícitas de encontros e conversas entre executivos para combinar preços podem facilmente resultar em processo e condenação por órgãos de defesa da concorrência. Nesse caso, existirá prova irrefutável de prática anticompetitiva — o que, na língua inglesa, é chamado de *smoking gun* (a arma com fumaça saindo do cano, denunciando o crime). Mas, mesmo que não exista um cartel formal, as firmas podem adotar estratégias implícitas de

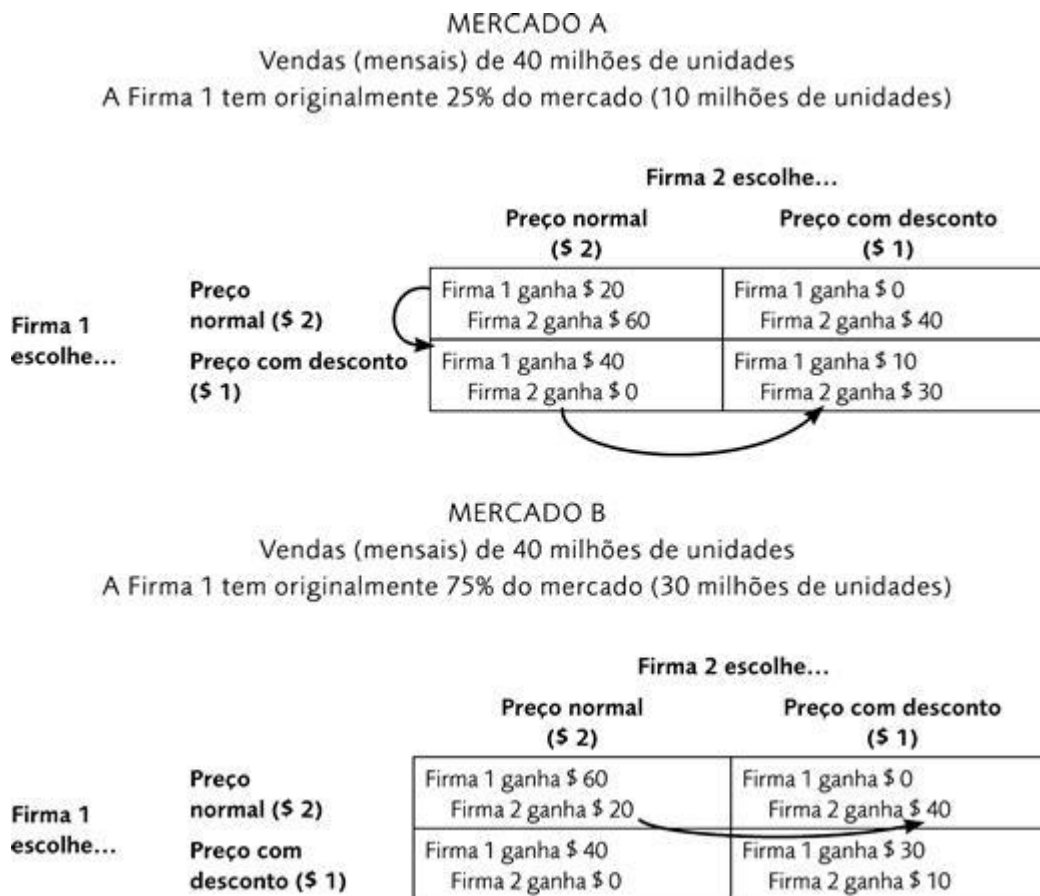
coordenação de preços pelo simples fato de interagirem de forma *repetida*, com término indefinido.

Usando ainda o exemplo da [Figura 4.2](#), suponha que as duas firmas estejam, inicialmente, em uma situação de preços sem desconto. O crucial será examinar se as firmas terão incentivos para *desviar* dessa situação. Já vimos que, em um único período, será vantajoso para a Firma 1 abaixar o preço e abocanhar o mercado da Firma 2. O ganho que a Firma 1 terá, ao fazer isso, será  $\$ 40 - \$ 20 = \$ 20$  milhões em determinado mês. Porém, a partir do próximo período, a Firma 1 poderá punir a sua concorrente escolhendo preço baixo também. A Firma 1 deixará, então, de ganhar a diferença entre o que obteria em uma situação de preços elevados ( $\$ 20$ ) e o que passará a receber quando o desconto for generalizado ( $\$ 10$ ), ou seja,  $\$ 10$  milhões por mês. Se essa firma for razoavelmente “paciente”, isto é, se tiver algum senso de longo prazo, ela poderá achar que o ganho momentâneo de  $\$ 20$  milhões não compensa as perdas futuras de  $\$ 10$  milhões por mês pelo fato de o mercado reverter à situação de preços baixos. Um novo equilíbrio de Nash torna-se possível, com as duas firmas evitando desviar por meio do desconto. Citando mais uma vez o ex-executivo da CCR, a Firma 1 “abdicará individualmente do máximo” (conquistar todo o mercado no curto prazo) em prol de “interesses comuns” (maiores preços no longo prazo). Não é preciso dizer que preços maiores favorecem as firmas, mas são lesivos aos consumidores.

A presença de grupos torna esse equilíbrio mais provável simplesmente porque, com múltiplas unidades, em múltiplos setores e regiões, os pontos de interação dos jogadores aumentam substancialmente. A [Figura 4.3](#) expande o nosso contexto ao



considerar *dois* mercados, “A” e “B”, correspondendo a duas atividades setoriais ou regiões distintas. As nossas firmas agora são grupos. Elas têm unidades nos dois mercados, embora com participações diferentes: enquanto o mercado A é o carro-chefe da Firma 2 (que tem 75% desse mercado), o mercado B é o carro-chefe da Firma 1 (igualmente com 75% nesse outro mercado). Os preços e parâmetros de demanda são os mesmos. Assim, o mercado A é o espelho do mercado B, e vice-versa.



**Figura 4.3** Jogo de desconto de preços entre duas firmas, desta vez em dois mercados. Em uma interação repetida, se a Firma 1 “desviar” ao dar o desconto no mercado A (quadro superior), a Firma 2 pode “punir” não somente no mercado A, mas também no

mercado B, que tem maior peso nas receitas da Firma 1 (é o seu “carro-chefe”). O contra-ataque, nesse caso, será mais doloroso para a Firma 1.

É fácil ver que, agora, o escopo de punição é muito maior. Observe, primeiramente, que não vale a pena para a Firma 1 desviar de uma situação inicial de preços elevados no mercado B. Se fizer isso, supondo que a Firma 2 mantenha o preço elevado, a Firma 1 terá seu ganho reduzido de \$ 60 para \$ 40 milhões. A explicação é simples: como a Firma 1 já tem grande peso no mercado B, terá pouco a ganhar e muito a perder com o desconto. Ao reduzir preços, conquistará apenas 25 pontos percentuais de mercado, à custa de uma queda substancial no valor das suas vendas já existentes (os 75% que já dominava). Situação idêntica ocorre com a Firma 2 no mercado A.<sup>106</sup>

Assim, podemos centrar nossa análise nos incentivos ao desvio no mercado onde a firma tem menor participação. Se a Firma 1, por exemplo, desviar no mercado A, obterá um ganho de \$ 20 milhões. Porém, nos próximos meses, não somente deixará de ganhar com preços mais elevados no mercado A, como também sofrerá uma grande perda no mercado B. Nesse mercado, a Firma 1 será provavelmente punida pelo seu oponente, que aplicará o desconto no período seguinte; antecipando isso, a própria Firma 1 irá praticar preços mais baixos. Como resultado, a Firma 1 deixará de ganhar \$ 60 – \$ 30 = \$ 30 milhões por mês no mercado B (a diferença entre o que obteria com preços elevados e a situação final com desconto generalizado). Compare esse valor com a perda mensal que a Firma 1 terá no mercado A, onde tem menor participação (\$ 10 milhões). Ao atingir em cheio o carro-chefe da Firma 1, o contra-ataque da Firma 2 infligirá uma dor três vezes mais intensa.<sup>107</sup>

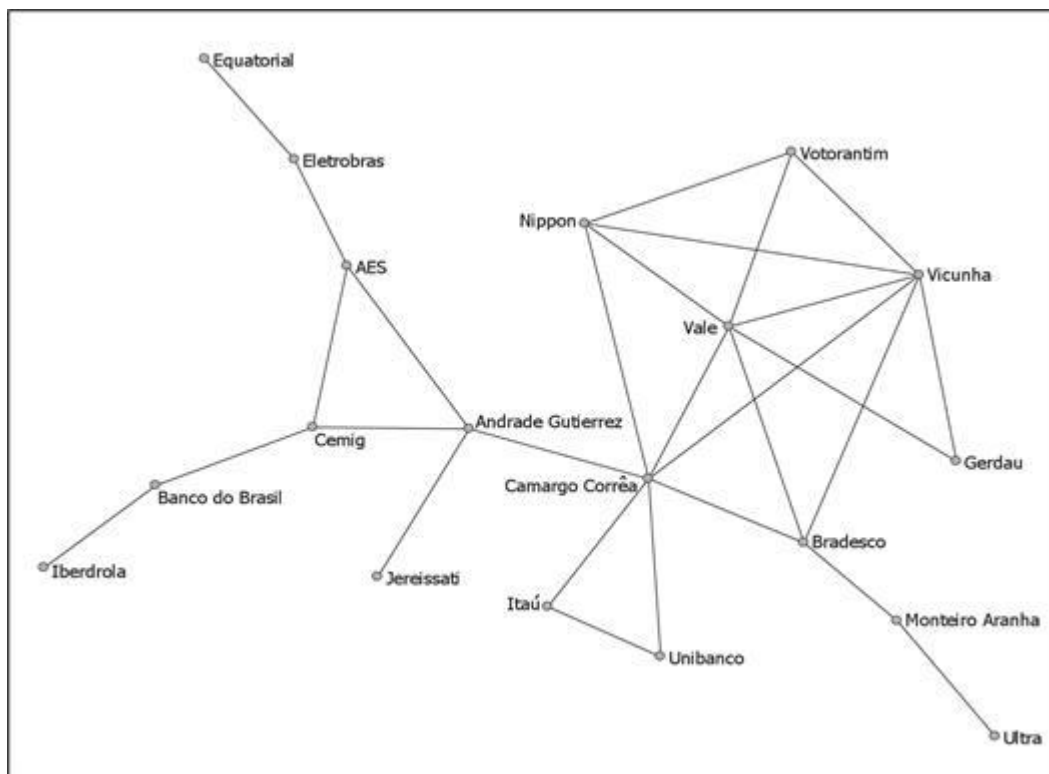
Dessa forma, a interseção multissetorial de vários grupos e o fato de muitos deles exibirem carros-chefe distintos são fatores que, na realidade, *facilitam* acordos de preços. Uma “guerra generalizada” será muito mais custosa em um cenário de múltiplos mercados, especialmente se ataques e contra-ataques ocorrerem nos mercados carro-chefe. Talvez de forma paradoxal, a iminência da guerra tenderá a disciplinar os grupos. Adicione-se a isso o fato de que alguns grupos podem, ao longo do tempo, desenvolver toda a “tecnologia” necessária para estabelecer acordos de preços — conhecimento de mercado, mecanismos de operação, contatos velados — e aplicar esse conhecimento nos vários setores onde atuam. No Brasil, várias denúncias de cartéis e esquemas de conluio de preços foram observados em setores com amplo envolvimento de grupos: cimento, suco de laranja, fertilizante.<sup>108</sup> Aprender a *não* competir pode, no final das contas, ser muito valioso.

## 4.5. REDES DE GRUPOS

A interdependência estratégica de grupos pode também ser definida por um aspecto que já brevemente discutimos neste capítulo: laços societários em empresas comuns. Vimos como a MRS Logística, por ser controlada pela Vale e pela CSN/Vicunha, estabelece um laço implícito (projetado) entre esses grupos. A CCR Rodovias, por resultar de uma associação de grupos distintos (Andrade Gutierrez, Camargo Corrêa e Serveng-Civilsan), também projeta um laço entre eles. A compra da Brasil Telecom pela Oi em 2008 consolidou o laço societário entre os grupos nacionais Jereissati e Andrade Gutierrez, já existente na antiga Telemar (precursora da Oi). Bradesco e Mitsui entrelaçam-se no bloco de controle da Vale. No início de 2010, Camargo Corrêa e Votorantim firmaram participações societárias conjuntas na empresa portuguesa de cimentos Cimpor. Criam-se, assim, *redes de grupos*: agrupamentos de corporações que já são, elas mesmas, conjuntos de empresas e proprietários.

Para visualizar essas aglomerações de forma mais ampla, voltemos à base de dados utilizada nas análises de mundos pequenos corporativos ([Capítulo 2](#)). O primeiro passo é classificar as firmas em grupos a partir de uma análise minuciosa do perfil societário de cada empresa e, quando disponível, do seu acordo de acionistas. O [Apêndice 1](#) descreve em mais detalhes essa metodologia de codificação. Uma vez definidos os grupos, projeta-se um laço entre eles quando um apresentar participações societárias (minoritárias ou majoritárias) em firmas do outro ou vice-versa. Essas participações podem ser diretas ou indiretas (isto é, via pirâmides societárias).

Seguindo os capítulos anteriores, considero apenas posições acionárias com direito a voto. A [Figura 4.4](#) mostra visualmente essas conexões para o ano de 2009.



**Figura 4.4** Redes de grupos no Brasil em 2009: projeta-se um laço entre dois grupos quando um apresenta participações societárias com direito a voto (majoritárias ou minoritárias, diretas ou indiretas) em uma firma afiliada do outro grupo, ou vice-versa.

Em alguns casos, os laços entre grupos resultam simplesmente da diversificação dos investimentos de proprietários brasileiros, especialmente famílias com gigantesco patrimônio. Seria, como diz o adágio popular, uma forma de colocar os ovos em cestas diferentes — no nosso caso, grupos econômicos distintos. A participação acionária da Camargo Corrêa na controladora do grupo Itaú (Itaúsa) é um exemplo. São laços que, muitas vezes, se originam de posições

históricas que os grupos e suas famílias estabeleceram no passado. Um estudioso de grupos econômicos na década de 1960, Maurício Vinhas de Queiroz, já havia assinalado que “raros são os grupos totalmente *circunscritos*, isto é, que não mantenham interconexão financeira ou pessoal com outro grupo qualquer”.<sup>109</sup>

Porém, em grande parte, as aglomerações observadas entre os grupos decorrem de participações conjuntas em empreendimentos e consórcios definidos setorialmente. Por exemplo, o agrupamento contendo Vale, Vicunha e Gerdau resulta da junção desses grupos no capital da MRS Logística. Nippon, Votorantim e Camargo Corrêa associavam-se ao grupo indiretamente, via suas posições na Usiminas, que também era acionista da MRS. Devido à sua parceria com a Camargo Corrêa no capital da CCR Rodovias, a Andrade Gutierrez ligava, indiretamente, a aglomeração anterior a um novo conjunto de grupos nos setores elétrico e de telefonia. Isso se dava pela coparticipação da Andrade Gutierrez no capital da Oi (com o grupo Jereissati) e da Light (juntamente com o grupo estatal Cemig que, por sua vez, ligava-se à multinacional norte-americana AES).

Já sabemos, do [Capítulo 2](#), que uma característica fundamental do capitalismo brasileiro mais recente, após a década de 1990 foi a formação de inúmeros consórcios envolvendo múltiplos proprietários, suportados por acordos de acionistas definindo direitos e obrigações das partes. Conversando com executivos e analistas de negócios no Brasil, é comum ouvir que essas associações foram necessárias para que houvesse fôlego financeiro nas várias oportunidades de aquisição e concessão que surgiram após a década de 1990. Uma vez sozinho, um grupo poderia não ter capital suficiente para comprar uma empresa em processo de privatização

ou participar de um leilão público de grande escala. Permitir a formação de consórcios foi, e continua sendo, uma das formas de viabilizar eventos de venda ou concessão de ativos públicos.

Podemos avançar um pouco mais esse argumento, retomando a visão positiva dos grupos apresentada anteriormente. É possível que, mais do que uma mera junção de recursos financeiros, os laços entre os grupos sejam uma forma de reduzir custos de transação e explorar estruturas e competências compartilhadas. Ao se atrelar a vários grupos, a MRS Logística consegue um fluxo estável de mercadorias para sua malha ferroviária e os grupos controladores barateiam suas operações até os pontos de exportação. Nos leilões do setor elétrico, especialmente na fase de geração, pode ser interessante a participação de várias empresas industriais como “autoprodutoras”: com isso, o consórcio vencedor consegue um canal garantido de venda de energia e as empresas industriais se abastecem de energia a menor preço. Negócios compartilhados entre múltiplos grupos — as chamadas *joint ventures* — são muito comuns em vários países e podem envolver até competidores diretos. Cunhou-se até mesmo o nome “co-opetição” para descrever um cenário onde as firmas se articulam em projetos cooperativos e, ao mesmo tempo, preservam diversos pontos de competição.<sup>110</sup> Por exemplo, Vale e CSN/Vicunha competem em metais, mas cooperam em logística.

Os mais céticos podem refutar esses argumentos de várias formas. Dado que empresas ligadas ao governo — BNDES e fundos de pensão de estatais — têm se envolvido ativamente em consórcios, é possível que alguns grupos domésticos já tenham capital suficiente para participar individualmente de eventos de privatização e

concessão. No final do processo, certos grupos ganham nas duas pontas: recebem capital diferenciado do governo e mantêm laços entre si. Mais ainda, um aumento da competição nos leilões poderia ser feito com uma entrada mais livre de empresas estrangeiras, que são normalmente mais capitalizadas. Como veremos no próximo capítulo, entretanto, muitas empresas estrangeiras acabam tendo, de uma forma ou de outra, de se associar a consórcios domésticos.

Além disso, ainda que reduzam os custos de transação, os laços entre os grupos podem ser uma forma de suportar práticas anticompetitivas, na linha do que discutimos anteriormente. Ao juntar múltiplos grupos em uma única firma, a formação de um consórcio tende a reduzir o número de competidores potenciais em determinado mercado. Efeito similar pode ocorrer caso os grupos tenham participações societárias em firmas uns dos outros. Permita-me retornar ao exemplo da [Figura 4.2](#). Imagine que a Firma 1 tenha 40% do capital da Firma 2, o que fará que ela receba parte dos lucros desta última (que totalizam \$ 60 milhões). Assim, se as duas estiverem cobrando preço normal, a Firma 1 receberá  $\$ 20 + \$ 60 \times 40\% = \$ 44$  milhões. Se a Firma 1 desviar e der o desconto, obterá  $\$ 40 + \$ 0 \times 40\% = \$ 40$  milhões. Agora a estratégia de desconto é completamente desvantajosa.

Para esse mecanismo funcionar, não é necessário que os grupos estejam nos mesmos mercados. Assim, em vez de “dar ou não desconto”, a escolha estratégica da Firma 1 pode ser “entrar ou não no mercado da Firma 2”. Se as firmas pertencerem a grupos com algum tipo de ligação societária, os incentivos à entrada serão, da mesma forma, atenuados. Esse resultado será ainda mais forte se existirem laços *cruzados*: uma firma com participação em outra e



vice-versa. Com mais laços em várias direções, os grupos sentirão o impacto de uma eventual guerra não somente no seu bolso, mas também no bolso dos seus atuais ou potenciais concorrentes (os seus sócios).<sup>111</sup> Haverá pouco incentivo para efetuar descontos de preços, ataques agressivos de expansão produtiva ou entrada em novos mercados dominados por grupos.

Não à toa, laços cruzados já passam a entrar no radar de órgãos de defesa da concorrência no Brasil. Em 2009, a Secretaria de Direito Econômico (do Ministério da Justiça), ecoando preocupações do ministro Mangabeira Unger, recomendou investigações contra um suposto cartel de empresas de fertilizantes no Brasil. A Secretaria de Acompanhamento Econômico (do Ministério da Fazenda) já havia realizado um estudo apontando elevada concentração no setor e chamando a atenção para controles acionários entrelaçados entre firmas. O principal ponto de ligação era a Fertifos/Fosfértil, controlada por diversos grupos multinacionais como Bunge, Mosaic (*joint venture* entre os grupos norte-americanos Cargill e IMC) e Yara (da corporação norueguesa Hydro), além de dois grupos nacionais (Fertipar e Heringer). Outro motivo de preocupação era que a Bunge e a Cargill apresentavam múltiplos pontos de contato em seus negócios: não apenas fertilizantes, mas também comercialização de grãos e produção de alimentos.<sup>112</sup> Mas lembre que a Vale, em 2010, costurou diversos acordos para adquirir por completo o controle da Fertifos/Fosfértil: Bunge, Cargill e Yara saíram do bloco controlador. Assim, o setor acabou migrando de um contexto de conluio potencial — em função dos laços cruzados entre os grupos — para um quase monopólio. Terá sido a cura pior que a doença?

## 4.6. OS GRUPOS E O CAPITALISMO DE LAÇOS

Os grupos refletem os dilemas fundamentais do capitalismo de laços: a sua presença gera efeitos potencialmente positivos e negativos. Do lado positivo, podem ser reflexo do genuíno desejo de reduzir custos de transação e seus efeitos colaterais — notadamente, escassez de crédito — com a articulação de recursos e competências dinamizando múltiplos negócios. No Brasil, ainda existem importantes limitações ao desenvolvimento empresarial causadas por incerteza jurídica, entraves burocráticos e falta de infraestrutura de qualidade. Assim, uma empresa atuante em um negócio exportador, por exemplo, pode grandemente se beneficiar de investimentos logísticos feitos pelo próprio grupo. Se esse é o caso, a junção de múltiplos negócios em um único grupo pode efetivamente resultar em ganhos, não somente para os seus proprietários, mas também para a sociedade em geral, que terá firmas mais dinâmicas e eficientes. O fato de a maior parte dos grupos no Brasil apresentar negócios mais ou menos relacionados é consistente com essa visão. Ao que parece, muitos grupos se expandem para explorar ganhos sinérgicos entre negócios, suportados por uma estrutura corporativa comum.

Entretanto, alguns grupos podem estabelecer estratégias embasadas em clientelismo e/ou conluio. Discutimos várias formas de como isso pode ocorrer. Alguns grupos irão se espalhar pela economia tentando maximizar pontos de contato com o governo por meio de setores regulados ou com elevada interferência pública. Esses grupos se inserem diretamente no ciclo de interface público-

privada discutido no capítulo anterior (Figura 3.3). Nesse caso, a “coerência” dos negócios do grupo se dará menos pelas sinergias diretas entre suas diversas atividades e mais pelo uso de um recurso de elevada aplicação em múltiplos setores: conexões políticas. Da mesma forma, certos grupos podem centrar sua atuação em mercados mais concentrados e com maior potencial de acordos cooperativos entre competidores. Cooperação, aqui, será mais no sentido de atenuar rivalidades do que explorar ideias e competências conjuntas. Obviamente, isso não implica que esses grupos também não queiram ou não consigam reduzir custos de transação por meio de sua atuação multissetorial. O ponto, aqui, é que haverá heterogeneidade de estratégias: certos grupos darão mais peso que outros no estabelecimento de canais para lidar com o setor público e/ou com a concorrência.

Dessa forma, com o presente capítulo e os anteriores, concluo o cerne da discussão sobre o capitalismo de laços, determinado pela conexão interdependente entre grupos econômicos, sistema político e governo (reveja a [Figura 1.2](#)). No próximo capítulo, discuto como um tipo particular de grupo — a corporação *estrangeira* — se insere nesse contexto.

## CAPÍTULO 5

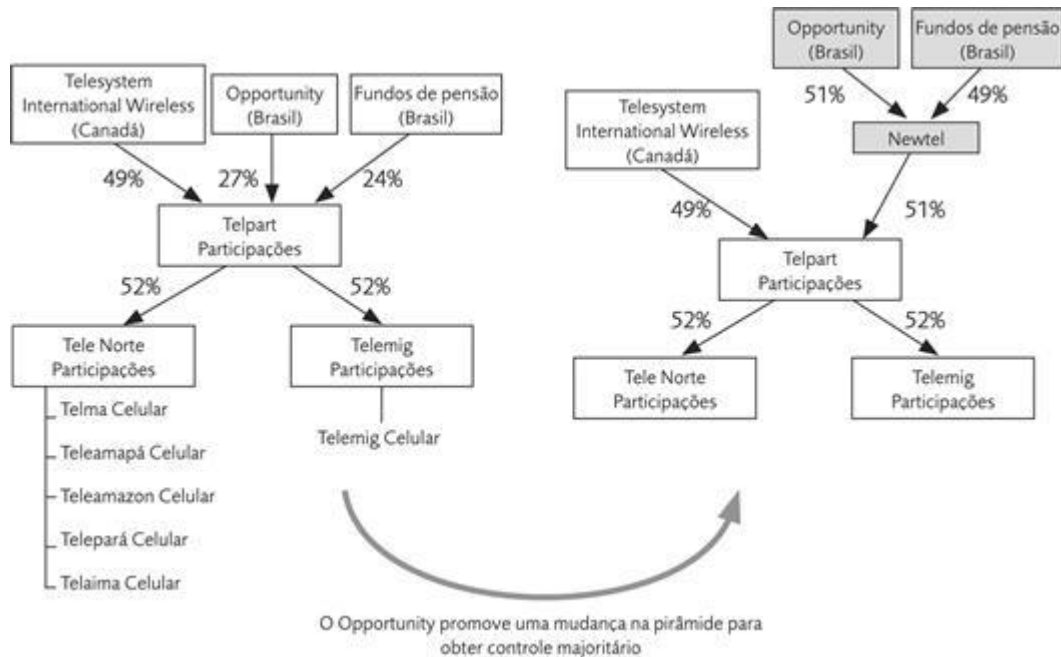
# IMPERIALISTAS OU INOCENTES EM TERRA DESCONHECIDA? OS GRUPOS ESTRANGEIROS E SUA INSERÇÃO NAS REDES LOCAIS

Em muitos sentidos, o leilão da megaestatal brasileira de telefonia, a Telebrás, não foi muito diferente dos demais eventos de privatização ocorridos no país. No dia 29 de julho de 1998, nas cercanias da Bolsa do Rio, local do leilão, manifestantes contrários à venda da Telebrás jogavam pedras enquanto policiais tentavam conter o tumulto com cassetetes e bombas de gás lacrimogêneo. Apesar disso, o resultado do leilão foi considerado um sucesso: as receitas com a venda das 12 unidades de telefonia regionais, oriundas da cisão da Telebrás, superaram em 63,7% o preço mínimo anteriormente estipulado pelo governo. De forma marcante, esse evento de privatização atraiu uma enxurrada de empresas estrangeiras interessadas em se estabelecer ou ampliar suas operações no país: Telefônica (Espanha), Telecom Itália, Portugal Telecom, NTT (Japão), MCI (Estados Unidos), dentre outras. O capital estrangeiro firmava sua presença no Brasil de forma decisiva.

Uma dessas empresas estrangeiras, a canadense TIW (Telesystem International Wireless), decidiu formar um consórcio com atores

domésticos: o banco Opportunity, controlado pelo empresário Daniel Dantas, e um conjunto de fundos de pensão (Previ, Petros, Sistel e Telus).<sup>113</sup> O consórcio disputou e venceu o leilão para as operações de telefonia celular em Minas Gerais (Telemig) e em diversos estados do norte do país (Tele Norte). Foi criada uma nova empresa, a Telpart Participações, para selar o consórcio. Nessa empresa, a TIW tinha 49% do capital, ao passo que Opportunity e fundos de pensão, 27% e 24%, respectivamente. Portanto, nenhum dos sócios possuía controle majoritário: a expectativa dos canadenses era de que as decisões seriam compartilhadas, de acordo com o previsto pelo acordo de acionistas inicialmente desenhado.

Logo depois do leilão, entretanto, Daniel Dantas arquitetou um movimento que, aparentemente, passou despercebido pelos canadenses (Figura 5.1). De alguma forma, conseguiu convencer os fundos de pensão a formar uma nova entidade, Newtel, que abrigaria as participações acionárias do Opportunity e dos fundos (51% no total). Com isso, automaticamente, a Newtel passou a ser a entidade com controle majoritário da Telpart. Mais ainda, dado que o Opportunity detinha, anteriormente, participação acionária ligeiramente superior à dos fundos de pensão, o banco conseguiu, na Newtel, estabelecer também controle majoritário (51%). Obtendo o controle da Newtel, que, por sua vez, controlava a Telpart, Dantas apoderou-se das empresas de telefonia pertencentes à complexa pirâmide societária.



**Figura 5.1** Mudanças na estrutura piramidal da Telpart, consórcio de telefonia celular envolvendo a TIW (Telesystem International Wireless, do Canadá), o banco Opportunity e fundos de pensão de estatais no evento de privatização do setor de telefonia brasileiro em 1998.

*Fonte: Baseado em caso reportado em Perkins, Morck e Yeung (2008).*

Alegando que foram prejudicados com a mudança, TIW e fundos de pensão posteriormente travaram inúmeras batalhas judiciais com Dantas para restaurar sua voz no grupo. Até hoje, não se consegue explicar por que os fundos haviam concordado em criar uma nova empresa, a Newtel, e ceder o controle para o Opportunity. Os executivos da Previ e da Petros envolvidos nessa negociação foram desligados. Movimentos e contramovimentos foram então feitos para colocar na gestão da empresa e no conselho de administração pessoas de confiança das partes em litígio. TIW e fundos de pensão continuavam alegando que diversas decisões estavam sendo tomadas à sua revelia, logo ferindo o desejo inicial de gestão

compartilhada. Ao final do processo, os acionistas da TIW optaram por sair do país, vendendo sua participação na empresa ao Opportunity por apenas 18% do que a TIW, alegadamente, havia investido no negócio (390 milhões de dólares no total). Um executivo de outra empresa do setor de telefonia comentou sobre toda essa confusão:

São sempre as estruturas de propriedade. É tudo sempre sobre como estruturar os acordos. A Telemig [da TIW] não teve sucesso no Brasil porque eles não sabiam como trabalhar com os brasileiros. Eles não entendiam de leis corporativas e como operar esse sistema.<sup>114</sup>

## 5.1. IMPERIALISTAS?

De certa forma, esse caso da TIW no Brasil é contraintuitivo. Para o senso comum, o que vemos em inúmeras discussões do dia a dia, o certo é conceber as empresas estrangeiras como representantes do “imperialismo” dos países desenvolvidos, expandindo seus tentáculos para países emergentes na busca de conquistar mercados à custa da sociedade local. Sob essa perspectiva, o poder avassalador dessas firmas coloca em risco a sobrevivência de empresas domésticas — que se veem com pouca capacidade para lidar com o arsenal de tecnologias e recursos financeiros trazidos do exterior — e submete os interesses do país à dinâmica própria das firmas estrangeiras e dos seus países de origem. Muitas das críticas ao processo de reestruturação econômica ocorrido no Brasil na década de 1990 se sustentam nessa linha de argumentação. Escreve, por exemplo, o empresário Emilio Odebrecht (do grupo que leva o seu sobrenome):

Entendo a desnacionalização dos sistemas produtivos dos países em desenvolvimento mais como uma questão política do que como uma questão econômica. Sua principal consequência de curto prazo é a mudança dos centros decisórios para os pontos do planeta onde não estão em pauta nossos problemas específicos.<sup>115</sup>

Essa visão, que permanece forte, remonta a amplas discussões que se estabeleceram ao longo do século XX na medida em que surgiam, em várias partes do mundo, reações à expansão dos países industrializados. Lênin, o famoso líder da revolução comunista da Rússia, enxergava um mundo dividido entre países desenvolvidos, com amplos recursos financeiros e diplomáticos, e países dominados



submetendo-se aos interesses e aos termos econômicos dos primeiros. Muitos pensadores construíram argumentos e teorias refinando essa ideia básica; falava-se cada vez mais em economias do “centro” (industrializadas) que tornavam cativas economias subdesenvolvidas da “periferia”. Sob diferentes aspectos e feições, emergia uma linha de pensamento econômico que ficou popularizada como *teoria de dependência*. Sem capital e conhecimento para alcançar um estágio mais avançado de industrialização, pouco restaria às economias subdesenvolvidas além de exportar matérias-primas para indústrias estrangeiras e importar produtos industrializados advindos do exterior. Para os proponentes dessa teoria, a “globalização” seria apenas uma forma de tornar a periferia dependente do centro. Sob a ótica dos países centrais, não haveria interesse em promover o desenvolvimento industrial em países da periferia, pois isso quebraria o ciclo de dependência benéfico para economias mais avançadas.

Na América Latina, por volta da década de 1950, um grupo de economistas de destaque, como o argentino Raúl Prebisch e o brasileiro Celso Furtado (autor do celebrado livro *Formação econômica do Brasil*), estimulou amplas discussões sobre como destravar as economias latino-americanas do seu estágio de subdesenvolvimento. Centradas no âmbito da Cepal (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe), órgão das Nações Unidas, essas discussões tiveram forte impacto em políticas governamentais engendradas em diversos países latino-americanos. Para os economistas da Cepal, o governo teria um papel decisivo como impulsionador das indústrias locais visando a reduzir a defasagem tecnológica das economias subdesenvolvidas.<sup>116</sup>

Proliferaram então iniciativas de substituição de importações: cadeias produtivas de suprimento e manufatura que se buscavam enraizar no contexto doméstico. Impostos aplicados a produtos importados, linhas de crédito a empreendedores locais e, num extremo, o estabelecimento de indústrias sob a tutela do próprio governo foram algumas das medidas adotadas.

No Brasil, um marcante processo de industrialização já vinha em curso por meio de diversas empresas estatais criadas durante a ditadura de Getúlio Vargas, no começo da década de 1940, como a Companhia Vale do Rio Doce, a Companhia Siderúrgica Nacional e a Companhia Hidrelétrica do São Francisco. Mas havia, crescentemente, uma percepção de que não seria possível criar uma gama diversificada de setores apenas com capital nacional e sem acesso a tecnologias sob domínio de empresas estrangeiras. Ao mesmo tempo, diversas multinacionais se espalhavam pelo globo na busca de novos mercados. Estando mais fechadas as economias em desenvolvimento, em função das iniciativas governamentais de proteção a indústrias locais nascentes, as empresas estrangeiras passaram seriamente a considerar a expansão de suas fábricas e unidades gerenciais além das fronteiras dos seus próprios países. Esse processo ganhou impulso, no Brasil, especialmente durante o governo de Juscelino Kubitschek (1956-1961). Um dos marcos, nessa época, foi o desenvolvimento da indústria automobilística, com forte peso de multinacionais. Com a instalação da planta da Volkswagen em São Bernardo do Campo, em 1957, mais e mais Kombis e Fuscas passaram a circular nas ruas do país. Para se ter uma ideia, a produção de veículos no Brasil aumentou quase sete vezes entre 1957 e 1962.<sup>117</sup>

A onda de expansão industrial das multinacionais, especialmente aquelas com tecnologias mais avançadas, também despertou grande interesse e preocupação nos teóricos da dependência. O economista brasileiro Theotonio dos Santos, no final da década de 1960, denominou *nova dependência* a esse novo movimento de entrada de multinacionais nos países subdesenvolvidos. A disseminação dessas multinacionais com tecnologias mais avançadas, segundo o autor, continuaria perpetuando uma classe empresarial doméstica mais atrasada e sem fôlego competitivo. A indústria farmacêutica é um caso comumente citado: dados os imensos recursos necessários para se criar uma nova droga comercial e o estoque de conhecimento já acumulado por multinacionais em suas pesquisas anteriores, grupos nacionais acabam tendo sérias dificuldades de competir. Mais ainda, segue o argumento, essas firmas têm pouco interesse em promover transferência tecnológica para os países-alvo: muitas multinacionais mantêm o grosso dos seus investimentos em pesquisa e desenvolvimento, um dos pilares fundamentais da sua vantagem competitiva, nos seus países de origem. Os lucros de suas operações, remetidos ao exterior, irão justamente financiar mais pesquisas que tornarão os países da periferia ainda mais dependentes. No final das contas, fecha o argumento, o balanço de poder acaba pendendo sobremaneira para o lado das empresas estrangeiras. Ávidos por mais investimento nos seus países e tecnologias avançadas do exterior, governos locais passam a criar uma miríade de atrativos para o capital estrangeiro — desde menores impostos até a permissão, ainda que momentânea, de importar componentes industriais dos países de origem das multinacionais.<sup>118</sup>

Embora as questões levantadas pelos teóricos da dependência sejam importantes e não devam ser ignoradas, há razões para supor, na realidade, que o fiel da balança não é assim tão a favor do capital estrangeiro nas suas negociações de entrada em países emergentes. O caso da TIW mostra que a empresa enfrentou sérios obstáculos ao tentar instalar sua atividade de celulares no país. Ao final da história, as suas operações no Brasil não somente tiveram resultado insatisfatório como também levaram à sua saída do país. Mas esse não é um caso isolado. Eventos de entrada em país estrangeiro na forma de parceria, como fez a TIW, chegam a fracassar entre 30% a 60% dos casos.<sup>119</sup> Estudos mais recentes em estratégia empresarial têm ressaltado que, ao entrar em terra desconhecida, as multinacionais se deparam com uma série de riscos trazidos por fatores e articulações que ocorrem, fundamentalmente, em um contexto *doméstico* dos países-alvo. Vejamos então por que isso acontece.

## 5.2. A DESVANTAGEM DE SER ESTRANGEIRO

Os diversos entraves encontrados por multinacionais na sua expansão em novos países têm sido genericamente denominados *a desvantagem de ser estrangeiro* (no original em inglês, *liability of foreignness*). Essencialmente, resultam de uma falta de familiaridade da firma forasteira com o ambiente de negócios do país-alvo e de movimentações locais — notadamente, de grupos e governos domésticos — para tentar contrabalançar o poder da empresa entrante.<sup>120</sup>

Considere, por exemplo, o setor bancário brasileiro: por diversas vezes, grupos internacionais tentaram expandir suas operações no país, especialmente no segmento de varejo (agências), sem muito sucesso. A forte presença de grandes grupos locais como o Banco do Brasil, o Bradesco e o Itaú criava um cenário competitivo altamente desfavorável. Afinal, esses grupos já apresentavam grande capilaridade no território nacional — com agências espalhadas em diversos pontos do país — e detinham marcas que já eram bastante conhecidas pela população. Além do mais, os grupos domésticos foram “testados” em épocas de elevada inflação, o que exigia conhecimento acurado dos fluxos de capitais e da dinâmica de formação de preços no Brasil. Com o processo de privatização da década de 1990, grupos bancários brasileiros, ao adquirirem empresas e participações acionárias diversas, aumentaram ainda mais sua centralidade na economia (reveja, por exemplo, as análises no [Capítulo 2](#)). Investidas de empresas estrangeiras foram prontamente respondidas com movimentações estratégicas locais.

Em 2007, por exemplo, o banco espanhol Santander (que havia adquirido o controle do Banespa) anunciou a compra do Banco Real, de posse do banco holandês ABN-Amro. Cerca de um ano depois, em novembro de 2008, os bancos nacionais Itaú e Unibanco concretizaram uma fusão, levando-os ao segundo lugar no *ranking* de instituições financeiras no Brasil em termos de ativos totais (ficando atrás apenas do Banco do Brasil). O presidente do Itaú, Roberto Setúbal, afirmou categoricamente que essa manobra foi uma resposta direta ao crescimento do Santander no país.<sup>121</sup>

Mais relacionado ao tema deste livro, importantes desvantagens de firmas estrangeiras podem ser criadas pela dinâmica das redes locais de propriedade. No caso da TIW, a sua desvantagem se acentuou pelo simples fato de a empresa não conhecer as particularidades da governança corporativa em países emergentes, ou não ter prestado a devida atenção a ela. Vimos, em capítulos anteriores, como as estruturas de propriedade no Brasil se caracterizam por pirâmides de controle complexas e aglomerações de proprietários que, em grande medida, definem quem tem mais ou menos influência. As táticas adotadas pelo Opportunity caminharam na linha de garantir capacidade diferenciada de influência — poder decisório — a partir de mudanças na estrutura societária piramidal, cooptando, ainda que temporariamente, os fundos de pensão. A TIW falhou porque não compreendeu a dinâmica do capitalismo de laços no Brasil.

Susan Perkins, Randall Morck e Bernard Yeung estudaram diversos outros casos de entrada de multinacionais no setor de telecomunicações brasileiro entre os anos de 1997 e 2004 — um período, portanto, que cobre os leilões de privatização e seu

desenrolar posterior. Já sabemos que a maioria desses casos envolveu consórcios juntando, em geral, firmas domésticas e estrangeiras. O “sucesso” da entrada das multinacionais foi então medido pela continuidade ou não do consórcio (*joint venture*): casos de insucesso envolveram conflitos societários causando o término da associação ou, em um ponto extremo, a saída da empresa do país (como foi o caso da TIW). Na mesma ordem de magnitude dos dados que apresentei anteriormente, dos casos analisados 36% resultaram em fracasso. O mais interessante, entretanto, é o padrão que resulta ao cruzar esses dados com características do país de origem das firmas — notadamente, o grau em que as empresas que entraram no setor vêm de países também com governança corporativa calcada em pirâmides e grupos. Os autores encontraram que, quanto mais o país de origem da firma se assemelha ao caso brasileiro, com ampla participação de pirâmides nas estruturas de controle, maior a taxa de sucesso dos eventos de entrada. Por exemplo, em situações nas quais o país de origem da firma tem mais de 50% das suas principais firmas aglomeradas como pirâmides, a taxa de fracasso caiu para 9%.<sup>122</sup>

Mas há um ator doméstico que consegue, de diversas formas, manter um peso enorme no relacionamento com firmas estrangeiras: o governo. No capítulo introdutório, citei a iniciativa do BNDES de aumentar sua participação na Vale para contrabalançar a presença do grupo japonês Mitsui. Além disso, na própria Vale, o governo tem “ações de classe especial” (*golden shares*), remanescentes do processo de privatização, que possibilitam voz diferenciada em alguns aspectos, incluindo o controle sobre jazidas e depósitos minerais. No caso do setor petrolífero, com a criação da Petrobras em 1953, foi

dado ao governo monopólio na extração e refino de petróleo. “O petróleo é nosso!”, diziam os entusiastas da época. Embora esse monopólio tenha sido quebrado em 1997, com a consequente entrada de novas empresas (inclusive estrangeiras), o debate sobre o controle dos recursos energéticos do país continuou recorrente. Com a descoberta de importantes depósitos de petróleo na “camada pré-sal” da costa brasileira, em 2007, voltou o debate sobre quem deveria controlar a exploração. “O pré-sal é nosso!”, diziam os novos manifestantes. Ao final, o governo demonstrou uma forte tendência de controlar integralmente o processo, até mesmo com a criação de uma nova estatal, e utilizar em grande medida recursos e tecnologias já de posse da Petrobras.<sup>123</sup>

A realidade é que muitos governos, longe de ficarem passivos à iminência de entrada de firmas estrangeiras, atuam estrategicamente para demonstrar controle do processo. Pesa o fato de que “nacionalismo” é algo que desperta reações emocionadas e tem elevado apelo junto à população. Em 1975, diante do crescente avanço de empresas estrangeiras no país, facções do Congresso Nacional chegaram até mesmo a instaurar uma Comissão Parlamentar de Inquérito dedicada ao assunto, a “CPI das Multinacionais”. Um dos membros do governo que prestou depoimento à CPI foi o ilustre economista Mario Henrique Simonsen, então ministro da Fazenda. Admirado por colegas de linha mais ortodoxa, Simonsen não deixou de manifestar sua preocupação com os possíveis efeitos do capital estrangeiro:

O problema central deve ser solucionado: o de equilibrar o poder da empresa nacional com o da estatal e da estrangeira. (...) Frequentemente, as subsidiárias das empresas multinacionais, se deixadas ao livre jogo das forças de mercado, tendem a transformar-se em simples indústrias de montagem, importando das



matrizes a maior parte dos componentes e insumos. Ou não procuram aproveitar as possibilidades de exportação, devido a divisões artificiais de mercado, estabelecidas pelas matrizes.<sup>124</sup>

Curiosamente, na medida em que as próprias empresas brasileiras passam a se internacionalizar, estabelecendo plantas industriais e operações em outros países, o capital nacional acaba sofrendo do mesmo tipo de desvantagem de ser estrangeiro. Em 2002, a Embraer, ícone de empresa brasileira de alta tecnologia, estabeleceu uma planta industrial na China, na cidade de Harbin (norte do país).<sup>125</sup> O acentuado crescimento da economia chinesa e o potencial de sua aviação doméstica eram fatores altamente atrativos. A Embraer tinha duas principais classes de aviões de passageiros: os “ERJs”, de menor porte, com 37-50 assentos; e os “E-Jets” (Embraer 170-195), maiores e mais modernos, com 70-122 assentos. Com o desejo de manter a pesquisa e desenvolvimento de novos produtos no Brasil e proteger a valiosa tecnologia da sua linha mais recente (os E-Jets), a Embraer decidiu montar na China apenas um avião da linha mais antiga, o ERJ-45 (com 50 assentos). A maior parte dos componentes vinha de um *kit* de montagem enviado pela planta brasileira. Para viabilizar sua entrada, a Embraer também recorreu a uma parceria com controle acionário (*joint venture*): foi criada uma nova empresa, a Harbin Embraer, com 51% do capital oriundos da empresa brasileira e os 49% restantes de posse de subsidiárias do grupo estatal chinês AVIC II (havia outra empresa estatal, no mesmo setor, chamada AVIC I).

Observe que um teórico da dependência chinês poderia criticar a Embraer da mesma forma que empresas multinacionais são criticadas nas suas operações no Brasil! Afinal, a empresa importava

os componentes, instaurou no país a montagem de um avião mais antigo, manteve no Brasil a montagem da linha mais moderna a ser exportada para a China (os E-Jets) e, de quebra, conseguiu controle majoritário na nova empresa criada. Porém, pouco a pouco, a Embraer passou a sentir o contrapeso do governo chinês. Em 2008, foi anunciada a junção das operações da AVIC I com a AVIC II. Ocorre que a AVIC I estava desenvolvendo um novo jato, o ARJ21 (70-105 assentos) que iria competir de frente com os E-Jets. De súbito, a Embraer teve que dormir com o inimigo. Além do mais, o governo chinês intensificou pressões para que a Embraer montasse a sua linha mais moderna no país. Com receio de imitação da sua tecnologia, a empresa brasileira relutava com todas as forças. Mas, com a crise mundial iniciada em fins de 2008, vários pedidos para os produtos da Embraer foram cancelados e o governo chinês sugeriu que as linhas aéreas do país deveriam privilegiar firmas locais. Diante de tantas dificuldades, a empresa brasileira considerou fortemente o encerramento de suas operações na China.

### 5.3. MAS NEM TODOS SÃO INOCENTES...

Toda essa discussão convida a uma abordagem mais balanceada sobre como as empresas estrangeiras se inserem no contexto de países emergentes como o Brasil. Por certo, as multinacionais virão com todo um cabedal de tecnologias, produtos e recursos financeiros para encher os olhos dos países-alvo e seus governos. Porém, os atores locais desses países — sejam eles grupos privados ou entidades ligadas ao governo — terão, ao seu lado, todo o respaldo político e todo o conhecimento das especificidades locais que, no seu conjunto, estarão fora do alcance de estrangeiros. O próprio processo de admissão de empresas forasteiras e os benefícios — ou entraves — que elas terão no seu processo de entrada serão grandemente determinados por dinâmicas ocorridas na arena doméstica. As leis que tornarão mais ou menos fácil a entrada de estrangeiros serão definidas pelo governo e, de forma mais ampla, pelo sistema político do país. Nesse contexto, é possível que muitos grupos *domésticos* se beneficiem da entrada de capital internacional. De um lado, o próprio governo pode condicionar a abertura externa da economia a ações de desenvolvimento da indústria doméstica. De outro, as firmas estrangeiras podem querer acessar conhecimentos e conexões de posse de potenciais parceiros no país-alvo.

Cria-se, assim, um modelo de associação entre Estado, capital nacional e capital estrangeiro — um tripé discutido, de forma pioneira, por Fernando Henrique Cardoso e Enzo Faletto no seu livro *Dependência e desenvolvimento da América Latina*, de 1969. A grande contribuição dos autores foi qualificar a ideia de

dependência ao admitir que o empresariado doméstico, ou parte dele, pode florescer quando atrelado a alianças lucrativas com empresas estrangeiras. Surgia a ideia de *desenvolvimento dependente*.<sup>126</sup> Em vez de um contexto de pura dependência, emerge uma relação simbiótica entre atores domésticos e estrangeiros. Embora nem todo grupo doméstico tenha envergadura e poder de articulação para se engajar em projetos associativos — alguns certamente colocarão seus negócios à venda —, amplas oportunidades estarão à disposição dos atores mais bem posicionados. Os eventos recentes de liberalização e reestruturação econômica no Brasil mostraram exatamente isso ([Capítulo 2](#)). São muito poucas as empresas internacionais que despontam nos indicadores de centralidade das redes de propriedade; quando isso acontece, é normalmente devido à sua associação com atores locais.

Já vimos, entretanto, que nem toda iniciativa de associação — por meio de parcerias ou consórcios de propriedade compartilhada — terá sucesso. Atores domésticos, e o próprio governo, poderão adotar iniciativas diversas para obter controle diferenciado à custa de seus pares estrangeiros. Regras do jogo podem mudar e reduzir a capacidade de influência da empresa internacional no dia a dia dos seus negócios locais. Assim, o entendimento da dinâmica política e dos mecanismos de propriedade no contexto doméstico serão aspectos decisivos. Justamente por isso, como discuti na introdução deste livro, a abordagem aqui proposta de capitalismo de laços coloca mais foco em interações ocorridas fundamentalmente no ambiente local — notadamente, em torno do “tripé doméstico” envolvendo governo, sistema político e grupos do próprio país (reveja a [Figura 1.2](#)). A inserção de atores internacionais terá êxito

quando estes entenderem e se posicionarem nesse ciclo de interações.

Um exemplo de abordagem associativa envolve a história da companhia siderúrgica Usiminas. A empresa foi fundada em 1956, em meio ao impulso industrial do governo Kubitscheck. De início, surgiu como uma associação entre o capital japonês e o brasileiro, na seguinte divisão: 40% oriundos dos sócios japoneses (o governo e Iwata Iron and Steel Company, que depois se transformaria no grupo Nippon Steel), 20% vindos do governo de Minas Gerais e os restantes 40% injetados pelo BNDE (ainda, naquela época, sem o “S” no final da sigla). Juntava a fome com a vontade de comer: os japoneses queriam buscar novos mercados no período pós-guerra, e os mineiros buscavam um sócio com tecnologia e equipamentos. A entrada não foi fácil: após uma tentativa fracassada de achar um parceiro em São Paulo, o embaixador japonês no Brasil aproximou-se do presidente do BNDE que, então, facilitou os contatos em Minas.

Muitos anos depois, em 1991, a porção estatal da Usiminas foi vendida, passando o controle da empresa para um bloco envolvendo um grupo nacional (Bozano Simonsen), um fundo de funcionários da própria empresa (Caixa dos Empregados da Usiminas) e o grupo japonês Nippon Steel. Posteriormente, sairia do bloco o grupo Bozano e entrariam Votorantim, Camargo Corrêa e Bradesco. À parte desse bloco, se associaram também a Vale e a Previ. Logo após a venda, o então governador do Rio, Leonel Brizola, opositor da privatização, declarou entusiasmado: “Foi a alma do velho Getulio [Vargas] que salvou a Usiminas para o povo brasileiro.”<sup>127</sup>

Brizola, entretanto, não atentou para o poder de influência, ainda que compartilhado, da Nippon Steel na empresa. O acordo de acionistas, datado de 13 de fevereiro de 1998, indica que a Nippon e os funcionários tinham, na época, o direito de apontar quatro membros do conselho de administração, ao passo que Camargo Corrêa, Votorantim e Bradesco, em conjunto, apontavam apenas dois. Esse acordo revela um aspecto interessante: desde os primórdios da empresa, uma aliança informal foi gradualmente nutrida entre os japoneses e os funcionários da Usiminas. Técnicos brasileiros foram enviados ao Japão para treinamento e transferência tecnológica; nesse processo, foram impregnados na Usiminas traços culturais típicos de empresas japonesas, como a ênfase em controle de processos e o amplo intercâmbio de conhecimentos. Paulatinamente, o capital japonês se enraizou na empresa: não da forma cruel e dominadora, como supõem teóricos da dependência, mas de uma maneira articulada, suave, quase silenciosa. Quando abordados por um possível comprador, executivos da empresa declaravam que as participações dos funcionários e dos japoneses, embora distintas, eram na prática uma só.<sup>128</sup>

A penetração da Nippon Steel não é difícil de entender. A própria Nippon é, no Japão, um grupo (lá chamado de *keiretsu*) aglomerando empresas em setores diversos e com participações acionárias disseminadas. Assim, em linha com o que discutimos anteriormente, as empresas japonesas têm, em geral, maior familiaridade com ambientes societários complexos envolvendo múltiplas partes. Em vários sentidos, o Japão é um país com feições de capitalismo de laços muito similares ao que encontramos no

Brasil.<sup>129</sup> Além do mais, a associação com atores domésticos — notadamente, os funcionários da Usiminas que, posteriormente, se tornaram sócios — permitiu maior voz no direcionamento da empresa, frente a outros proprietários que se atrelaram ao bloco de controle. Ao contrário da TIW, a Nippon mostrou conhecimento diferenciado de como funcionam as redes de propriedade no Brasil.

Outras estratégias de inserção nas redes locais são também adotadas pelas multinacionais. Por exemplo, grupos estrangeiros podem reservar assentos nos seus conselhos locais de administração para pessoas do próprio país-alvo: executivos, consultores ou investidores com amplo entrosamento no contexto doméstico.<sup>130</sup> Algumas multinacionais, adicionalmente, se atrelam diretamente ao sistema político por meio de doações de campanha. Muito embora a legislação eleitoral no Brasil (em particular, a lei 9.504, de setembro de 1997) não permita que os partidos recebam doações de “entidade ou governo estrangeiro”, as contribuições podem ser feitas caso a multinacional tenha subsidiária judicialmente constituída no Brasil. A reeleição de Lula em 2006 foi financiada, em parte, por algumas empresas estrangeiras estabelecidas no país, como o banco ABN Amro, a Coca-Cola, a Pirelli e a Bunge. É difícil saber a razão precisa das doações efetuadas por essas empresas — muitas se recusam a comentar o assunto —, mas, seguindo a discussão do [Capítulo 3](#), pode-se supor que essa inserção explícita seja feita como seguro contra iniciativas prejudiciais do governo e/ou para garantir benefícios diversos. A doação da Coca-Cola, por exemplo, foi feita por sua subsidiária Recofarma, fábrica de concentrado localizada na Zona Franca de Manaus, que aglomera um conjunto de firmas com amplos incentivos fiscais.<sup>131</sup>

É útil relembrar a nossa discussão do terceiro capítulo: na sua inserção com o sistema político, as firmas podem tanto se mobilizar de forma coletiva quanto por meio de relações clientelistas mais diretas. Entretanto, seja pela falta de familiaridade com os trâmites políticos ou por impedimentos advindos de suas sedes corporativas, nem sempre as multinacionais irão se envolver em doações de campanha e outras ações do tipo. Assim, é possível que, em alguns setores, especialmente os mais internacionalizados, apareçam agremiações de firmas que, coletivamente, passem a construir canais com o governo e o sistema político do país. Isso pode ocorrer por meio de associações ou sindicatos patronais, com ampla participação de empresas estrangeiras, liderando esforços de *lobby* organizado.

No Brasil, esse ponto é muito bem ilustrado pela atuação da Anfavea (Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores). Constituída em 1956, no auge da expansão da indústria automobilística brasileira, a associação é fundamentalmente um aglomerado de multinacionais do setor. Frequentemente, representantes da Anfavea reúnem-se com ministros e políticos de peso. Em fins de 2002, por exemplo, ampla mobilização foi feita para evitar um aumento no Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre carros populares. À época, segundo notícias veiculadas, envolveram-se nesse movimento Aécio Neves (presidente da Câmara) e Antonio Carlos Magalhães Junior (senador), cujos estados de origem abrigavam importantes plantas de montadoras. Diversas outras articulações se sucederam em várias frentes: pressões para conter a elevação dos preços do aço; pedidos de mais empréstimos do BNDES; esforços para a criação de



linhas de crédito de bancos estatais para a compra de automóveis (via Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal); e iniciativas para compensar a crescente entrada de carros importados. É curioso notar que, nesse caso, movimentos contrários à abertura comercial do país — especialmente no lado das importações de produtos acabados — vieram de um setor com grande participação de multinacionais. O capital estrangeiro cria os seus próprios paradoxos.<sup>132</sup>

## 5.4. A GLOBALIZAÇÃO É UM FENÔMENO LOCAL

A entrada de forasteiros em qualquer contexto social desperta reações emocionais. Uns irão questionar, de forma legítima, o que a sociedade ganha com isso, ao passo que outros irão se preocupar com as perdas econômicas privadas que o processo lhes trará. Muitas vezes, a busca de proteção a interesses privados pelos últimos se esconderá sob o manto de argumentos nacionalistas de ampla ressonância com os primeiros. Não é de se estranhar, assim, que críticas à integração econômica entre os países — o que, mais recentemente, se convencionou chamar de globalização — perdurem por séculos a fio.

Há um viés eminentemente externo dessas discussões: no final, o suspeito é sempre o estrangeiro que quer entrar. Mas esse ângulo obscurece em demasia as reais dinâmicas envolvidas no processo de integração global. Seja qual for o resultado da globalização, para o bem ou para o mal, o fato é que a ênfase excessivamente externa do debate joga sob o tapete um aspecto básico: os atores locais não reagem passivamente à entrada do capital estrangeiro. Neste capítulo, apresentei inúmeros exemplos de como os atores privados e públicos no Brasil agem estrategicamente nas suas interações com entrantes externos. Muitas dessas interações ocorrem no contexto das redes domésticas e, em se tratando de investimentos e projetos compartilhados com o capital estrangeiro, são afetadas pelos nexos de propriedade de feição típica: aglomerações (consórcios, grupos) e laços heterogêneos que permitem a um ator ter mais poder de influência que outro. Some-se a isso o fato de o próprio governo, ou

entidades ligadas a ele, se enfrontarem nessas redes. As nuances envolvidas nesse microcosmo, muitas vezes estranhas ao ator estrangeiro, podem passar despercebidas e colocar em risco o êxito da sua entrada.

Nesse sentido, a análise do capitalismo de laços se diferencia das abordagens tradicionais de dependência por trazer o foco do debate para o ciclo de relações criadas entre grupos domésticos, governo e sistema político do país-alvo. O ator estrangeiro estará, a princípio, à margem desse processo, a menos que entenda e seja acolhido por aquele ciclo. Em grande parte, o resultado dessa dinâmica será definido pelos incentivos e motivações dos tomadores de decisão *domésticos*. Na iminência de entrada externa, a questão básica é se estes usarão seu poder negocial somente para colher benefícios próprios ou para propagar iniciativas que efetivamente desenvolvam o país. Dessa forma, vale repetir: a globalização será determinada localmente.<sup>133</sup>

## CAPÍTULO 6

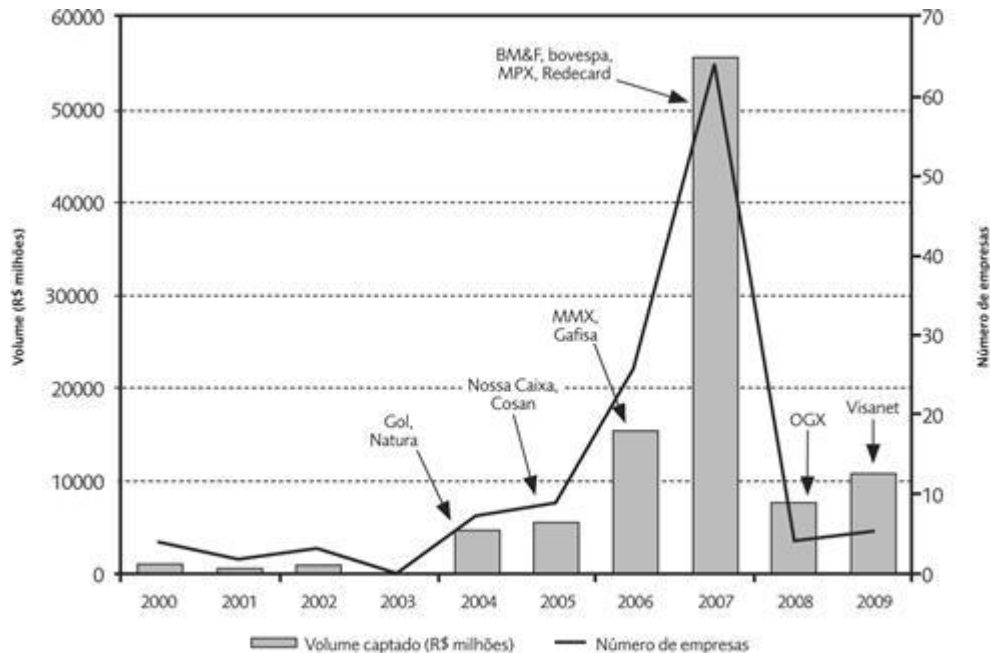
# OS NOVOS NA BOLSA: AS EMPRESAS QUE ABRIRAM CAPITAL NO PERÍODO 2004-2009<sup>134</sup>

Após 2003, terminado o processo de privatização e de abertura da economia que marcou a década anterior, o capitalismo brasileiro dava sinais de um novo ciclo de possível mudança. Pouco a pouco, mais e mais empresários passaram a considerar a abertura do capital das suas empresas em bolsa, vendendo parte de suas participações já existentes ou lançando novas ações, pela primeira vez, no mercado. A primeira oferta pública de ações de uma empresa (em inglês, *IPO* — *initial public offer*) é uma decisão emblemática, pois indica um desejo de atrair novos investidores e uma disposição de fornecer ao mercado informações financeiras e estratégicas outrora mantidas a sete chaves.

A Natura, conhecida empresa de cosméticos no Brasil, foi uma das pioneiras. Em maio de 2004, vendeu cerca de 19 milhões de ações com direito a voto a um valor total da ordem de 678 milhões de reais. Segundo observadores de mercado, a demanda pelos investidores foi quatro vezes superior à oferta inicial, o que fez a empresa lançar mais ações do que inicialmente planejado. Em

seguida veio a Gol, empresa que se destacava no setor de aviação. No dia 24 de junho de 2004, estreou nas bolsas de São Paulo e de Nova York, conseguindo captar 878 milhões de reais. Mais uma vez, a demanda pelos papéis da nova empresa brasileira superou as expectativas, e as ações exibiram elevada valorização já no seu primeiro pregão: em São Paulo, enquanto a bolsa como um todo se desvalorizou em 0,6%, os papéis da Gol fecharam em alta de 5,4%.<sup>135</sup>

Diversos outros eventos de abertura de capital se seguiram (Figura 6.1). Foram, ao todo, 115 empresas entre 2004 e 2009, com um valor total captado de 99 bilhões de reais. Um feito notável foi o volume de recursos levantados pelo empresário Eike Batista por meio do lançamento de diversas empresas sob seu controle — todas levando a característica letra “X” no seu nome. Praticamente lançando empresas em estágio inicial de suas operações, Eike rapidamente tornou-se o centro das atenções. Com três ofertas públicas iniciais — a MMX (mineração) em julho de 2006, a MPX (energia) em dezembro de 2007 e a OGX (petróleo) em junho de 2008 —, Eike conseguiu captar nada menos que 9,87 bilhões de reais, correspondendo a 10% do total obtido por empresas que abriram capital entre 2004 e 2009.<sup>136</sup> A valorização das suas empresas na bolsa o tornou o mais rico empresário brasileiro, segundo levantamento da revista *Forbes*. Um sinal de novos tempos, diziam alguns. Afinal, apenas com um plano de negócios nas mãos e uma ideia na cabeça (para parafrasear o cineasta Glauber Rocha), um novo bilionário conseguia despontar no Brasil. A OGX, por exemplo, não extraía sequer um barril de petróleo à época da sua oferta pública inicial.



**Figura 6.1** Empresas que abrem capital em bolsa no Brasil em 2000-2009 (primeira oferta pública de ações ou *IPO* — *initial public offer*). Na figura estão incluídos alguns exemplos de empresas em cada ano.

Fonte: BM&FBovespa.

É bem verdade que a euforia não durou muito. Com a crise financeira que se acentuou no segundo semestre de 2008, o fluxo de capital estrangeiro para o Brasil secou, o preço das ações nas bolsas despencaram e o apetite por novas ofertas públicas no Brasil minguou quase completamente. Em 2009, apenas cinco empresas abriram capital. Ainda assim, para muitos analistas, o período 2004-2009 trouxe importantes mudanças no empresariado brasileiro e nas suas relações com investidores. Teria realmente o capitalismo brasileiro se renovado de forma substancial e decisiva?

## **6.1 A ONDA DE ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL (2004-2009)**

Como toda onda no mercado financeiro, o movimento de abertura de capital de empresas no Brasil sofreu impulso externo que se multiplicou a partir de dinâmicas que ocorreram no contexto doméstico. O cenário mundial pós-2004 era bastante favorável: diversas economias em crescimento, elevada liquidez (isto é, capitais circulando no mundo inteiro) e investidores ávidos por novos negócios. A atividade de abertura de capital de firmas respondeu a esse incentivo: de 2004 a 2007, o volume de recursos investidos em novas empresas, no mundo todo, saltou de 209 para 465 bilhões de dólares.

O Brasil seguiu essa tendência mundial. Com mais dinheiro em busca de novas oportunidades, as várias empresas lançadas em bolsa no Brasil atraíram bastante interesse. Do total movimentado com novas ofertas de ações, as empresas brasileiras abocanharam 2,7%, segundo estudo do World Economic Forum para o período 2006-2008. Um valor pequeno, por certo, quando comparado a outros países como a China (com 12,9%) e os Estados Unidos (11,7%). Entretanto, quando fazemos uma análise relativa do valor captado levando em conta a capitalização do mercado acionário já existente em cada país (ou seja, a soma do valor de mercado de suas firmas), o Brasil aparece em destaque. Dessa forma, no auge do processo, em 2007, as novas ofertas de ações no Brasil representaram 2,6% da capitalização total do mercado, um valor superior ao verificado na China (1,1%) e nos Estados Unidos (0,5%) no mesmo período.<sup>137</sup>

Gradualmente, em um contexto externo de elevada liquidez e iniciativas de abertura de capital que tiveram êxito (como as das Natura e da Gol), o entusiasmo com as novas aberturas de capital no Brasil cresceu como uma bola de neve. Inebriados com a valorização da bolsa local, empresários dos mais diversos setores começaram a avaliar como o seu capital poderia ser multiplicado a partir do lançamento de ações em bolsa.<sup>138</sup> Nomes até então desconhecidos — ou conhecidos apenas pelos seus produtos — entraram nas conversas dos analistas e investidores de mercado. O setor com maior participação no volume de ofertas foi o de manufatura, com empresas como Grendene (calçados), Spings (têxteis) e Positivo Informática (computadores), além da própria Natura. Estimuladas pelo grande crescimento da construção civil, também entraram na onda empresas como Tecnisa, Gafisa e Inpar, entre várias outras. Outro segmento importante foi o próprio financeiro, que trouxe ao mercado empresas como Nossa Caixa (banco estatal), Bicbanco (banco privado), Visanet e Redecard (cartões de crédito). O processo foi tão intenso que até a própria bolsa abriu capital! A BM&F (Bolsa de Mercadorias & Futuros) e a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) fizeram oferta pública de suas ações em fins de 2007, um pouco antes do anúncio de sua fusão, em 2008.

De forma também inédita na história recente do mercado financeiro brasileiro, parcela substancial do capital investido em novas ações veio de investidores estrangeiros e “pessoas físicas” (investidores individuais domésticos). No pico da onda de abertura de capital, em 2007, participaram mais de 15 mil investidores, sendo 70% estrangeiros. O favorável cenário mundial fez com que capitalistas internacionais saíssem à caça de novas empresas —



inclusive nos países emergentes, que cresciam de maneira acentuada. No ambiente doméstico, diversas corretoras de valores passaram a oferecer aos seus clientes, que já investiam em bolsa, novas oportunidades de compra trazidas pelas novas aberturas de capital. No caso da Grendene, por exemplo, cerca de 15% das ações foram negociadas no “varejo”, para pequenos investidores. Falava-se em uma crescente pulverização do mercado acionário brasileiro — que, como vimos nos capítulos anteriores, tradicionalmente concentrava-se em grandes acionistas e grupos econômicos.<sup>139</sup>

Não menos importante, parcela substancial das novas ofertas de ações foi feita seguindo padrões de governança mais elevados que a média no mercado. Em 72% dos casos observados entre 2004 e 2009, as ações foram lançadas no *Novo Mercado*: um subconjunto de empresas na Bovespa que têm padrões mais estritos de transparência e proteção diferenciada a acionistas minoritários. Relembre, dos capítulos anteriores, os diversos conflitos que podem existir quando os acionistas têm direitos de controle diferenciados. Acionistas majoritários de papéis com direito a voto (ações “ordinárias”) podem tomar decisões prejudiciais aos acionistas de ações sem direito a voto (as chamadas “preferenciais”). Em ocasião de venda da empresa, por exemplo, os acionistas majoritários da empresa podem negociar um preço por suas ações muito maior do que o recebido pelos outros proprietários de ações sem direito a voto ou pelos acionistas fora do bloco controlador. No Novo Mercado, não existe separação entre ações ordinárias e preferenciais: todas dão direito a voto. Além disso, em um eventual processo de venda, todos os acionistas recebem o mesmo preço por ação (como se diz no mercado, existe *tag along*). Abrir capital no Novo Mercado sinaliza,

assim, que a empresa está comprometida com padrões diferenciados de governança.

À primeira vista, essas três características do movimento de abertura de capital de empresas no Brasil entre 2004 e 2009 — novos empreendedores, maior pulverização de ações e práticas de governança diferenciadas — parecem indicar mudanças importantes no capitalismo brasileiro. Diversos novos proprietários que surgiram na bolsa não participavam de aglomerações ou grupos de donos controlando empresas tradicionais. Além disso, com maior envolvimento de capital estrangeiro e de investidores individuais, a participação do governo no processo como agente de capitalização (via BNDES ou fundos de pensão de estatais) poderia ser, de algum modo, reduzida. Mais ainda, com as práticas de governança ditadas pelo Novo Mercado, haveria menos espaço para o uso de pirâmides, negociações em bloco e outras estratégias de articulação acionária comuns no Brasil. Em resumo: o capitalismo de laços pode ter sofrido mudanças profundas.

As evidências apontam, entretanto, que esse não foi necessariamente o caso.

## 6.2 OS NOVOS NA BOLSA E SUA INSERÇÃO NAS REDES DE PROPRIEDADE

Sob vários aspectos, os novos papéis na bolsa preservaram feições tradicionais do capitalismo de laços. Um estudo de Renata Verne, Rafael Santos e Fernando Postali verificou que, das 100 empresas que abriram capital entre 2004 e 2007, 60 exibiram algum tipo de pirâmide societária: um dono controlador que estabelece uma ou mais empresas intermediárias até chegar na empresa final negociada em bolsa.<sup>140</sup> Mostraram-se como sendo famílias domésticas 44% desses donos controladores. Atores estrangeiros, apesar da sua maciça participação no volume captado por novas ofertas de ações, entraram como controladores em apenas 20% dos casos.

Um exemplo de nova empresa aberta preservando estrutura piramidal é a Grendene, que lançou ações no Novo Mercado. Os seus donos últimos são atores familiares (Pedro e Alexandre Grendene Bartelle), que detinham, em 2009, participações em três empresas intermediárias (Alexandre G. Bartelle Participações, Verona Negócios e Participações e Grendene Negócios). Por sua vez, essas empresas agregavam, conjuntamente, 74% das ações da Grendene. Essa elevada concentração beira o limite imposto pelo Novo Mercado, que estabelece um nível mínimo de 25% de ações livremente negociadas (*free float*). Mesmo estando sob condições de governança diferenciadas, a empresa preservou elevada concentração de capital e certa complexidade da sua cadeia societária.

Por certo, controle concentrado e estrutura piramidal não implicam, obrigatoriamente, falha de governança. Porém, os riscos desse tipo de configuração societária não são desprezíveis. Apesar da adesão da empresa ao Novo Mercado criar uniformidade de direito a voto, transparência elevada e condições equânimes em uma eventual venda do controle, não resolve um problema fundamental discutido recorrentemente neste livro: são os controladores que ditam as estratégias da empresa, e nada garante que essas estratégias estejam perfeitamente alinhadas aos interesses de todos os acionistas. As cadeias piramidais exacerbam o problema, pois fazem com que os acionistas últimos obtenham controle final com menos capital investido, dado que terão posições acionárias “em cascata” em firmas intermediárias (reveja a discussão do [Capítulo 4](#) e o caso TIW/Opportunity no [Capítulo 5](#)). Referendando essa preocupação, Verne e colaboradores encontraram que, dentre as firmas que abriram capital, aquelas com estruturas piramidais atreladas a donos controladores bem definidos tiveram um retorno de suas ações (a diferença entre o preço inicialmente ofertado e o preço negociado um ano depois da abertura de capital) inferior ao obtido por empresas sem cadeia piramidal de controle.

Padrões típicos do capitalismo de laços também aparecem quando examinamos o perfil dos donos últimos das empresas que abriram capital. Repetindo o exercício do segundo capítulo, identifico aqui os donos últimos que mais se associaram às novas empresas listadas na bolsa ([Tabela 6.1](#)). No topo da lista está o “suspeito usual”: a União Federal, via BNDES. Por meio do seu braço de investimentos BNDESPAR, o banco público aparece, direta ou indiretamente, em diversas empresas que abriram capital: ALL Logística, Lupatech,

Springs, Totvs, JBS-Friboi e várias outras. De forma geral, a intensa participação do BNDES em eventos de abertura de capital contribuiu em muito para o aumento de sua centralidade nas redes societárias pós-2003, conforme vimos no [Capítulo 2](#). A renovação do mercado trazida pelas novas ofertas de ações foi feita com mais, e não com menos, intervenção do governo.<sup>141</sup>

**Tabela 6.1.** Os principais donos últimos de novas empresas que abriram capital entre 2004 e 2009<sup>a</sup>

<b>Proprietário</b>	<b>Número de empresas</b>
União Federal (inclui BNDES)	15
Credit Suisse <sup>b</sup>	12
UBS AG Zurich	8
Eton Park Capital Management	7
Itaú-Unibanco <sup>c</sup>	6
Fama Investimentos	6
Tarpon	6

<sup>a</sup> Não foram considerados donos últimos que apenas participam indiretamente via cadeias piramidais de outros grupos econômicos. Por exemplo, a Previ tem posições indiretas via sua associação a diversos grupos nacionais com posições acionárias nas empresas que abriram capital: Petrobras, Banco do Brasil, Itaúsa (grupo Itaú), Coteminas, Jereissati.

<sup>b</sup> Adquiriu a Hedging Griffio em 2007.

<sup>c</sup> Fusão ocorrida em 2008.

A [Tabela 6.1](#) também revela a marcante presença de atores financeiros. É o caso do fundo de investimento norte-americano Eton Park, dos fundos nacionais Tarpon e Fama e do Itaú-Unibanco.

Papel particularmente ativo foi exercido pelos bancos suíços UBS e Credit Suisse (que, em 2007, adquiriu o controle da empresa de gestão financeira Hedging Griffon). Vale pausar um pouco nossa análise para explicar o envolvimento de bancos no processo. Quando uma empresa decide abrir seu capital, ela deve contatar um banco que irá coordenar todo o processo de emissão de ações e contato com potenciais investidores. Muitas vezes, múltiplos agentes financeiros atuam em consórcio. Em troca do serviço, a firma que decide abrir seu capital paga ao banco uma comissão sobre o valor captado. Nos diversos casos de abertura de capital no Brasil, entretanto, os bancos não somente atuaram como intermediários do processo como também se engajaram em diversas outras transações com os seus clientes. A onda de novas empresas no mercado acionário brasileiro foi, na sua essência, alimentada por uma dinâmica de laços.

Uma pesquisa de Rafael Liza Santos, Alexandre Di Miceli da Silveira e Lucas Ayres Barros, com base em dados de 2004 a 2007, encontrou que 28% das novas firmas na bolsa receberam algum tipo de empréstimo dos bancos que intermediaram a emissão de novas ações.<sup>142</sup> Ou seja: os bancos se beneficiaram de forma múltipla: como agentes da emissão e fornecedores de empréstimos. Relacionamentos passados se mostraram importantes: 47% das firmas escolheram um banco que já atuava como agente financeiro da empresa antes da sua abertura de capital. Além disso, em 16% dos eventos de abertura, os bancos também apareceram como acionistas das novas empresas. Assim foi com o Credit Suisse e o UBS, que atuaram de forma muito ativa no lançamento de novas ações de firmas brasileiras.

Esses múltiplos laços entre bancos e seus clientes, entretanto, despertaram polêmica. De um lado, é interessante para uma empresa se associar a um banco de renome, pois isso pode facilitar a atração de bons e volumosos investidores. Por outro lado, cria-se um conflito de interesses: como o banco recebe comissão pelo serviço e, de quebra, pode “vender” um empréstimo atrelado ao processo, tentará convencer o máximo possível de empresas a lançar ações em bolsa, ainda que não apresentem negócios sólidos e viáveis. Vendo o mau desempenho posterior das ações que compraram, os investidores das novas empresas que abriram capital passaram a questionar as conexões multifacetadas que os bancos mantinham com seus clientes.<sup>143</sup> Uma reportagem da revista *Exame* é bastante ilustrativa:

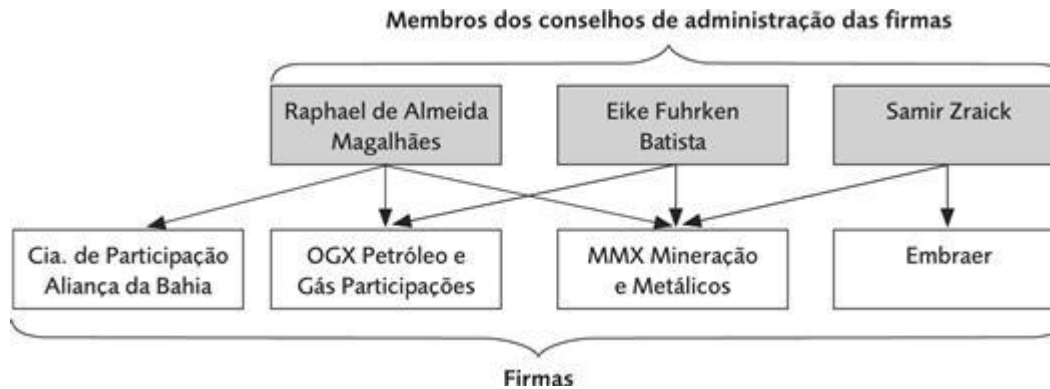
O caso mais famoso — e catastrófico — é o da Agrenco, empresa do agronegócio que, entre outras atividades, comercializa soja. O Credit Suisse liderou um empréstimo sindicalizado de 150 milhões de dólares para que a companhia construísse três usinas de processamento de soja e de biodiesel. Em troca, o banco ganhou, além da comissão habitual do IPO [oferta inicial de ações], um bônus de 11 milhões de dólares e 6,9% das ações da empresa. Após levantar 666 milhões de reais, a Agrenco teve de pagar em troca ao banco o equivalente a 400 milhões de reais. Como sobrou pouco dinheiro, a companhia — que já não era lá essas coisas — acabou agonizando por inanição. Seu caixa secou apenas oito meses após o IPO, e os resultados vieram muito abaixo do prometido.<sup>144</sup>

Mas a miríade de laços que caracterizou a onda de abertura de capital de empresas no Brasil não parou por aí. Uma dinâmica interessante aparece quando examinamos um tipo de rede que até agora não havia discutido com a devida profundidade: conexões estabelecidas entre os membros dos conselhos de administração das empresas. Trata-se dos chamados *conselhos entrelaçados* (em inglês, *interlocking directorates*): laços entre empresas que emergem pelo fato de alguns profissionais participarem de conselhos múltiplos.

## 6.3 CONSELHOS ENTRELAÇADOS

A [Figura 6.2](#) apresenta um exemplo (parcial) de conselhos entrelaçados, com base em dados de 2009. A estratégia de análise segue a discussão presente no segundo capítulo deste livro. Começo identificando as redes de nós duplos (*bipartite*) envolvendo dois tipos de atores: as firmas e as pessoas que participam dos conselhos de administração dessas firmas. Assim, na [Figura 6.2](#) vemos que Eike Batista participava, em 2009, dos conselhos de suas empresas OGX e MMX (era o presidente do conselho dessas firmas). Também tinha assento nesses dois conselhos Raphael de Almeida Magalhães. A presença de conselheiros comuns cria uma relação projetada entre a OGX e MMX — o que não é de se estranhar, dado que são empresas pertencentes ao grupo “X” de Eike Batista. Conforme vimos no [Capítulo 2](#), a ligação entre essas duas firmas mostra-se particularmente forte porque existem laços *cruzados* na rede de nós duplos. Ou seja, Raphael Magalhães era membro do conselho de uma empresa onde também estava Eike, e vice-versa. (Na verdade, essas firmas exibiam, em 2009, ainda mais conselheiros em comum; a [Figura 6.2](#) ilustra apenas alguns conselheiros para fins de simplificação.)





**Figura 6.2** Exemplo de conselhos entrelaçados em 2009: membros de conselhos de administração que interagem em múltiplas empresas. Para fins de simplificação, não foram incluídos todos os conselheiros das empresas indicadas.

Surgem, também, laços com empresas fora do grupo “X”. Em 2009, Samir Zraick era membro do conselho da MMX e da Embraer, ao passo que Raphael Magalhães estava presente na OGX, na MMX e no grupo Aliança da Bahia. Entretanto, no caso da Embraer e da Aliança da Bahia, a conexão é menos forte: Eike e outros conselheiros da MMX (além de Samir Zraick) não estavam presentes no conselho da Embraer. De maneira similar, outros conselheiros da Aliança da Bahia (além de Raphael Magalhães) não apareciam na OGX e na MMX. Em outras palavras, não existiam, em 2009, relações cruzadas entre a MMX e a Embraer, e entre a MMX/OGX e a Aliança da Bahia. Ainda assim, a presença de um conselheiro comum cria um laço implícito (projetado) entre essas empresas.

Mas de onde surgem e para que servem os conselhos entrelaçados? De fato, essa é uma pergunta que tem sido alvo de intenso debate entre sociólogos, economistas e pesquisadores de gestão empresarial. Os conselhos de administração são, crescentemente, elementos de grande relevância nas corporações

modernas. Em um contexto em que os executivos das empresas não são, necessariamente, os donos — ou seja, existe separação entre propriedade e gestão —, os conselhos surgem como peças de ratificação e monitoramento. É nesse fórum que as principais estratégias das empresas são aprovadas e os resultados obtidos pela gestão são analisados e julgados. Em tese, se o corpo gerencial na empresa não está executando um bom trabalho, é papel do conselho clamar por mudanças de estratégia e, no limite, trocar os executivos.<sup>145</sup>

Os conselhos, normalmente, incluem os principais acionistas da empresa. Quando existem múltiplos donos, um documento legal regendo os direitos e deveres das partes — o acordo de acionistas — definirá quem tem mais voz para indicar pessoas para o conselho (reveja os exemplos da MRS Logística e da Usiminas apresentados nos [Capítulos 4 e 5](#), respectivamente). É prática comum, também, indicar membros *externos* (ou *independentes*): pessoas que não participam diretamente da gestão da empresa, mas que são profissionais conhecidos e reconhecidos pelo mercado. Samir Zraick, por exemplo, atuou como alto executivo da Vale de 1971 a 1986, bem como de diversas outras firmas do setor de mineração. Em tempos mais recentes, passou a ocupar assentos nos conselhos de empresas brasileiras de setores variados. O mesmo ocorre com Maílson da Nóbrega, que foi ministro da Fazenda do Brasil em 1988-1989 e, posteriormente, sócio da consultoria Tendências. Em 2009, Maílson participava de conselhos de várias firmas como Portobello, Abyara, Cosan, Grendene e Rodobens. No Novo Mercado, exige-se que os conselhos tenham pelo menos 20% de membros externos: o

objetivo é trazer pessoas que, a princípio, atuem imparcialmente na defesa dos interesses de todos os acionistas.

Assim, laços entre conselhos tenderão a ocorrer de duas formas principais. Primeiro, conforme exemplificado pelas firmas “X” de Eike Batista, os conselhos entrelaçados podem englobar firmas com proprietários similares. Nesse caso, conexões entre conselhos refletem simplesmente o fato de as firmas pertencerem a um mesmo grupo (na linha do que discutimos no [Capítulo 4](#)) ou a um mesmo grupo de investidores (por exemplo, fundos de investimento com participações em múltiplas firmas). A segunda forma de entrelaçamento ocorre quando membros externos são chamados para participar de múltiplos conselhos. A presença de Maílson da Nóbrega como conselheiro independente da Cosan e da Grendene cria um laço implícito entre essas firmas.

Inúmeros autores, entretanto, ressaltam que os conselhos têm implicações que vão além do mero monitoramento da gestão. Uma primeira vertente passou a enxergar os conselhos como instrumentos de *cooptação*: um meio de trazer “aliados” para as estratégias da empresa. Por exemplo, uma empresa pode convidar um executivo de um banco ou fundo de investimentos com vistas a garantir capitalização diferenciada no futuro. Caso mais polêmico ocorre quando duas empresas de um mesmo setor recrutam os mesmos conselheiros visando a coordenar suas ações e atenuar a sua rivalidade. Devido aos potenciais efeitos anticompetitivos dessas ações — similares aos que podem ocorrer quando os grupos lançam laços cruzados entre si ([Capítulo 4](#)) —, o entrelaçamento dos conselhos passou a despertar grande preocupação. Nos Estados Unidos, os conselhos entrelaçados envolvendo firmas competidoras

chegaram a ser proibidos por lei (o *Clayton Act* de 1914). Mais recentemente, discute-se muito como as empresas podem cooptar políticos para o seu conselho (ou pessoas com experiência prévia em cargos públicos) para gerenciar a sua interface com o governo.<sup>146</sup>

Outra vertente, que acabou ganhando mais atenção nas últimas décadas, vê os conselhos entrelaçados como mecanismos sociais “embutidos” (*embedded*) nas interações de mercado. São canais por onde circulam informações e práticas empresariais: relações sociais que se enraízam na mecânica financeira e estratégica das empresas. Mais um exemplo, portanto, de como o capitalismo flui por meio de laços. Dessa forma, convidar um membro externo reconhecido para um conselho pode ser um meio de trazer melhores práticas que foram adotadas por outras empresas com as quais esse membro atuou. Profissionais de boa reputação no mercado podem, também, servir como uma espécie de “selo de qualidade”. Esse efeito é particularmente relevante no caso de novas firmas lançadas no mercado. Com conselheiros reconhecidos, essas firmas poderão não somente sinalizar seu compromisso com boas estratégias, mas também se beneficiar indiretamente dos contatos que esses conselheiros têm com outras firmas e investidores.<sup>147</sup>

## 6.4 O MUNDO PEQUENO DOS NOVOS NA BOLSA

Consistente com toda essa discussão, já vimos na [Figura 6.1](#) como a OGX e a MMX apresentavam conselheiros compartilhados com outras empresas (Embraer e Aliança da Bahia). Será que esse padrão de entrelaçamento também foi verificado em outras empresas? Com base nos dados de empresas de capital aberto disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), obtive uma amostra de 347 firmas e seus conselheiros, observados em 2009 (veja o [Apêndice 1](#)). Dessas firmas, 69% tinham um ou mais membros que também apareciam no conselho de outras empresas. Em decorrência disso, das 347 firmas na amostra, 212 (61%) se conectavam umas às outras, direta ou indiretamente, por meio de conselheiros comuns. Os conselhos das empresas brasileiras revelam-se, de fato, bastante entrelaçados.<sup>148</sup>

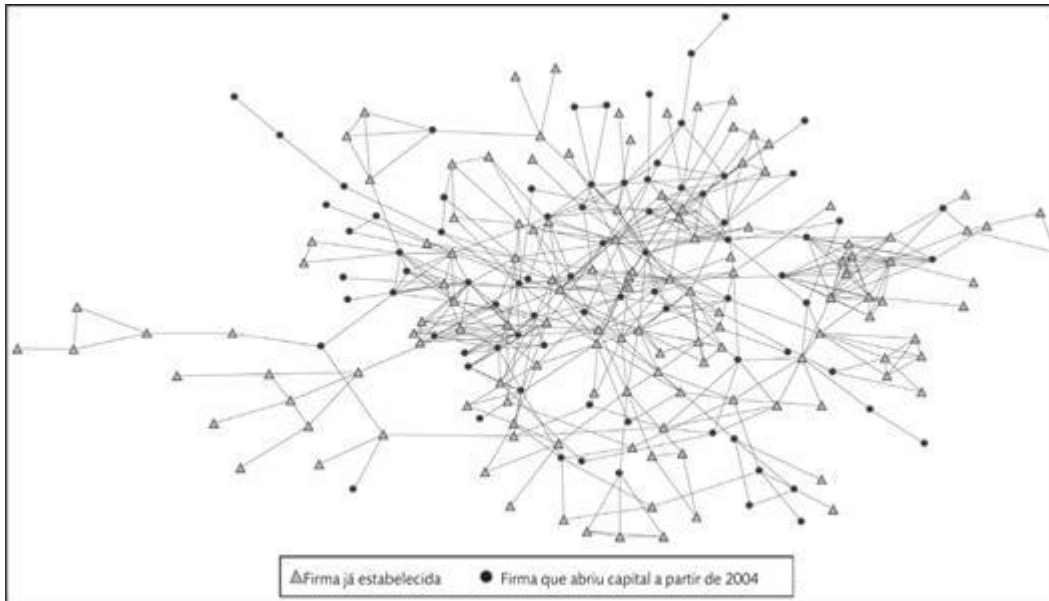
Da mesma forma que as redes de propriedade, é possível examinar se as redes de firmas e seus conselheiros exibem ou não configuração do tipo mundo pequeno. No [Capítulo 2](#), apresentei alguns indicadores de mundos pequenos calculados com base nas redes de nós duplos (para mais detalhes, veja o [Apêndice 2](#)). O mesmo pode ser feito aqui, inspecionando-se “quartetos conectados” englobando dois pares de firmas e dois pares de conselheiros. O agrupamento da rede, nesse caso, é observado com base na proporção de quartetos “fechados”, com laços cruzados (na [Figura 6.1](#), OGX-MMX-Rafael Magalhães-Eike Batista), em relação a todos os quartetos conectados, que incluem quartetos “abertos”, sem laços cruzados (MMX-Embraer-Eike Batista-Samir Zraick). O índice de

mundo pequeno, calculado dividindo-se o coeficiente de agrupamento pela distância (ambos padronizados), é 38,8. Logo, a rede de conselhos entrelaçados era quase 39 vezes mais aglomerada, sem prejuízo à conectividade dos atores, do que uma rede similar na qual os laços se estabelecem ao acaso. É, claramente, um mundo pequeno.<sup>149</sup> Alguns conselheiros, ao participarem de múltiplas firmas, acabam conectando indiretamente aglomerações diversas.

E como se comportaram as firmas que abriram capital entre 2004 e 2009? São firmas mais ou menos conectadas? Para responder a essa pergunta, é útil observar como se criam laços projetados *entre firmas* pelo fato de exibirem pelo menos um conselheiro em comum. A rede de nós duplos (firmas e conselheiros) é, assim, convertida em uma rede de nó único (firmas). Perde-se, certamente, informação nesse esforço simplificador: por exemplo, o laço entre a OGX e a MMX é tratado da mesma forma que o laço entre a MMX e a Embraer, embora só as primeiras tenham participações cruzadas de conselheiros. Porém, a visualização da rede fica mais fácil quando colocamos foco em laços projetados. No [Capítulo 2](#), fiz um exercício de simplificação semelhante ao analisar conexões projetadas entre donos últimos.

A [Figura 6.3](#) exhibe a rede projetada entre firmas. Cada laço indica que duas firmas têm pelo menos um conselheiro em comum. As empresas que abriram capital são marcadas em círculos, ao passo que as outras firmas, em triângulos. É surpreendente notar que as novas firmas se enfrontaram de forma intensa na rede de conselhos entrelaçados. Apareceram na rede 75% das empresas que se lançaram na bolsa. E algumas dessas novas empresas ocupavam posições bastante centrais, interligando-se a diversas outras por

meio de conselheiros comuns. Os “novatos” no mercado terminaram, na verdade, bastante conectados na economia local.



**Figura 6.3** Rede projetada de conselhos entrelaçados em 2009: cada laço indica se as duas firmas têm pelo menos um conselheiro em comum.

Quais foram, então, os conselheiros que mais ajudaram a conectar as novas empresas que abriram capital às firmas já estabelecidas? Uma forma de se fazer essa análise é calcular, para cada conselheiro, o número de participações em firmas que abriram capital multiplicado pelo número de participações em outras empresas. Esse índice mede a intensidade com que cada conselheiro ajudou a interligar as novas firmas à rede corporativa já estabelecida na bolsa. Ordenados dessa forma, a [Tabela 6.2](#) apresenta os principais *conselheiros de interligação* em 2009.

**Tabela 6.2.** Principais “conselheiros de interligação”: membros que participavam conjuntamente de conselhos de empresas estabelecidas e conselhos de empresas que

abriram capital (2004-2009)

<b>Membro do conselho</b>	<b>Participação em conselhos de firmas que abriram capital</b>	<b>Participação em conselhos de outras empresas da amostra</b>
José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha	2	6
Francisco Roberto André Gros	4	3
Antonio Carlos Augusto Bonchristiano	3	4
Raphael de Almeida Magalhães	3	3
Pedro de Andrade Faria	4	2
Fersen Lamas Lambranco	4	2
Pedro Jereissati	1	7
Alcides Lopes Tápias	3	2
Paulo Carvalho de Gouvêa	3	2
Horacio Lafer Piva	3	2
Eliezer Batista da Silva	3	2



---

*Nota: O ordenamento dos membros dos conselhos foi feito multiplicando-se suas participações em firmas que abriram capital e suas participates em firmas já estabelecidas, utilizando informações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de 2009. A amostra inclui 347 firmas observadas em 2009 para as quais foi possível obter dados da composição dos conselhos.*

---

Muitos conselheiros de interligação são membros independentes, isto é, profissionais que não atuam diretamente na gestão das empresas, mas que estão presentes em múltiplos conselhos. É o caso de José Mauro Mettrau Carneiro da Cunha, Raphael de Almeida Magalhães e Alcides Tápias. São profissionais com passagem em diversos cargos públicos e privados. José Mauro Mettrau foi executivo do BNDES e da Braskem (do grupo Odebrecht); o advogado Raphael Magalhães atuou como político (foi vice-governador e governador do antigo estado da Guanabara) e ministro da Previdência Social na gestão José Sarney; Alcides Tápias foi executivo da Camargo Corrêa de 1996 a 1999 e, logo depois, assumiu o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior do governo FHC. Curiosamente, a exigência de se ter membros independentes nos conselhos das empresas do Novo Mercado acaba aumentando as chances de que esses membros irão participar de múltiplas empresas. Isso explica, em parte, por que as novas firmas que abriram capital mostraram-se bastante enfiadas na rede de conselheiros, uma vez que a maioria dessas firmas realizou sua primeira oferta de ações no Novo Mercado.

Alguns outros membros listados na [Tabela 6.2](#) são executivos ou acionistas de empresas, mas que participam de múltiplos conselhos. Isso fica claro especialmente no caso de membros ligados às empresas “X” de Eike Batista. Francisco Gros (falecido em 2010), ex-

presidente da BNDES, do Banco Central e da Petrobras, atuava como presidente da OGX e participava do conselho de várias outras empresas — sejam já estabelecidas (Lojas Renner, Fosfertil) ou que abriram capital (EDP Energias do Brasil, M. Dias Branco e Wilson Sons, além da própria OGX). Eliezer Batista (pai de Eike) aparecia no conselho de diversas empresas “X” e do tradicional grupo Monteiro Aranha. Paulo Carvalho de Gouvêa, executivo de longa data das empresas de Eike, se envolvia nos conselhos de diversas firmas com participações societárias do empresário. Mas diversos entrelaçamentos também eram gerados por acionistas de outros grupos. Pedro Jeireissati se espalhava em vários conselhos de empresas com participação do seu grupo (Oi/Telemar, Iguatemi). Horacio Lafer Piva, acionista da Klabin e ex-presidente da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp), se associava também a várias outras firmas que abriram capital (Redecard, BHG, Tarpon).

Finalmente, a [Tabela 6.2](#) revela o envolvimento das chamadas empresas de *private equity* nas novas ações ofertadas em bolsa. Antonio Bonchristiano e Fersen Lambranhó eram, em 2009, sócios da GP Investimentos; Pedro de Andrade Faria, da Tarpon. Essas empresas captam recursos de investidores e alocam tais recursos para novas firmas com elevado potencial de crescimento: empreendimentos competitivos, mas que necessitam de forte injeção de capital para executar seus planos de expansão. Fundos de *private equity* foram bastante ativos na onda de lançamento de novas ações. A GP Investimentos e a Tarpon não somente participaram de diversas firmas que abriram capital, como também, elas próprias, fizeram novas emissões na bolsa. Um estudo de Pedro Tavares e Andrea Minardi, utilizando dados de firmas que abriram capital

entre 2004 e 2007, verificou que novas firmas associadas a investimentos de *private equity* desempenharam muito melhor que as outras firmas, cerca de um ano após a emissão inicial. Os autores consideraram o retorno *anormal* das ações, isto é, o retorno além (ou aquém) da variação do mercado como um todo. Enquanto as firmas sem o suporte de *private equity* tiveram um retorno anormal negativo, de  $-7,6\%$  (fato, aliás, comum no caso de firmas que abrem capital), as outras empresas, com investimentos daqueles fundos, exibiram um retorno positivo, da ordem de  $17,6\%$ .<sup>150</sup>

Esse achado se explica pela atuação peculiar das empresas de *private equity*: entrando como proprietários parciais, muitas vezes atuam ativamente no controle dos seus investimentos. A GP, por exemplo, notoriamente busca implantar nas suas empresas métodos meritocráticos de gestão: seleção e retenção de talentos, estrita avaliação de resultados e esquemas de remuneração variável atrelada ao desempenho individual das pessoas.<sup>151</sup> Nesse sentido, a participação de gestores dos fundos de *private equity* nos conselhos das firmas torna-se um meio natural de exercer influência. Mesmo não sendo “grupos” na acepção da palavra, empresas de *private equity* acabam criando laços societários e interpessoais (isto é, via conselhos) que permeiam várias firmas das quais participam. E, por esses canais, fluem informações e práticas de governança que se disseminam entre as empresas. Um exemplo, portanto, de como os laços — e o mundo pequeno que eles geram — podem também ser consistentes com desempenho empresarial diferenciado.

## 6.5 UM SINAL DE MUDANÇA?

A onda de abertura de capital das empresas do Brasil entre 2004 e 2009 foi um fenômeno novo e surpreendente. Novos empresários e milhares de novos investidores, em um curto período de tempo, movimentaram a bolsa e revigoraram o capitalismo brasileiro. No auge do processo, em 2007, era difícil até mesmo acompanhar em detalhes cada novo prospecto de empresa que era lançada no mercado. Quase do nada, empresários até então pouco conhecidos passaram a ter grande destaque nos jornais e revistas de negócios. A onda também serviu como uma espécie de elixir para o Novo Mercado, que rapidamente se estabeleceu como padrão de referência para níveis diferenciados de governança corporativa.

Um sinal de mudança, sem dúvida. Mas, em vários sentidos, o movimento de abertura de capital ajudou a reforçar diversos elementos característicos do capitalismo de laços. Muitas das novas firmas preservaram estruturas piramidais e aglomerações de donos; o governo (via BNDES) continuou como proprietário de destaque; diversas transações foram alimentadas por conexões, nem sempre produtivas, entre bancos e seus clientes; e os conselhos de administração se entrelaçaram de forma muito intensa. É verdade que muitos desses aspectos não foram, necessariamente, deletérios. Posições acionárias e conselhos compartilhados, por exemplo, ajudaram a disseminar boas práticas gerenciais entre as firmas, como bem ilustram as empresas de *private equity* nas suas diversas participações. Porém, na sua essência, mais uma vez, a mudança solidificou as dinâmicas que já existiam.

Com a crise financeira do segundo semestre de 2008, o lançamento de novas empresas não somente caiu de forma drástica como também o tom do discurso empresarial voltou ao que era antes. Muitos passaram a celebrar o Estado como o paladino contra as imperfeições do mercado. O desejo do governo de intervir mais foi logo percebido por vários empresários, que correram em busca de contatos e novas oportunidades. Donos outrora tidos como símbolo de renovação, como Eike Batista, foram vistos em complexas interações com o governo (reveja o caso da Vale no capítulo introdutório). No início de 2009, Eike afirmaria que “o Brasil tem um modelo que todos querem copiar” e que “os Estados Unidos sonham em ter um BNDES como o nosso lá”.<sup>152</sup> Grupos econômicos consolidaram empresas, muitas vezes impulsionados pelo próprio governo, e cresceram. Mais uma vez, ainda que de forma um pouco distinta do que vimos até agora, a mecânica relacional do capitalismo brasileiro foi colocada à prova e sobreviveu forte como nunca.

## CAPÍTULO 7

# CONCLUSÕES: É ASSIM POR QUE SEMPRE FOI?

No seu discurso perante o Comitê Internacional que elegeu o Rio de Janeiro como a sede dos Jogos Olímpicos de 2016, o presidente Lula afirmou que o Brasil passava por “um excelente momento”, com “uma economia organizada e pujante que enfrentou, sem sobressaltos, a crise que ainda assola tantas nações”. À época do discurso, em outubro de 2009, o mundo ainda se debatia para escapar da forte contração trazida pela quebra dos mercados financeiros nos países desenvolvidos. Pouco a pouco, as atenções se voltaram para mercados emergentes, como o Brasil, cuja trajetória de crescimento trazia esperança de uma recuperação mais rápida da economia mundial. Antes tidos como nações-problema, acometidos por dívidas vultuosas, setores empresariais letárgicos e maus governos, muitos países emergentes despontariam como eixos globais de dinamismo econômico na primeira década do século XXI.<sup>153</sup> Como disse o próprio Lula no seu discurso, o que era problema virou solução.

Ao fascínio com o crescimento dos emergentes, juntava-se certa estranheza. Como poderiam ter sucesso países que, em grande medida, se distanciavam do modelo liberal, “de mercado”, preconizado no final do século anterior? Muitas das grandes empresas oriundas de países emergentes se mostravam como de

controle estatal ou com forte influência histórica do governo. Em vez de firmas privadas especializadas em áreas restritas de atuação, os emergentes apareciam com complexos grupos corporativos, normalmente atrelados a famílias e intrincadas pirâmides societárias. O modelo anglo-saxão de empresas com capital difuso, com pequenos nacos societários espalhados em um grande número de donos, parecia ser mais a exceção do que a regra. Nos novos países que despontavam — notadamente nos chamados “BRICs” (Brasil, Rússia, Índia e China) —, um capitalismo diferente surgia nutrido por um profundo entrelaçamento entre atores públicos e privados.

Acompanhando esse processo, vozes ao redor do globo decretaram a falência do sistema “de mercado” em prol de um modelo econômico mais “coordenado”, envolvendo extensos canais de interação entre empresas e setor público. Essas vozes soaram como música no Brasil. Governantes, de súbito, viram suas ações de interferência no setor produtivo justificadas. Políticos, para impressionar o seu eleitorado, empunharam a bandeira do antiliberalismo. Empresários louvaram o setor público como fonte última e irrestrita de recursos.

Estariam eles corretos ao celebrar a vitória do capitalismo de laços?

## **7.1 UM BALANÇO DO CAPITALISMO DE LAÇOS NO BRASIL**

As várias facetas do capitalismo brasileiro discutidas no livro convergem para a ideia de mundo pequeno: aglomerações interligadas entre si por alguns poucos atores centrais de conexão. Donos estabelecem laços societários cruzados e participam conjuntamente como sócios de conglomerados empresariais. São aglomerações que surgem devido a dois atributos típicos das redes societárias brasileiras: os consórcios (vários donos associados a um mesmo projeto ou empresa) e as pirâmides de controle (donos com participações em uma empresa intermediária, que, por sua vez, agrega posições em diversas outras). Há até um instrumento legal servindo como amálgama dessas junções: o acordo de acionistas, definindo a distribuição de poder de influência em contextos envolvendo sócios múltiplos.

Os principais conectores, por sua vez, são atores direta ou indiretamente ligados ao governo — especificamente, o BNDES e fundos de pensão de estatais — e, em menor grau, alguns poucos grupos domésticos que mais se aproveitaram dos eventos de liberalização ocorridos no Brasil após meados da década de 1990. A elevada centralidade desses atores se dá devido à sua extensa participação em múltiplas aglomerações. BNDES e fundos de pensão passaram a surgir com frequência no capital acionário de grupos e como instrumentos de capitalização em consórcios. Para o governo, especialmente durante os leilões de privatização, o envolvimento desses atores ajudou a dirimir críticas de que as estatais estavam



sendo entregues aos interesses do setor privado. Já sob o ponto de vista de grupos privados, o elevado volume de capital trazido por aqueles atores públicos também era extremamente vantajoso. Muitos grupos se capitalizaram com recursos do governo e conseguiram preservar controle, ainda que muitas vezes compartilhado, das empresas das quais participavam. Esse processo continuou após as privatizações, com o envolvimento ativo do BNDES e dos fundos de pensão em consórcios e iniciativas de consolidação setorial.

Tendo em vista esses dois principais traços característicos do capitalismo de laços brasileiro — aglomerações e atores públicos como nós centrais nas redes —, o [Quadro 7.1](#) resume os seus principais aspectos positivos e negativos, que foram extensivamente discutidos ao longo do livro.

**Quadro 7.1.** Principais características do capitalismo de laços brasileiro e suas implicações

<b>Característica</b>	<b>Aspectos positivos</b>	<b>Aspectos negativos</b>
Aglomeração de proprietários em consórcios e grupos entrelaçados	Junção de recursos e redução de risco sob condições de infraestrutura e crédito escassos	Conflitos societários. Menos competição
Atores direta ou indiretamente ligados ao governo como elementos centrais	Capital de longo prazo, a menor custo, para suportar projetos de larga escala	Má alocação potencial: estratégias empresariais influenciadas pelo governo em exercício

<b>Característica</b>	<b>Aspectos positivos</b>	<b>Aspectos negativos</b>
		e emergência de canais clientelistas

Considere, primeiro, o efeito das aglomerações de proprietários. Em um país com escassez de crédito, infraestrutura deficiente e elevados custos de transação, a formação de “círculos de confiança” permite juntar capital financeiro e recursos complementares para suportar investimentos de grande escala. Sob acordos de acionistas bem desenhados, é possível trazer à mesa empresários e investidores com competências e interesses sinérgicos. Além disso, participações cruzadas de proprietários em múltiplas firmas permitem espalhar investimentos em um grande número de indústrias — o que contribui não somente para reduzir o risco do patrimônio dos proprietários mas também para irrigar a economia brasileira em um espectro mais amplo de setores.

A experiência brasileira mostra, entretanto, dois potenciais perigos das aglomerações. Como muitos proprietários se agrupam por meio de pirâmides societárias e blocos de controle bem definidos, surgem conflitos diversos dentro e fora desses círculos. A lógica de ação é voltada para se buscar controle — ou poder diferenciado de influência —, cooptando parceiros e formando coalizões. Ainda que várias iniciativas tenham caminhado na linha de mais proteção a minoritários (como a constituição do Novo Mercado), as estruturas societárias no Brasil ainda são muito calcadas em pirâmides societárias complexas e com capital concentrado em poucos donos. Quem não conhecer em detalhes as

regras do jogo de todo esse processo terá mais dificuldade para entrar e prosperar no mundo corporativo brasileiro.

Adicionalmente, o entrelaçamento societário de alguns proprietários — especialmente grupos econômicos — é um mecanismo que tende a suportar práticas anticompetitivas. Se três grupos se juntam em um consórcio, são dois concorrentes a menos em um setor. Participando conjuntamente de múltiplos setores, os grupos podem se coordenar informalmente dividindo mercados e evitando ataques agressivos. Com seus diversos laços societários — um grupo com posição em uma firma de outro grupo —, essas estratégias de coordenação tornam-se ainda mais factíveis.

Já a participação do BNDES e dos fundos de pensão de estatais em diversas empresas e consórcios soma-se ao já citado efeito das aglomerações de proprietários: permite um aporte de capital, a menor custo, para se financiar investimentos de larga escala e de longa maturação. Além disso, alguns empresários ressaltam que esses atores ligados ao governo trazem outro aspecto relevante: são sócios com horizonte de mais longo prazo, que não se submetem às pressões temporárias do mercado financeiro. Dessa forma, facilitam a execução de projetos de grande porte e mais arriscados, com grande proporção de capital imobilizado em ativos dedicados à sua atividade-fim (por exemplo, plantas industriais e maquinários específicos de um produto ou setor).<sup>154</sup> Investidores “de mercado” acabam exigindo juros excessivamente altos para se associar a projetos desse tipo.

Entretanto, a irradiação da presença do governo na teia societária das empresas brasileiras suscita uma série de questionamentos.

Embora as participações do BNDES e dos fundos de pensão de estatais sejam minoritárias, estes são atores que agem em uníssono e em associação com outros donos alinhados às iniciativas do governo. Dessa forma, possibilitam que o braço estatal interfira nas dinâmicas internas do setor privado. Sob o estímulo do governo, grupos se fundem, consórcios se formam, empresas se expandem. Não fosse assim, muitos diriam, dificilmente ícones nacionais como a Vale ou a Embraer teriam prosperado. Mas qual é o custo dessas intervenções? Ao alocar discricionariamente capital societário em diversas firmas, o governo deixa de direcionar recursos para projetos tão ou mais meritórios e com impacto social mais amplo (aeroportos, portos, estradas, ferrovias, rodovias, escolas, saneamento, energia, saúde, ciência e tecnologia, só para citar alguns exemplos).<sup>155</sup> Além disso, a contrapartida direta da capitalização recebida pela empresa é a maior incerteza na sua gestão, que poderá ser influenciada politicamente de acordo com o gosto do governante em exercício.

Nesse ambiente, as empresas respondem de duas formas. Primeiro, podem transformar uma restrição em uma oportunidade. Se o governo quiser estimular o desenvolvimento de determinado setor, os empresários que mais rapidamente se movimentarem terão, possivelmente, mais vantagens. Mais ainda, argumentando que sua entrada foi incitada pelo governo, poderão clamar por operações de “salvamento” caso seus projetos se mostrem pouco competitivos. Segundo, as empresas podem formar laços clientelistas como forma de obter benefícios diretos ou se proteger contra mudanças adversas. Cultivando laços com o sistema político, e especialmente com a coalizão vigente, os grupos empresariais podem contrabalançar o

poder de influência do governo e, de quebra, ter acesso a oportunidades e recursos diferenciados. Um jogo para poucos.

Mas, então, no cômputo final, o que pode ser dito sobre esses padrões de entrelaçamento no Brasil? Será que seus aspectos positivos compensam as suas disfunções?

Certamente, os seus diversos benefícios não devem ser ignorados. Porém, isso não implica que os seus custos devam ser esquecidos ou simplesmente tomados como mero efeito colateral. Da mesma forma que os ardorosos defensores do livre mercado tendem a fechar os olhos para os benefícios de uma maior “coordenação” da economia, aqueles que pregam maior presença do Estado em associação com grupos domésticos jogam sob o tapete as possíveis consequências deletérias dessas ações.<sup>156</sup> É preciso, antes de tudo, seguir com uma discussão mais completa do capitalismo de laços, ponderando, de forma conjunta, os seus aspectos positivos e negativos.

Dito isso, o argumento de que o Brasil precisa de *mais* entrosamento do governo com o setor produtivo e *mais* ênfase em grupos domésticos e aglomerações privadas é de difícil justificação. Dada a notável resistência do capitalismo de laços brasileiro e o seu fortalecimento nas últimas décadas, pode-se contra-argumentar que o grau de “coordenação” da economia brasileira já é elevado. Comparações internacionais das redes de propriedade, de forma similar ao realizado no [Capítulo 2](#), indicam que, no começo do século XXI, o Brasil já apresentava um indicador de mundo pequeno similar ao México, 2,8 vezes superior à Coreia do Sul, 5,1 vezes superior à Itália, 7,8 vezes maior que o do Chile e 12,2 vezes acima do observado nos Estados Unidos. Um estudo realizado pelos

cientistas políticos Markus Kurtz e Sarah Brooks mostra, adicionalmente, que o Brasil terminou o ciclo de reformas da década de 1990 como uma das economias latino-americanas com maior presença do setor público, medida pelo montante de gastos do governo e pela participação de estatais no PIB.<sup>157</sup> Os movimentos subsequentes de reforço das participações do BNDES e dos fundos de pensão só fizeram acentuar essa tendência.

É fácil explicar a preferência dos governantes e candidatos a cargos públicos por mais coordenação. Além de legitimar o que já existe, ela garante a continuidade do ciclo de laços. Ao ser eleito e formar sua base política, o governante exerce influência sobre empresas ligadas ao executivo. Estas, estando imersas em redes de propriedade privada, conseguem voz nas empresas. As empresas privadas, por sua vez, defendem-se adotando táticas recíprocas (como doações de campanha) e cooperativas (formação de consórcios e grupos). Por que um ciclo tão azeitado precisaria de *mais* estímulo?

## **7.2 O QUE FAZER, ENTÃO?**

A partir do modelo atual, o lógico seria trabalhar no sentido de reduzir diversos aspectos negativos trazidos pelo capitalismo de laços e, ao mesmo tempo, construir sobre os seus pontos fortes. Com esse objetivo, quatro ações parecem ser absolutamente prementes: mais transparência, mais isolamento político, redução generalizada de custos de transação e combate a condutas anticompetitivas.

### **7.2.1. MAIS TRANSPARÊNCIA**

As participações do BNDES e dos fundos de pensão de estatais sofreram e continuam sofrendo críticas precisamente porque falham em demonstrar os benefícios (em comparação aos custos) do seu envolvimento em consórcios e grupos. O fato de os governos terem usado esses atores para gerar resultados um tanto artificiais em iniciativas de reorganização setorial e leilões públicos reforça aquelas críticas. Para atrair investidores privados e garantir o sucesso de leilões públicos, por exemplo, os governos têm copiosamente articulado BNDES e fundos de pensão de estatais. Mas, então, qual a vantagem de se fazer um leilão quando é o próprio capital público, direto ou indireto, que financia o processo? Por que alocar capital em um grupo privado A em detrimento de um grupo B ou de outros possíveis empreendimentos? Vale a pena fazer essas alocações, dadas as inúmeras prioridades na economia brasileira? O que se ganha e o que se perde com tudo isso? É

obrigação pública embasar esse tipo de decisão com muito mais objetividade e transparência.

É recomendável avançar, também, com mais transparência nas relações societárias em geral. O capitalismo brasileiro ainda é muito calcado em complexas pirâmides com ligações e participações opacas. Até mesmo as novas empresas que abriram capital em 2004, com vimos no [Capítulo 6](#), se valeram dessas estruturas. É necessário despende um bom tempo para saber quem é, realmente, o dono último de muitas empresas. Em casos em que existem blocos de controle — grupos de acionistas associando-se no comando de uma empresa —, a análise requer minuciosa leitura dos complicados acordos de acionistas. Para evitar as disfunções dessas estruturas, um modelo com laços societários mais simples seria desejável. E ninguém melhor que o governo para começar dando o exemplo, evitando participar de confusas pirâmides societárias.<sup>158</sup>

## **7.2.2. MAIS ISOLAMENTO POLÍTICO**

Vimos que laços societários podem ser tornar canais de influência política — seja nas empresas das quais o governo participa ou nos proprietários que se interligam indiretamente ao setor público. Por exemplo, há muito se discute se os gestores dos fundos de pensão de estatais devem continuar a ser indicados pelo governo ou se essa decisão deve ser totalmente delegada aos funcionários contribuintes. A realidade é que é de total interesse do governo manter canais de influência nesses fundos. No início de 2010, foi criada uma nova agência reguladora para fundos de pensão, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc). Questionado sobre



possível influência do governo na agência, o seu diretor superintendente, Ricardo Pena Pinheiro, justificou que “não existe trabalho técnico sem o respaldo político”.<sup>159</sup> É irreal, por certo, esperar que o sistema político não tenha impacto em agências públicas. Porém, sem um mínimo de isolamento, aumentam os riscos de ações discricionárias e até mesmo irregulares, ao bel-prazer do governante ou da coalizão política em exercício. A volumosa presença dos fundos de pensão de estatais no cenário corporativo brasileiro recomendaria — para maior eficiência no uso dos seus recursos — critérios claros e objetivos de atuação. Embora os gestores desses fundos insistam em dizer que seguem tais critérios, a sociedade também cansa de ouvir casos de intervenções governamentais em que os fundos aparecem implícita ou explicitamente envolvidos.

As doações de campanha são outro aspecto da interface política que merece atenção especial. A saída não parece ser proibir doações privadas, uma vez que estas são parte legítima da arena política em muitas democracias desenvolvidas, e, mesmo se proibidas, podem continuar circulando em esquemas de “caixa dois”. Porém, empresas que patrocinaram a coalizão política vigente devem receber um escrutínio diferenciado quando forem receber algum tipo de apoio público direto ou indireto. É recomendável uma intensa fiscalização de órgãos independentes (como o Ministério Público), ampla cobertura da mídia e mais pesquisas cruzando dados de financiamento de campanha com resultados em presariais diversos. Já temos evidência indicando que doações de campanha têm efeito importante nas relações público-privadas no Brasil (reveja o [Capítulo 3](#)).

### 7.2.3. REDUÇÃO GENERALIZADA DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Um dos benefícios da formação de aglomerações de proprietários é o estabelecimento de “círculos de confiança” juntando recursos e reduzindo custos de transação para executar grandes projetos. Mas isso só existe porque o ambiente brasileiro envolve escassez de crédito, custos elevados para se constituir negócios, demora e incerteza em processos jurídicos, falta de infraestrutura de apoio, e assim por diante. Nesse ambiente, as aglomerações têm, indubitavelmente, o seu papel.

Mas, e se fossem feitos esforços para reduzir os custos de transação de forma *generalizada*? Não é todo empreendedor que tem recursos, contatos e conhecimento jurídico para se envolver em consórcios, grupos e associações de mais larga escala. Porém, simplificando os procedimentos para a abertura de novas firmas, obtenção de crédito e resolução de disputas jurídicas, é possível atrair mais empreendedores para o jogo econômico, com efeitos benéficos em termos de mais competição e menos concentração de renda. Podemos, na verdade, vislumbrar um cenário onde “círculos de confiança” se mantenham nas aglomerações, mas, à margem, apareçam constantemente novos empreendedores disputando mercados e explorando oportunidades. Seria um mundo pequeno em constante renovação.

O Chile é um exemplo desse tipo de configuração corporativa. Naquele país, como no Brasil, fortes grupos econômicos se disseminam em múltiplos mercados e se interligam por laços cruzados. Extensos conselhos entrelaçados são formados entre

empresas domésticas e internacionais. Uma entidade com capital misto público-privado, a Fundação Chile promove capital para o desenvolvimento de empresas. A diferença com o caso brasileiro é que os baixos custos de transação permitem uma entrada mais fácil de novos empreendimentos. No Chile, abre-se uma empresa em 27 dias, contra 152 dias no Brasil. Lá, gastam-se 136 dias a menos que o Brasil para fazer cumprir um contrato. O volume de crédito ao setor privado atingiu, em 2008, 85% do PIB — um valor bem superior ao verificado no Brasil no mesmo ano (56%). A citada Fundação Chile coloca foco na geração de novas firmas em vez de buscar, como tem feito o BNDES, a consolidação de grandes grupos. Quando uma empresa adquire porte autossustentável, a Fundação se desfaz do seu investimento para estimular outros projetos nascentes. Com menores custos de transação e mais ênfase em novos empreendimentos, o capitalismo de laços, ainda que prevalente, consegue ser mais facilmente contestado e renovado.<sup>160</sup>

#### **7.2.4. COMBATE A CONDUTAS ANTICOMPETITIVAS**

A análise quanto aos efeitos do capitalismo de laços sobre a concorrência ainda é precária. Os diversos governos, pelo contrário, frequentemente procuram estimular associações de firmas sem muito interesse em examinar possíveis efeitos danosos à competição. Em certos casos, até mesmo regras do jogo são alteradas. Por exemplo, para viabilizar a aquisição da Brasil Telecom pela Oi/Telemar, em 2008, chegou-se até a flexibilizar uma regra existente no setor de telefonia, impedindo que o mesmo grupo controle empresas operando em duas regiões distintas.<sup>161</sup>

É verdade que, como já discutimos, as aglomerações permitem juntar forças para tocar projetos complexos e de larga escala; trata-se de uma estratégia empresarial legítima e, em muitos casos, meritória. Porém, com tantos consórcios e grupos envolvendo proprietários entrelaçados, suspeitas de pouca competição emergem naturalmente. Com pouca concorrência, ganha o empresário mas perde a sociedade, com produtos e serviços mais caros. Em vez de catalisador das aglomerações, o governo deveria agir como contrapeso: examinando em detalhe as suas implicações anticompetitivas e facilitando a entrada de *novos* empreendedores e grupos de firmas.

Da mesma forma, é preciso considerar os prós e contras de ações protecionistas. Ao sinalizar preferência por grupos e matérias-primas nacionais, o governo estimula o setor privado doméstico, mas afugenta potenciais concorrentes estrangeiros em leilões públicos e diversos setores da economia. Além disso, cria incentivos para que empresas estrangeiras formem estratégias associativas com grupos locais de grande peso e com atores ligados ao setor público — mais uma vez, as aglomerações se reforçam. Cabe discutir o benefício de tudo isso em comparação ao seu custo real e imediato: menor competição e preços potencialmente mais elevados para a população brasileira.

### 7.3. É ASSIM PORQUE SEMPRE FOI *MESMO*?

Seríamos, entretanto, otimistas ou até mesmo ingênuos de tentar mudar “o que sempre foi”, como disse Raymundo Faoro no seu *Os donos do poder*?<sup>162</sup> Afinal, o ciclo de interações existentes no capitalismo de laços interessa ao governo, ao sistema político e aos grupos que dele participam. O economista Douglass North, laureado com o Prêmio Nobel em 1994, argumenta que é muito difícil promover mudanças em dinâmicas profundamente enraizadas na matriz institucional de um país.<sup>163</sup> Por que tomadores de decisão, públicos ou privados, se preocupariam em transformar algo que lhes beneficia ou que lhes é conveniente? Sob essa perspectiva, estaríamos presos à nossa própria história: se for para mudar algo, é para que tudo fique como está. Enxergando os efeitos danosos e duradouros das relações público-privadas, Faoro termina o seu livro lamentando “a túnica rígida do passado inexaurível, pesado, sufocante”.

Entretanto, o Brasil já teve algumas experiências de transformação, ainda que efêmeras, do seu capitalismo de laços. O historiador econômico Aldo Musacchio examinou em detalhe mudanças ocorridas na Primeira República, notadamente entre 1890 e 1915.<sup>164</sup> A evidência disponível mostra que, nesse período, o capitalismo brasileiro floresceu com uma intensidade que só seria vista novamente no final do século XX. Muitas empresas lançaram ações em bolsa, em setores diversos como manufatura, ferrovias, portos e bancos. O mercado acionário movimentava um volume expressivo de recursos, e o controle das empresas passava mais

facilmente de mão em mão. Todas as ações tinham direito a voto, e muitas empresas estabeleciam um número máximo possível de votos que poderiam ser concentrados em um único acionista. Em vez de recorrer somente a bancos públicos, as firmas se financiavam amplamente por meio de emissão de títulos de dívida privada (debêntures). O estoque desses títulos atingiu, em 1915, 18% do PIB brasileiro — um valor bastante alto, se comparado com os meros 3% observados no início do século XXI. Era, nas palavras de Aldo Musacchio, um período de “democracia financeira”.

Como é costume acontecer em períodos de euforia, houve excessos. O conhecido episódio do “encilhamento”, entre 1890 e 1891, foi uma onda especulativa na bolsa que trouxe várias perdas, acompanhadas de episódios de fraude (empresas fictícias lançadas na bolsa para captar recursos de investidores e enriquecer seus “donos”). Porém, um exame mais minucioso das condições institucionais daquele período mostra um cenário mais positivo. O então ministro da Fazenda Rui Barbosa reduziu os custos para lançar empresas e para vender papéis depois da emissão. Existindo somente ações com direito a voto, e com limites à concentração de controle, mais investidores minoritários se motivaram a capitalizar as empresas. Do lado do mercado de dívidas, a legislação vigente promovia proteção aos credores em caso de falência da firma. Com a garantia de proteção a credores, a oferta de crédito se expandiu, beneficiando as empresas. E isso não era apenas consequência da prosperidade econômica da época. O México, país que também se favoreceu com uma economia mundial em crescimento, não tinha, no começo do século XX, as mesmas condições institucionais que o Brasil. Enquanto no México as firmas buscavam garantir recursos

por meio de conselhos entrelaçados com atores financeiros, no Brasil as firmas se capitalizavam com instrumentos de mercado.

O que fez então o capitalismo brasileiro mudar? Com a Primeira Guerra Mundial, e especialmente com a Grande Depressão de 1929, o fluxo internacional de capitais secou. A Inglaterra, que era o centro financeiro da época, viu seus mercados deteriorarem. Dependente de recursos externos, o Brasil sofreu um choque direto e decisivo. Com o golpe que tornou Getúlio Vargas presidente provisório em 1930, as condições políticas internas também mudaram radicalmente. Criticando a ênfase liberal e a abertura externa do período anterior, Getúlio, de pronto, demarcou de maneira bastante explícita a sua visão de Estado:

Julgo ainda aconselhável a nacionalização de certas indústrias e a socialização progressiva de outras, resultados possíveis de serem obtidos mediante rigoroso controle dos serviços de utilidade pública e lenta penetração na gerência das empresas privadas, cujo desenvolvimento esteja na dependência de favores oficiais.<sup>165</sup>

Tratava-se, nas palavras de Faoro, de uma mistura de “privatismo com estatismo”. Agradando ao empresariado da época, associações industriais foram fortalecidas e proteções diversas proliferaram. O Decreto 21.526, de 1932, introduziu ações sem direito a voto. Com essa mudança, os proprietários conseguiram manter o controle concentrado de suas empresas. Grupos econômicos se expandiram, normalmente atrelados a famílias de elevado patrimônio. Estratégias de articulação com o setor público foram prontamente executadas, via associações setoriais ou envolvimento direto de proprietários no cenário político. Em 1945, uma nova lei passou a dar prioridade, em caso de falência, aos trabalhadores e às suas firmas, logo

aumentando a percepção de risco de que eventuais dívidas não seriam pagas. (Isso só seria fundamentalmente alterado com uma revisão da lei de falências em 2005, que garantiu um pouco mais de proteção aos credores.) Sem o recurso dos financiamentos privados, os empresários passaram, então, a demandar maciços empréstimos governamentais. Com isso, o Banco do Brasil e, a partir de 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE, ainda sem o “S”) reforçaram sua centralidade no capitalismo brasileiro.<sup>166</sup>

É verdade que, após a crise de 1929, sob mercados financeiros combalidos, o mundo inteiro caminhou na direção do maior entrelaçamento entre atores públicos e privados na execução de projetos industriais. Raghuram Rajan e Luigi Zingales denominam esse movimento de “grande reversão”.<sup>167</sup> Entretanto, o que teria acontecido se Getúlio Vargas tivesse preservado algumas características positivas do capitalismo da Primeira República? Com um controle societário menos concentrado, baixos custos de transação para lançar empresas e maior proteção a credores, é possível que o Brasil voltasse a ter, em meados do século XX, condições institucionais altamente atrativas para novos investidores e credores privados. Estes, irrigando de capital o setor privado, poderiam ter dado mais folga para o governo investir maciçamente em iniciativas de elevado retorno social e, mais seletivamente, em projetos privados de maior complexidade e risco, que não conseguissem ser financiados apenas no âmbito do livre mercado. Com essas iniciativas, e com maior número de empreendedores prosperando, poderia ter havido, no final das contas, menor concentração de renda e um desenvolvimento industrial mais rápido.



Mas não devemos nos ater a fatos que poderiam ter acontecido. Afinal, culminando com a deferência de ter sido escolhido como a sede das Olimpíadas de 2016, o Brasil fechou a primeira década do século XXI como um país dinâmico, de democracia consolidada e economia estável, crescendo, ano após ano, sem muitos sobressaltos (para usar a expressão de Lula). Em parte, esse desempenho se deve a empresas e grupos que, associados entre si ou ao setor público, tocaram importantes projetos de investimento e expansão global. Porém, há ainda muito o que fazer para mitigar os riscos potenciais do capitalismo de laços, ao mesmo tempo construindo sobre os seus aspectos positivos. Façamos com que a profética preocupação de Faoro se torne, de uma vez por todas, página do passado.

# NOTAS

# CAPÍTULO 1

- 1 <[http://www.vale.com/vale\\_us/media/factsheeti.pdf](http://www.vale.com/vale_us/media/factsheeti.pdf)> (acesso em 25/1/2010).
- 2 “Governo espera nova postura da Vale”, *Valor Econômico*, 16/9/2009 (artigo de Claudia Safatle e Arnaldo Galvão).
- 3 “Eike Batista negocia fatia da Vale e critica Agnelli”, *Estado de São Paulo*, 11/10/2009.
- 4 “Rosa diz que poder na Vale é compartilhado”, *Valor Econômico*, 27/10/2009 (entrevista de Sérgio Rosa a Cristiano Romero).
- 5 “Agnelli tenta aproximar Vale do governo em visita a Lula”, *Valor Econômico*, 11/9/2009 (artigo de Claudia Safatle e Paulo de Tarso Lyra).
- 6 A afirmação de Eike Batista aparece em “Eike pega R\$ 1,2 bi emprestado do BNDES e diz que é o ‘melhor banco do mundo’”, *Folha Online*, 1/7/2010. <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/760241-eike-pega-r-12-bi-emprestado-do-bndes-e-diz-que-e-o-melhor-banco-do-mundo.shtml>> (artigo de Samantha Lima, acesso em 10/7/2010). A notícia da saída de Soros do capital da Vale pode ser vista em “Soros shuns Vale amid political meddling”, *Reuters*, 4/12/2009. <<http://uk.reuters.com/article/idUKN0416821020091204>> (acesso em 20/1/2010).
- 7 Nesse sentido, a abordagem deste livro alinha-se à definição de Peter Hall e David Soskice de capitalismo *coordenado*, que se baseia em relações estabelecidas entre atores privados e públicos muitas vezes além do âmbito estrito das trocas livres de mercado

(veja o capítulo introdutório de *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*, Oxford: Oxford University Press, 2001). Posteriormente, Ben Ross Schneider e David Soskice propuseram o conceito de capitalismo *hierárquico*, com peso importante de grupos ou conglomerados econômicos que gerenciam suas firmas por meio de uma estrutura de comando central (“Inequality in developed countries and Latin America: coordinated, liberal and hierarchical systems”, *Economy and Society*, v. 38, n. 1, 2009). Porém, como veremos no quarto capítulo deste livro, os próprios grupos no Brasil apresentam laços entre si: há uma aparente *coordenação* intercorporativa. Em outras palavras, o capitalismo de laços brasileiro parece combinar elementos de coordenação e de estruturas hierárquicas (via o papel de grupos). A ideia de capitalismo de laços também tem relação com o que Michael Gerlach chama de “capitalismo de alianças”: complexos laços entre empresas, grupos, entidades governamentais e associações setoriais em torno de interesses econômicos (*Alliance capitalism: the social organization of Japanese business*, Berkeley: University of California Press, 1992).

8 Ver, por exemplo, a discussão de Stephen Haber sobre *cronyism* na América Latina (*Crony capitalism and economic growth in Latin America: theory and evidence*, Stanford: Hoover Institution Press, 2002). Uma análise similar para o leste asiático é proporcionada por David Kang (*Crony capitalism: corruption and development in South Korea and the Philippines*, Cambridge: Cambridge University Press, 2002). Nessa mesma linha, Raghuram Rajan e Luigi Zingales (*Saving capitalism from capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*, Princeton:

Princeton University Press, 2004) argumentam que é preciso “salvar o capitalismo dos capitalistas”: os empresários, sob um contexto de intervenção governamental, tendem a devotar esforço excessivo à busca de proteções e monopólios. Rajan e Zingales utilizam a expressão “capitalismo de relacionamentos” (*relationship capitalism*) para descrever a onda de associações protecionistas entre empresas e governos no pós-guerra.

9 Um interessante estudo analisou como empresas da Indonésia, na década de 1990, reagiram a notícias sobre o estado de saúde do ditador Suharto, que governou o país entre 1967 e 1998 (Raymond Fisman, “Estimating the value of political connections”, *American Economic Review*, v. 91, n. 4, 2001). Empresas na Indonésia apresentavam graus distintos de conexão com o governo; as consideradas mais conectadas eram aquelas associadas aos filhos e aliados políticos do ditador. O estudo encontrou que as ações de firmas conectadas caíam muito mais fortemente notícias desfavoráveis sobre a saúde de Suharto do que firmas pouco conectadas. Em outras palavras, grande parte do valor de mercado das empresas conectadas se dava em função do seu relacionamento com Suharto.

10 A noção de *embeddedness* (sistemas sociais enraizados em contextos econômicos) foi apresentada, de forma pioneira, por Karl Polanyi, em *The great transformation: the political and economic origins of our time*, Boston: Beacon Press, 1957 (originalmente publicado em 1944). Mark Granovetter avançou essa ideia no seu famoso artigo “Economic action and social structure: the problem of embeddedness”, *American Journal of Sociology*, v. 91, 1985. Granovetter faz uma contraposição à

literatura de *custos de transação*, originária dos estudos de Ronald Coase e Oliver E. Williamson. Williamson, em particular, enfatiza a existência de ações oportunistas levando a riscos contratuais (veja *The economic institutions of capitalism*, New York: The Free Press, 1985). Por isso, acabou sendo duramente criticado por sociólogos, como Granovetter, que consideram a sua análise muito baseada na pressuposição de egoísmo e autointeresse, logo ignorando possíveis normas sociais e efeitos de reputação trazidos por laços entre ou dentro de firmas. Estudos empíricos analisando como relações de confiança e redes sociais afetam o desempenho de mercados e economias incluem Robert Putnam, *Making democracy work: civic traditions in modern Italy*, Princeton: Princeton University Press, 1993, e Stephen Knack e Philip Keefer, “Does social capital have an economic payoff? A cross-country examination”, *Quarterly Journal of Economics*, v. 112, 1997.

- 11 Como exemplos de estudos formalizando matematicamente relações sociais em contextos econômicos, podem ser citados George Baker, Robert Gibbons e Kevin Murphy, “Relational contracts and the theory of the firm”, *The Quarterly Journal of Economics*, v. 117, 2002, e Rachel Kranton, “Reciprocal exchange: a self-sustaining system”, *American Economic Review*, v. 86, 1996. Matthew O. Jackson (*Social and economic networks*, Princeton: Princeton University Press, 2008) proporciona uma revisão sobre modelos de redes sociais aplicados a interações econômicas. Discussões sobre o valor dos laços entre e dentro de empresas podem ser vistas em Martin Kilduff e Wenpin Tsai, *Social networks and organizations*, London: SAGE Publications, 2003, e Benjamin

Gomes-Casseres, *The alliance revolution: the new shape of business rivalry*, Cambridge: Harvard University Press, 1996.

- 12 Exemplos de estudos nessa linha são Peter Evans, *Embedded autonomy: states and industrial transformation*, Princeton: Princeton University Press, 1995, e Gerald McDermott, *Embedded politics: industrial networks & institutional change in postcommunism*, Ann Arbor: University of Michigan Press, 2003.
- 13 A ideia da aproximação blindada do governo na execução de políticas industriais pode ser vista em Peter Evans, já citado; Alice Amsden, *Asia's next giant: South Korea and late industrialization*, New York: Oxford University Press, 1989; e Dani Rodrik, "Industrial policy for the twenty-first century", CEPR Discussion Paper, 2004.
- 14 Oliver Williamson, "Economic organization: the case for candor", *Academy of Management Review*, v. 21, n. 1, 1996, p. 48. Williamson parafraseia uma citação do cientista político Robert Michaels.
- 15 Estudos prévios na linha deste livro incluem Bruce Kogut e Gordon Walker, "The small world of firm ownership and acquisitions in Germany from 1993 to 1997: the durability of national networks", *American Sociological Review*, v. 66, n. 3, 2001; James Lincoln e Michael Gerlach, *Japan's network economy: structure, persistence, and change*, New York: Cambridge University Press, 2004; e Paul Windolf, *Corporate networks in Europe and the United States*, New York: Oxford University Press, 2002. Aqui vale incluir duas considerações gerais. Primeiro, o interesse deste estudo é mais desvendar conexões entre proprietários do que analisar quanto, percentualmente, cada proprietário detém de

determinada empresa. O foco é a *relação* entre atores, em vez do perfil acionário de cada empresa individualmente. Entretanto, mais à frente, analisarei laços entre acionistas ou *grupos* econômicos que detêm posições majoritárias de controle em determinadas empresas. Segundo, é possível, sem dúvida, que dois proprietários de uma mesma empresa estejam em desacordo ou até mesmo em conflito judicial; nesse caso, caracterizá-los como “aliados” é um erro fundamental. Entretanto, muito embora esses conflitos ocorram no curto prazo, sob uma perspectiva mais longa é esperado que se atinja um equilíbrio mais “estável”: ou um dos proprietários em conflito sai da empresa ou eles encerram o seu litígio (veja, por exemplo, o caso TIW/Opportunity discutido no [Capítulo 5](#)). Em qualquer um desses casos, o resultado final será um conjunto de proprietários com algum grau de alinhamento. De toda forma, como busco complementar a análise de redes com informações mais detalhadas sob o contexto de interação dos proprietários, esses conflitos eventuais, quando relevantes, são mapeados e descritos nos vários exemplos usados neste livro.

16 A ideia de mundo pequeno originou-se de estudos de Stanley Milgram (“The small world problem”, *Psychology Today*, v. 2, 1967) e foi posteriormente formalizada por Duncan Watts (*Small worlds: the dynamics of networks between order and randomness*, Princeton: Princeton University Press, 1999). No próximo capítulo, a ideia é explorada em mais detalhes, com aplicação direta ao caso brasileiro. Uma discussão preliminar sobre mundos pequenos corporativos no Brasil apareceu em Sérgio G. Lazzarini, “Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como ‘mundos pequenos’”, *RAE*



*Eletrônica*, v. 6, n. 1, 2007. Estudos de mundos pequenos corporativos foram feitos em diversos outros países, como Alemanha (Bruce Kogut e Gordon Walker, já citados), Itália (Raffaele Corrado e Maurizio Zollo, “Small worlds evolving: governance reforms, privatizations and ownership networks in Italy”, *Industrial and Corporate Change*, v. 15, n. 2, 2006) e Estados Unidos (Gerald Davis e Mina Yoo, “Le monde toujours plus petit des grandes entreprises américaines: participations communes et liens dans les conseils d’administration (1990-2001)”, *Gérer et Comprendre*, v. 74, 2003). Para comparações internacionais, consulte a coletânea editada por Bruce Kogut, *The small world of corporate governance*, no prelo.

- 17 “Um *lobby* multinacional”, *Correio Braziliense*, 16/5/2002 (artigo de Alessandra Melo e Marcelo Freitas). Sobre os consórcios mistos, veja Germano Mendes de Paula, João Carlos Ferraz e Mariana Iootty, “Economic liberalization and changes in corporate control in Latin America”, *The Developing Economies*, v. 40, n. 4, 2002.
- 18 DaMatta, *A casa & a rua: espaço, cidadania, mulher e morte no Brasil*, Rio de Janeiro: Rocco, 1997, p. 105 (ênfase no original); e Phillippe C. Schmitter, *Interest conflict and political change in Brazil*, Stanford: Stanford University Press, 1971, p. 317. No mesmo campo, vale mencionar o penetrante estudo de Livia Barbosa, *O jeitinho brasileiro: a arte de ser mais igual que os outros*, Rio de Janeiro: Campus, 1992. Livia Barbosa ressalta que o *jeitinho* seria uma norma *generalizada* suportando aproximações até mesmo entre estranhos. Logo, essa ideia dá suporte à nossa discussão anterior de que o capitalismo de laços não se baseia

obrigatoriamente em conexões sociais fortes, mas em relações as quais os atores estruturam para facilitar trocas econômicas de uma forma mais ampla. Esse debate lança, também, uma ponte entre a abordagem *estrutural* aqui adotada (ou seja, a análise das interações sociais por meio da estrutura de laços) e a abordagens mais *culturais* de dinâmicas socioeconômicas. Alguns sociólogos têm questionado a abordagem estrutural de redes: segundo eles, os laços sociais e as redes que resultam desses laços nada mais são que um resíduo de aspectos socioculturais que caracterizam determinado país ou contexto. Seriam apenas uma consequência, e não a causa. Nessa linha, Neil Fligstein enfatiza a importância de *concepções de controle* (*conceptions of control*) influenciando atores sociais (veja o seu livro *The architecture of markets: an economic sociology of twenty-first century capitalist societies*, Princeton: Princeton University Press, 2001). Por exemplo, laços comerciais de mercado poderiam ser resultado direto de normas e valores inseridos em famílias ou grupos étnicos; esse contexto sociocultural foi o que determinou a emergência das transações observadas, não o contrário. Embora essa crítica seja absolutamente procedente, não tenho a pretensão de atribuir causalidade às redes observadas; elas seriam, na verdade, uma expressão de interações econômicas que, com o uso da abordagem de redes, podem ser mais facilmente descritas e mapeadas. Os laços existem como expressão de uma matriz cultural já existente, mas também são canais de ação estratégica dos atores. Dessa forma, as duas perspectivas podem ser reconciliadas. Agradeço a Bruce Kogut por chamar a atenção para esse debate entre sociólogos estruturais e culturais.

- 19 Sérgio Buarque de Holanda, *Raízes do Brasil*, São Paulo: Companhia das Letras, 1997, p. 133 (originalmente publicado em 1937).
- 20 Raymundo Faoro, *Donos do poder: formação do patronato político brasileiro*, Rio de Janeiro: Globo, 1957. As citações foram extraídas da terceira edição, revista, publicada em 2001; respectivamente, p. 803, p. 447 e p. 38. A origem histórica, desde os tempos coloniais, das relações sociais entre empresários e governo no Brasil é também descrita em detalhes por Mary Del Priore (*Revisão do paraíso: 500 anos e continuamos os mesmos*, Rio de Janeiro: Campus, 2000): “Dar, receber e restituir eram atos que comandavam as relações sociais entre o monarca e seus súditos, provocando um contínuo reforço dos laços que os uniam, em crescente espiral de poder, subordinada a uma estratégia de ganhos simbólicos que se estruturava sob os atos de gratidão e serviços” (p. 39). Outros importantes autores, ressaltando a herança colonial do Estado brasileiro, são Manuel Bomfim, *A América Latina — males de origem*, Rio de Janeiro: Topbooks, 2005 (publicado originalmente, e de forma pioneira, em 1905); e José Júlio Senna, *Os parceiros do rei: herança cultural e desenvolvimento econômico do Brasil*, Rio de Janeiro: Topbooks, 1995.
- 21 Manuel Castells, *A sociedade em rede — a era da informação: economia, sociedade e cultura*, v I, São Paulo: Paz e Terra, 1999, p. 567.
- 22 Consulte, por exemplo, Ronald H. Chilcote, “Dependency: a critical synthesis of the literature”, *Latin American Perspectives*, v. 1, n. 1, 1974. A literatura de dependência é discutida em mais detalhes no [Capítulo 5](#).

23 Fernando Henrique Cardoso e Enzo Faletto, *Dependência e desenvolvimento na América Latina: ensaio de interpretação sociológica*, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004 (publicado originalmente em 1969).

24 “Por que Lessa colocou R\$ 1,5 bi na Vale?”, *IstoÉ Dinheiro*, 19/11/2003 (artigo de Leonardo Attuch e Hugo Studart).

## CAPÍTULO 2

25 “O homem da Vale”, *Veja*, 14/5/1997 (artigo de David Friedlander e Virginie Leite). Mais à frente, em 2001, Steinbruch venderia sua participação na Vale, concentrando-se no controle da CSN.

26 Mais detalhes podem ser obtidos no relatório do BNDES, “Privatização no Brasil”, Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, 2002. Diversas pesquisas procuraram avaliar o impacto das privatizações na economia brasileira. Do lado do governo, estudos indicavam que a venda de empresas estatais possibilitou um significativo abatimento da dívida pública (segundo uma estimativa, uma redução da ordem de 8% do PIB), gerando, conseqüentemente, menores encargos governamentais com pagamento de juros (veja Marco Antonio de Sousa Carvalho, “Privatização, dívida e déficit públicos no Brasil”, Ipea, Texto para discussão 487, 2001). Do lado das empresas privatizadas, também se observavam ganhos de desempenho positivos quando a gestão mudava do modo público para o modo privado. De acordo com Francisco Anuatti-Neto, Milton Barossi-Filho, Antonio Gledson de Carvalho e Roberto Macedo (“Costs and benefits of privatization: evidence from Brazil”, capítulo da coletânea editada por Alberto Chong e Florencio Lopes-de-Silanez, *Privatization in Latin America: myths and reality*, Washington DC: World Bank and Stanford University Press, 2005), as empresas privatizadas exibiram margem de vendas (lucro operacional sobre receitas) e retorno dos investimentos (lucro sobre ativos) respectivamente 5,6 e 1,6

pontos percentuais superiores ao período quando eram estatais. (Veja também, para um período anterior, o estudo de Armando Castelar Pinheiro, “Impactos microeconômicos da privatização no Brasil”, *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 26, n. 3, 1996.) Uma explicação para esse resultado é que, em empresas privadas, há maiores incentivos para alto desempenho. Enquanto em empresas públicas os funcionários tendem a ser avaliados e promovidos pelo “tempo de casa”, empresas privadas utilizam diversos outros mecanismos como, por exemplo, o uso de pagamento por desempenho (bônus, distribuição de lucro) e progressão de carreira com base em competências individuais. Além disso, empresas privadas apresentam, em geral, maior pressão e monitoramento dos executivos por parte dos acionistas; no caso de estatais, esse monitoramento é bastante difuso, pois o verdadeiro “dono” dessas empresas é o público em geral, composto por milhões de indivíduos. Devido a esse monitoramento imperfeito, as empresas públicas podem sofrer interferência dos governantes e até mesmo saques no seu caixa para fins políticos. Para uma revisão dos eventos de privatização no mundo e seus efeitos para o desempenho das empresas, veja William Megginson e Jeffry Netter, “From state to market: a survey of empirical studies of privatization”, *Journal of Economic Literature*, v. 39, 2001; para uma discussão teórica, consulte Andrei Shleifer, “State versus private ownership”, *Journal of Economic Perspectives*, v. 12, n. 4, 1998. Embora os países tenham exibido resultados diversos nos seus programas de privatização, as evidências, de forma geral, apontam para uma maior eficiência

gerencial das empresas quando saem do modo público para o privado.

27 Fernanda de Negri, “Empresas estrangeiras na indústria brasileira: características e impacto sobre comércio exterior”, artigo presente no livro editado por Mariano Laplane, Luciano Coutinho e Celso Hiratuka, *Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil*, São Paulo: Unesp, 2003. Os dados sobre comércio e investimento direto estrangeiro foram obtidos a partir da base do Banco Mundial, *World Development Indicators*.

28 BNDES, “Privatização no Brasil”, Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, 2002.

29 Por exemplo, escreve Reinaldo Gonçalves (*Globalização e desnacionalização*, São Paulo: Paz e Terra, 1999): “Este tipo de processo de desnacionalização é inusitado, pois envolve o enfraquecimento generalizado dos blocos de capitais (privado e estatal)” (p. 134). Na mesma linha, Geisa Rocha (“Neo-dependency in Brazil”, *New Left Review*, v. 16, 2002) afirma que a “substituição do capital local pelo estrangeiro, ao invés de sua associação com ele, tem sido a marca do Plano Real” (p. 24). Veja, também, Aloysio Biondi, *O Brasil privatizado*, São Paulo: Fundação Perseu Abramo, 2001.

30 Dados de formação bruta de capital fixo estão disponíveis no *site* do IBGE, relatório “Finanças Públicas no Brasil 2001-2002”: <[http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/noticia\\_visualiza.php?id\\_noticia=281&id\\_pagina=1](http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/noticia_visualiza.php?id_noticia=281&id_pagina=1)> (acesso em 23/02/2010).

31 Consulte Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto, “Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das

empresas de capital aberto no Brasil”, *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 2, 2007.

32 Um estudo preliminar de minha autoria buscou mapear relações de propriedade diretas e indiretas (com base em donos últimos) e é um precursor da discussão presente neste capítulo: Sérgio Lazzarini, “Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como ‘mundos pequenos’”, *RAE Eletrônica*, v. 6, n. 1, 2007. A ênfase em donos últimos foi também adotada por Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto, já citados.

33 O estudo de Stanley Milgram foi publicado na revista *Psychology Today*, v. 2, 1967. Duncan Watts, em uma série de trabalhos, buscou formalizar essas ideias e propor uma forma de medir certas características de redes que poderiam classificá-las como mundos pequenos (ver, por exemplo, o seu livro *Small worlds: the dynamics of networks between order and randomness*, Princeton: Princeton University Press, 1999). Apesar de o estudo inicial de Milgram ter sido questionado (veja Elizabeth DeVita-Raebu, “If Osama’s only 6 degrees away, why can’t we find him?”, *Discover*, v. February, 2008), existe vasta evidência de que diversas redes de interesse prático comportam-se como mundos pequenos. Isso pode ser visto na extensa revisão de Brian Uzzi, Luis Amaral e Felix Reed-Tsochas, “Small-world networks and management science research: a review”, *European Management Review*, v. 4, 2007.

34 Um procedimento usual na análise de mundos pequenos é considerar uma “sub-rede” envolvendo apenas atores que sejam direta ou indiretamente conectados entre si. Isso porque podem existir atores isolados (por exemplo, um proprietário que controla



isoladamente uma e apenas uma empresa) e grupos de atores que só se relacionam entre si (por exemplo, proprietários que controlam conjuntamente uma e apenas uma empresa). Tais atores não estarão conectados a outros atores na rede e, portanto, terão distâncias infinitas desses outros atores. Dessa forma, antes de se computar os indicadores de mundos pequenos, extrai-se o *componente principal* da rede: a *maior* “sub-rede” onde todos os atores são conectados entre si, seja diretamente seja por meio de intermediários (atores de ligação). Esse procedimento é adotado nas análises aqui realizadas (veja [Apêndice 2](#)).

35 Grande parte dessa discussão mais formal, iniciada em redes de nós únicos, deve-se ao trabalho de Duncan Watts: “Collective dynamics of ‘small world’ networks”, *Nature*, v. 393, 1998 (com Steven Strogatz); “Networks, dynamics, and the small-world phenomenon”, *American Journal of Sociology*, v. 105, 1999; *Small worlds: the dynamics of networks between order and randomness*, Princeton: Princeton University Press, 1999. Para mais detalhes, consulte o [Apêndice 2](#).

36 Raghuram Rajan e Luigi Zingales, *Saving capitalism from capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*, Princeton: Princeton University Press, 2004.

37 Sobre desigualdade de influência, veja Daniel Kauffmann e Joel S. Hellman, “The inequality of influence”, 2002, <<http://ssrn.com/abstract=386901>> (acesso em 21/1/2010). O uso de indicadores da *posição* de atores na rede — em especial, o grau e a forma como se conectam a outros atores — tem sido comum na literatura de sociologia econômica e das organizações

para avaliar a sua capacidade de obter informações críticas sobre o ambiente no qual os atores estão inseridos e, em virtude disso, exercer influência distinta sobre decisões locais. Estudos representativos dessa linha de investigação incluem Daniel Brass, “Being in the right place: a structural analysis of individual influence in an organization”, *Administrative Science Quarterly*, v. 29, 1984; e David Krackhardt, “Assessing the political landscape: structure, cognition, and power in organizations”, *Administrative Science Quarterly*, v. 35, 1990. De forma mais ampla, as conexões de um determinado ator propiciam o que é comumente chamado de *capital social*: “recursos inseridos em uma estrutura social que são obtidos e/ou mobilizados por meio de ações com um determinado propósito” (Nan Lin, *Social capital: a theory of social structure and action*, Cambridge: Cambridge University Press, 2001, p. 29).

- 38 Da mesma forma que no caso da análise dos mundos pequenos, o cálculo das centralidades é feito após a extração do componente principal da rede.
- 39 Mais precisamente, o coeficiente de variação é o desvio-padrão dos dados dividido pela média observada.
- 40 Em 2008, os fundos de pensão de estatais alocaram 43% do seu patrimônio em renda variável, contra 19% no caso dos fundos de empresas privadas. Dados do Ministério da Previdência e Assistência Social, disponíveis em <http://www.mpas.gov.br/conteudoDinamico.php?id=501> > (acesso em 15/2/2010).
- 41 Francisco de Oliveira, *Crítica à razão dualista/O ornitorrinco*, São Paulo: Boitempo, 2003, p. 147. Maria Chaves Jardim (“Nova’

elite no Brasil? Sindicalistas e ex-sindicalistas no mercado financeiro”, *Sociedade e Estado*, v. 24, n. 2, 2009), mais recentemente, chega a caracterizar os fundos de pensão como uma “elite” que “tem buscado a aliança de diversos e diferentes atores que, até então, jamais haviam dialogado entre si, tais como atores do mercado financeiro, empresários do setor de previdência complementar, membros do governo Lula e sindicalistas” (p. 365); com esse processo, segundo a autora, seria possível uma “moralização’ ou ‘domesticação’ do capitalismo” (p. 384).

42 Sobre o evento dos grampos, veja “Segredos do poder”, *Folha de São Paulo*, 25/5/1999 (matéria de Fernando Rodrigues e Elvira Lobato), e “Um homem acima da lei”, *Veja*, 25/11/1998 (artigo de Expedito Filho e Sandra Brasil) e “Sob suspeita”, *Carta Capital*, 25/11/1998. O artigo de Elio Gaspari é “A privatária quer mais dinheiro”, *Folha de São Paulo*, 20/08/2000.

43 <<http://veja.abril.com.br/blog/reinaldo/geral/entrevista-com-luiz-carlos-mendonca-barros-vivi-dias-terriveis-mas-disse-mim-mesmo-que-nao-me-deixaria-abater-agora/>> (acesso em 16/2/2010).

44 Sobre os episódios envolvendo Ricardo Sérgio de Oliveira e Aloizio Mercadante, veja Magno Mello, *A face oculta da reforma previdenciária*, Brasília: Letrativa, 2003 (especialmente p. 56-65) e as transcrições de artigos de imprensa ali presentes.

45 Dados presentes em Francisco Anuatti-Neto, Milton Barossi-Filho, Antonio Gledson de Carvalho e Roberto Macedo, já citados; e Germano Mendes de Paula, João Carlos Ferraz e Mariana Iooty, “Economic liberalization and changes in corporate control in Latin America”, *The Developing Economies*, v. 40, n. 4, 2002.

- 46 Licínio Velasco Jr., “Privatização: mitos e falsas percepções”, na coletânea *A economia brasileira nos anos 90*, Rio de Janeiro: BNDES, 1999, p. 199-200 (ênfase no original).
- 47 Bruce Kogut e Gordon Walker, “The small world of firm ownership and acquisitions in Germany from 1993 to 1997: the durability of national networks”, *American Sociological Review*, v. 66, n. 3, 2001.
- 48 Por exemplo, no seu discurso durante o anúncio oficial da sua candidatura à presidência em 2010, Dilma afirmou: “Alguns ideólogos chegavam a dizer que quase tudo seria resolvido pelo mercado. O resultado foi desastroso. Aqui, o desastre só não foi maior — como em outros países — porque os brasileiros resistiram a esse desmonte e conseguiram impedir a privatização da Petrobras, do Banco do Brasil, da Caixa Econômica ou de Furnas” (*O Estado de S. Paulo*, 20/2/2010, disponível em <<http://www.estadao.com.br/noticias/nacional,integra-do-discurso-de-dilma-rousseff-no-congresso-do-pt,513842,0.htm>>; acesso em 26/2/2010). O “ativismo estatal” pregado por Serra pode ser visto no artigo “Com a casa em ordem, Serra vai à luta”, *Veja*, 21/4/2010 (texto de Fábio Portela).
- 49 Josias de Souza, “Reestatiza-se sob Lula o que FHC fingiu privatizar”, *Folha de São Paulo*, 8/5/2005, *ibid*.
- 50 Consulte o artigo “Sociedade que vai construir e operar usina de Belo Monte terá 18 sócios”, *Valor Econômico*, 15/7/2010 (de Tarso Veloso e Rafael Bitencourt).
- 51 David Stark, “Recombinant property in East European capitalism”, *American Journal of Sociology*, v. 101, n. 4, 1996. Segundo Stark, seus resultados se alinham com “sociólogos

econômicos estudando as economias do leste asiático usando uma abordagem centrada em redes, onde nem mercados, nem governos, nem firmas isoladas, mas as redes sociais são a unidade básica de análise” (p. 1017).

52 Sobre a influência remanescente de governos em etapas pós-privatização, veja Katharina Pistor e Joel Turkewitz, “Coping with hydra — state ownership after privatization”, da coletânea *Corporate governance in Central Europe and Russia*, Budapest: Central European University Press, 1996; e Bernardo Bortolotti e Mara Faccio, “Government control of privatized firms”, *The Review of Financial Studies*, v. 22, n. 8, 2009. Segundo Pistor e Turkewitz, “o tamanho de ativos estatais existentes encoraja forças privadas a dedicar recursos para influenciar a conduta do Estado” (p. 217); de outra parte, “a presença do Estado como um proprietário tem lhe permitido alavancar sua influência sobre certas decisões, como preços de energia ou o fechamento de fábricas em regiões com elevado desemprego” (p. 231). Para Andrei Shleifer e Robert Vishny, “não há uma linha mágica que separa firmas de políticos uma vez que elas são privatizadas” (“Politicians and firms”, *The Quarterly Journal of Economics*, v. 109, 1994, p. 998). Morten Bennesen (“Political ownership”, *Journal of Public Economics*, v. 76, 2000) apresenta um modelo matemático no qual um dos equilíbrios envolve capitalistas privados aquiescendo a demandas do governo na direção de proteger os trabalhadores (mesmo que isso implique maior ineficiência gerencial), em troca de subsídios suportados por demandas de sindicatos e entidades organizadas similares. As implicações de laços residuais com o governo em empresas pós-

privatizadas são também discutidas em Maxim Boyko, Andrei Shleifer e Robert Vishny, “A theory of privatization”, *Economic Journal*, v. 106, 1996; e Daniel Kauffman e Paul Siegelbaum, “Privatization and corruption in transition economies”, *Journal of International Affairs*, v. 50, n. 2, 1996. O fenômeno de abertura econômica e reforma associadas a intervenções governamentais deliberadas é chamado de *liberalismo embutido* (*embedded liberalism*) por Marcus J. Kurtz e Sarah M. Brooks (“Embedding neoliberal reform in Latin America”, *World Politics*, v. 60, 2008). Com foco no caso chinês, Victor Nee e Sonja Opper (“On politicized capitalism”, texto da coletânea editada por Nee e Richard Swedberg, *On capitalism*, Stanford: Stanford University Press, 2007) descrevem o que chamam de *capitalismo politizado*, caracterizado por ampla interação entre governo e atores privados. No entanto, enquanto Nee e Opper veem o capitalismo politizado como uma situação de “desequilíbrio” (p. 96), a experiência brasileira, na realidade, mostra que há contínua convergência para uma situação em que o Estado mantém elevada centralidade.

53 Esses episódios de envolvimento político dos fundos estão descritos em riqueza de detalhes por Magno Mello, *A face oculta da reforma previdenciária*, Brasília: Letrativa, 2003. Mello nota que Sérgio Rosa e Ricardo Berzoini, ao final do governo FHC, manifestaram-se absolutamente contrários à influência do governo sobre os fundos de pensão; mas, posteriormente, no governo Lula, não encabeçaram iniciativas para reduzir tais laços. Rafael Silveira e Silva (“O desenho institucional do Estado sob uma perspectiva temporal: o caso da política regulatória dos fundos de

pensão”, dissertação de mestrado, Instituto de Ciência Política, Universidade de Brasília, 2007) resume a dinâmica dessas relações: “Os políticos, por meio de indicações, almejam influenciar as decisões dos fundos (aqueles ligados a estatais) para buscar vantagens econômicas e capitalizá-las politicamente. Por sua vez, os movimentos organizados de dentro dos fundos, via representação de participantes ou sindicatos, buscavam participar da direção das entidades, desejando chegar à política por meio do poder econômico” (p. 147).

54 “Previ refuta suspeita de tráfico de influência”, *Valor Econômico*, 17/8/2005 (artigo de Cristiano Romero).

55 Uma extensa literatura tem discutido como a estrutura de propriedade das empresas responde ao ambiente legal dos países onde estão inseridas. De forma geral, os países diferem grandemente em termos do nível de proteção a acionistas minoritários, transparência das informações das empresas, prioridade dos credores em termos de insolvência e outros aspectos de relevância para a atração de capitais. Alguns autores chegam até mesmo a sugerir que esses aspectos são determinados pelo sistema legal herdado pelo país (notadamente, Rafael LaPorta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, 1998). Em um ambiente de fraca proteção aos investimentos (especialmente os minoritários), uma estratégia racional é buscar controle majoritário da empresa. A importância de se ter posições majoritárias nas empresas brasileiras é comprovada pelo estudo de Alexander Dyck e Luigi Zingales, “Private benefits of control: an international comparison”, *Journal of Finance*, v. 59, n. 2,

2004. Os autores medem o “prêmio de controle” pago por ações vendidas em bloco (em relação ao seu valor original de mercado) e verificam que esse prêmio no Brasil é o maior de todos os países analisados. Uma ampla revisão dessas questões pode ser vista em Randall Morck e Lloyd Steier, “The global history of corporate governance”, capítulo introdutório do livro *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*, Chicago: The University of Chicago Press, 2007. Silvia Valadares e Ricardo Leal (“Ownership and control structure of Brazilian companies”, *Abantes*, v. 3, n. 1, 2000) e Dante Aldrighi e Roberto Mazzer Neto (“Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil”, *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 2, 2007) apresentam discussões focadas no caso brasileiro. Sobre o “ativismo” dos fundos no Brasil, veja Vicente Lima Crisóstomo e Eleutério Vallelado González, “Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil”, *Revista de Economia Contemporânea*, v. 10, n. 1, 2006.

56 Para mais detalhes sobre esse caso, veja “A briga que ameaça o governo Lula”, *Valor Econômico*, 14/9/2005 (artigo de Cristiano Romero).

57 Esses eventos podem ser vistos em “Oi compra BrT e se lança no mercado internacional”, *Reuters*, 25/4/2008 (por Rodrigo Viga Gaier e Taís Fuoco); “Fusão da Sadia com Perdigão foi boa só para as empresas”, *Época Negócios*, 20/5/2009 (artigo de Thiago Cid); “Previ quer organizar fatias em elétricas”, *Valor Econômico*, 14/8/2009.



- 58 Fernando Henrique Cardoso, “Para onde vamos?”, *Estado de São Paulo*, 1/11/2009. Nesse artigo, Fernando Henrique também ressalta que os fundos de pensão, no governo Lula, se fortaleceram devido aos laços entre os contribuintes dos fundos (funcionários das estatais) e o Partido dos Trabalhadores.
- 59 Esse valor é simplesmente o coeficiente de ajuste ( $R^2$ ) da seguinte regressão:  $DC_{96-09} = b_0 + b_1 C_{96} + e$ , onde  $C_{96}$  indica a centralidade normalizada de Bonacich em 1996,  $DC_{96-09}$  é a variação observada de centralidade entre 1996 e 2009 (isto é,  $C_{09} - C_{96}$ ) e  $e$  é o erro (termo estocástico) da regressão. Ecoando os processos de autorreforço discutidos por W. Brian Arthur (*Increasing returns and path dependence in the economy*, Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1994), a evolução futura dos atores nas redes também tende a depender da sua posição em um momento inicial.
- 60 A declaração pode ser vista na seguinte página do banco: [http://www.jpmorgan.com/cm/cs?pagename=JPM\\_redesign/JPM\\_Content\\_C/Generic\\_Detail\\_Page\\_Template&cid=1159365324423&c=JPM\\_Content\\_C](http://www.jpmorgan.com/cm/cs?pagename=JPM_redesign/JPM_Content_C/Generic_Detail_Page_Template&cid=1159365324423&c=JPM_Content_C) (acesso em 14/7/2010).
- 61 Raymundo Faoro, *Donos do poder: formação do patronato político brasileiro*, Rio de Janeiro: Globo, 1957 (3 ed, 2001, p. 819). Economistas neoinstitucionais, como Douglass North (*Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990), concebem esse fenômeno de resistência à mudança como resultante do complexo nexo de interesses e valores que se criam ao longo do tempo nas sociedades. O desenvolvimento das nações segue, assim, uma

trajetória que depende do seu estado prévio (*path dependence*): estratégias e políticas atuais são definidas, em parte, por escolhas e estruturas de interação definidas no passado.

## CAPÍTULO 3

62 Nathaniel Leff (*Economic policy-making and development in Brazil, 1947-1964*, New York: John Wiley & Sons, 1968) é um dos autores defendendo que as relações empresa–governo no Brasil se estruturam mais com base em laços particulares do que por meio de grupos de interesse organizados. Escreve o autor: “Enquanto o sistema de classes coloca foco na criação de políticas governamentais amplamente definidas, com programas e perspectivas vistas em termos gerais, os sistemas clientelistas buscam modificações limitadas e individuais de políticas já estabelecidas. Por exemplo, em um sistema de grupos, os políticos podem formular uma política de alocação geral, com cada grupo tentando usar a máquina do Estado para o seu benefício próprio. Políticos clientelistas, entretanto, se concentram mais em obter empréstimos governamentais para os seus clientes particulares — dentro de um arcabouço de orçamento e critérios de alocação predefinidos” (p. 120). Fernando Henrique Cardoso (*Autoritarismo e democratização*, Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1975, cap. 6) denomina “anéis” a essas relações particulares entre representantes do estado e grupos privados. As relações empresa–governo sob uma ótica de associações empresariais são discutidas em detalhes por Vanda Maria Ribeiro Costa (*A armadilha do leviatã: a construção do corporativismo no Brasil*, Rio de Janeiro: Uerj, 1999) e Maria Antonieta Leopoldi (*Política e interesses na industrialização brasileira: as associações industriais, a política econômica e o Estado*, São Paulo: Paz e Terra, 2000). A primeira

autora, embora coloque foco analítico nas associações *corporativistas* no Brasil, evidencia a propensão dos empresários em buscar estratégias particulares que às vezes se contrapõem aos interesses do seu grupo. Como exemplo, a autora cita o caso da evolução do Conselho de Expansão Econômica do Estado de São Paulo (1938-1942), que foi um fórum de desenvolvimento estadual a partir da interface entre empresários e governo: “Porque dispunha de acesso direto às instâncias de decisão, a elite empresarial passou a ‘compensar’ a igualdade de condições proporcionada pelo Conselho, fugindo da cooperação. Todos buscarão privadamente o governo para garantir vantagens através de medidas que não apenas contrariavam interesses de outros setores empresariais, mas que contrariavam os acordos previamente feitos no âmbito do Conselho” (p. 160). Essa tensão entre interesses individuais e coletivos é descrita no impactante texto de Mancur Olson, *The logic of collective action*, Cambridge: Harvard University Press, 1965. A relativa debilidade das associações setoriais no Brasil, pelo menos comparativamente a outros países da América Latina, pode também ser vista no interessante estudo de Ben Ross Schneider, *Business politics and the State in twentieth-century Latin America*, Cambridge: Cambridge University Press, 2004; uma discussão prévia, para o caso brasileiro, aparece em Phillippe Schmitter, *Interest conflict and political change in Brazil*, Stanford: Stanford University Press, 1971. Isso não quer dizer, entretanto, que associações coletivas sejam inoperantes ou não consigam obter sucesso em iniciativas que tenham ressonância com políticas delineadas pelo governo (veja, por exemplo, Wagner Pralon Mancuso, “O lobby da indústria no

congresso nacional: empresariado e política no Brasil contemporâneo”, *Dados — Revista de Ciências Sociais*, v. 47, n. 3, 2004). Sobre relações clientelistas, há também que se citar o interesse texto de Wanderley Guilherme dos Santos (*O ex-leviatã brasileiro: do voto disperso ao clientelismo concentrado*, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2006). Segundo o autor, para que relações clientelistas prosperem, “é necessário que já sejam hegemônicas as forças do mercado”. E acrescenta: “A prática eficaz do clientelismo requer o capitalismo, não o contrário” (p. 61). Mecanismos clientelistas podem justamente florescer em países que combinam elementos de mercado com intervenções governamentais seletivas.

63 Em muitos países é possível encontrar políticos e governantes atuando como altos executivos, acionistas ou membros do conselho de administração de diversas empresas. Uma crescente literatura tem se devotado a examinar esses tipos de conexão — por exemplo, Mara Faccio, “Politically connected firms”, *American Economic Review*, v. 96, n. 1, 2006; e Narjess Boubakri, Jean-Claude Cosset e Walid Saffar, “Political connections of newly privatized firms”, *Journal of Corporate Finance*, v. 14, 2008. No Brasil, surpreendentemente, muitas dessas relações são proibidas por lei. O artigo 54 da Constituição Federal de 1988 estabelece que deputados e senadores não podem ser proprietários ou gestores de empresas que possam ser eventualmente favorecidas em suas relações com o setor público. Da mesma forma, empresários que são convidados para participar de algum cargo público tendem a se desvencilhar de seus laços diretivos em empresas privadas como forma de evitar denúncias de

favorecimento. Por exemplo, Luiz Fernando Furlan, que era presidente do conselho de administração da Sadia até 2002, deixou esse cargo para assumir o Ministério do Desenvolvimento do governo Lula; só retornou à empresa em 2008, após deixar formalmente o governo no ano anterior. Mesmo assim, há indícios de que alguns dos seus contatos internos se preservaram. Por exemplo, com a grave crise financeira que a Sadia enfrentou no segundo semestre de 2008, os proprietários da empresa tiveram de recorrer a empréstimos públicos. Em um artigo publicado em 24/11/2009 no jornal *Valor Econômico* (“BB foi usado como bombeiro da crise”, de Alex Ribeiro), lê-se: “O ministro Guido Mantega (Fazenda) telefonou para o então presidente do Banco do Brasil, Lima Neto, em setembro de 2008 para encaminhar um pedido de empréstimo para a Sadia. Ele havia sido procurado por seu ex-colega de ministério, o empresário e acionista da Sadia, Luiz Fernando Furlan, que relatara as perdas que a empresa sofrera com operações com derivativos cambiais. A intenção era comunicar o prejuízo ao mercado, mas a Sadia queria mostrar também que tinha sido capaz de recompor o caixa. Para tanto, era essencial um empréstimo. Por causa da crise, porém, o mercado estava inacessível naqueles dias. Lima Neto encaminhou o assunto para as áreas técnicas do banco. Um executivo do BB recebeu um telefonema de Walter Fontana Filho, que então era o presidente do conselho de administração da Sadia. Nos dias seguintes, foi negociado um empréstimo de R\$ 900 milhões.”

64 David Samuels, “Pork barreling is not credit claiming or advertising: campaign finance and the sources of personal vote in Brazil”, *The Journal of Politics*, v. 64, n. 3, 2002, p. 852. Para

construir seu argumento, Samuels beneficiou-se do rico estudo de Marcos Otávio Bezerra, *Em nome das “bases”: política, favor e dependência pessoal*, Rio de Janeiro: Relume Dumará, 1999. Alguns casos de relações recíprocas entre políticos e empresas — emendas orçamentárias em troca de financiamento de campanha — são descritos em Lucio Vaz, *A ética da malandragem: no submundo do Congresso Nacional*, São Paulo: Geração Editorial, 2005.

65 Alguns desses eventos e a legislação associada aos financiamentos de campanha são descritos em Adriana Portugal e Maurício Bugarin, “Financiamento público e privado de campanhas eleitorais: efeitos sobre o bem-estar social e representação partidária no Legislativo”, *Economia Aplicada*, v. 7, n. 3, 2003; Caetano Ernesto Pereira de Araújo, “Financiamento de campanhas eleitorais”, *Revista de Informação Legislativa*, v. 41, 2004; e, no caso específico do “mensalão”, Luis Felipe Miguel e Aline de Almeida Coutinho, “A crise e suas fronteiras: oito meses de ‘mensalão’ nos editoriais dos jornais”, *Opinião Pública*, v. 13, n. 1, 2007. As doações privadas foram regulamentadas pela lei dos partidos políticos (n. 9096) de 1995: indivíduos e empresas puderam contribuir formalmente para determinadas campanhas desde que o montante doado fosse declarado ao Tribunal Eleitoral. Obviamente, como discute Caetano de Araújo, as doações não contabilizadas (“caixa dois”) passam ao largo dessa lei e podem assumir valores substancialmente maiores que os formalmente revelados. Portugal e Bugarin mostram como doações privadas de campanha podem resultar na aprovação de

projetos subótimos do ponto de vista social, por favorecerem grupos de maior envergadura econômica.

66 Stijin Claessens, Erik Feijen e Luc Laeven, “Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions”, *Journal of Financial Economics*, v. 88, 2008.

67 Caetano Ernesto Pereira de Araújo, já citado, p. 61.

68 Afirmação transcrita em Marcos Otávio Bezerra (já citado), p. 182.

69 Outro estudo que merece destaque é o de Rodrigo Bandeira de Mello e Rosilene Marcon, “Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments”, *Brazilian Administration Review*, v. 2, n. 1, 2005. Com base em dados contábeis de empresas negociadas em bolsa no Brasil, os autores verificam que as firmas que doaram para políticos vencedores tiveram maior retorno sobre o patrimônio em relação a outras empresas. Análises posteriores realizadas por Bandeira de Mello e Marcon indicaram que o efeito positivo das doações varia de acordo com o setor da firma (comunicação pessoal): 4,7% da variação no retorno das empresas devem-se a doações ocorrendo em indústrias específicas (ou seja, sob o ponto de vista estatístico, trata-se de uma interação entre o “efeito doação” e o “efeito indústria”). Assim, muito embora Claessens e colaboradores tenham verificado doações ocorrendo em diversos setores, é bem provável que o benefício privado dessas doações varie de setor a setor. Mais pesquisas necessitam ser feitas para examinar essa importante questão.

70 O efeito de conexões políticas sobre a capacidade diferencial de financiamento das empresas foi também verificado em diversos



outros estudos internacionais; por exemplo, Paola Sapienza, “The effects of government ownership on bank lending”, *Journal of Financial Economics*, v. 72, n. 2, 2004; e Asim Ijaz Khwaja e Atif Mian, “Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market”, *Quarterly Journal of Economics*, v. 120, n. 4, 2005. Sapienza, por exemplo, usando uma base de dados do sistema bancário na Itália, encontra que bancos públicos tendem a cobrar taxas de juros menores para localidades onde o seu partido político afiliado é mais forte. I. Serdar Dinç (“Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets”, *Journal of Financial Economics*, v. 77, 2005), utilizando uma base de dados de diversos países (incluindo o Brasil), verifica que uma maior presença de bancos públicos no país implica aumento de financiamento às empresas em anos de campanha eleitoral.

71 Dados do *World Development Indicators*, base compilada pelo Banco Mundial.

72 Juan Blyde, Armando Castelar Pinheiro, Christian Daude e Eduardo Fernández-Arias (“Competitiveness and growth in Brazil”, Interamerican Development Bank, Technical Note IDB-TN-113, 2010) analisam diversos fatores restritivos ao crescimento da economia brasileira e concluem que acesso privilegiado a financiamento é um dos aspectos que merecem atenção. Concluem que “enquanto firmas grandes têm acesso razoável a crédito, pequenas e médias empresas são mais restritas. Portanto, embora o alto custo de financiamento não seja aparentemente uma restrição limitante de forma geral, em nível agregado, pode ser muito relevante para certos segmentos de

firmas com acesso não privilegiado a capital financeiro” (p. 102). Nesse contexto, vantagens competitivas podem então ser criadas por empresas que consigam reduzir suas restrições de crédito.

73 Para uma comparação mais ampla envolvendo o BNDES e outros bancos de desenvolvimento do mundo, consulte Ernani Teixeira Torres Filho, “Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES”, presente em *Ensaio sobre economia financeira*, Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 11-56.

74 Luciano Coutinho e Bráulio Lima Borges, “A consolidação da estabilização e o desenvolvimento financeiro do Brasil”, da coletânea *Ensaio sobre economia financeira*, Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 199-223.

75 Em 2009, do total captado pelo BNDES, 36,7% vieram de dívidas do governo e 34,1% de recursos do FAT. Veja Emy Shayo Cherman, Ben Laidler e Brian P. Chase, “Brazil equity strategy: BNDES takes center stage”, *Latin America Equity Research Report*, J.P. Morgan, 6/4/2010

76 Claudio Haddad, “É preciso fechar o granaduto”, *Valor Econômico*, 25/2/2005. Uma crítica mais geral aos mecanismos direcionados de crédito pode ser vista em Persio Arida, “Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica”, Texto para discussão 8, Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, 2005.

77 “BNDES aposta R\$ 7,5 bi no Friboi”, *O Estado de S. Paulo*, 15/2/2010 (artigo de Alexandre Rodrigues). De forma geral, até mesmo técnicos do próprio governo (e do próprio banco) frequentemente reforçam a necessidade de mais transparência nos

empréstimos. Consulte, por exemplo, a reportagem “Os eleitos do BNDES”, *Isto é Dinheiro*, 11/11/2009 (de Leonardo Attuch). Mansueto Almeida, pesquisador do Ipea, escreve em um artigo de jornal (“Sem a definição de objetivos claros, corre-se o risco de enriquecer uns poucos”, *Valor Econômico*, 7/7/2009): “(...) notei que a política industrial é, de fato, avaliada nos bares de Brasília. Se você conhecer técnicos do BNDES ou dos ministérios, entre um copo de cerveja e outro vai descobrir que a ABDI [Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial, órgão de estudos de suporte para políticas industriais] foi proposta para ser um órgão de governo ligado à Casa Civil, que não existe um único documento oficial explicando a estratégia do BNDES de formação de grandes grupos privados em setores ‘tradicionais’, que o programa de mais R\$ 10 bilhões de recuperação da indústria naval no Brasil é fortemente questionado por técnicos e mesmo por alguns diretores do BNDES; e que ninguém sabe, de fato, como a política industrial é avaliada.”

78 “Com o BNDES, ficou mais fácil”, *Exame*, 24/3/2010 (artigo de João Werner Grando).

79 “Empreiteiras veem doações como seguro”, *Valor Econômico*, 13/4/2009 (texto de Yara Boechat). Um outro exemplo é a declaração de um executivo quando questionado por que a sua empresa fez uma doação para os produtores do filme *Lula, o filho do Brasil*: “Que empresa não iria querer participar? Isso ajuda a abrir várias portas no futuro. Ou, pelo menos, a não fechá-las” (da reportagem “A construção de um mito”, *Veja*, 25/11/2009). O instigante artigo de Mark Granovetter, “The social construction of corruption” (da coletânea *On capitalism*, Stanford: Stanford

University Press, 2007), discute como atores econômicos podem “legitimar” o que é ou não é corrupção em determinado contexto a partir de normas e dinâmicas sociais emergindo ao longo do tempo.

80 Sobre os efeitos de relações de corrupção sobre o bem-estar social, veja Marianne Bertrand, Simeon Djankov, Rema Hanna e Sendhil Mullainathan, “Obtaining a driver’s license in India: an experimental approach to studying corruption”, *Quarterly Journal of Economics*, v. 122, n. 4, 2007, e Susan Rose-Ackerman, *Corruption and government: causes, consequences, and reform*, Cambridge: Cambridge University Press, 1999. Bertrand e colegas encontram evidências de que a corrupção não é apenas uma transferência de indivíduos a burocratas para “fazer as coisas andarem”. Em um interessante experimento na Índia, encontram que os indivíduos podem subornar gestores públicos para obter licença de motorista mesmo que não estejam qualificados para dirigir. Logo, o suborno não é apenas um pedágio cobrado pela burocracia estatal; é, também, um mecanismo que pode causar impactos negativos à sociedade em geral (no caso, motoristas incapazes, que poderão causar acidentes ou dificultar o trânsito).

81 William P. Barnett, Aimee Noelle Swanson e Thekla Rura-Polley (“The ‘senators’-sons’ problem and the survival of weak competitors”, Working Paper, Graduate School of Business, Stanford University, 2004) explicam a relação negativa entre “mérito” e “capacidade de influência” como resultado de um mecanismo “compensatório” de seleção, que eles denominam o *problema do filho do senador*. Considere, por exemplo, o processo de abertura e fechamento de novas empresas. A princípio,

esperaríamos que esse processo seja definido, em grande parte, pelo nível de competência do empresário: sua capacidade de identificar oportunidades de mercado, elaborar bons produtos, atender aos gostos dos consumidores etc. Se ele é efetivamente competente, a empresa deverá vingar; e somente empresas baseadas em bons projetos deveriam ser lançadas e prosperar no mercado. Mas, se os empresários se utilizarem de privilégios trazidos pelo seu “capital social” — contatos políticos permitindo acesso a capital ou oportunidades raras, por exemplo —, então até mesmo empresas pouco competentes podem ser lançadas e sobreviver, em detrimento de empresas de maior mérito, mas com nível restrito de contatos sociais. Ao final, tenderão a sobreviver empresas de altíssimo mérito com poucas conexões e empresas de baixo mérito com muitos contatos; daí se verifica a relação negativa entre esses dois atributos. Surgem, nesse contexto, duas fontes de ineficiência: empresários de pouco mérito sobreviverão, ao mesmo tempo em que outros de maior mérito, mas sem contatos, não conseguirão levar a cabo suas ideias e projetos.

82 Claessens e seus coautores estimam, por extrapolação simples, que as perdas causadas por doações de campanha podem chegar até a 1,4% do PIB, uma vez que a amostra utilizada de empresas de capital aberto representa cerca de 14% das contribuições oficiais a políticos. Além disso, as doações reais (contabilizadas e não contabilizadas) podem ser duas a dez vezes superiores aos números oficiais (veja Caetano de Araújo, já citado). Se supusermos, por baixo, que o número de empresas doadoras seja 50% maior que o número de empresas que declaram oficialmente

suas contribuições, então, também por extrapolação simples, teremos uma perda estimada de 1,9% do PIB.

- 83 Alice Amsden, *Asia's next giant: South Korea and late industrialization*, New York: Oxford University Press, 1989. Uma discussão com foco no contexto brasileiro pode ser vista em Mansueto Almeida, “Desafios da real política industrial brasileira no século XXI”, Texto para discussão 1452, Ipea, 2009. Almeida alerta para as características da política industrial no segundo mandato de Lula, com ênfase na concentração de grupos empresariais (como vimos no [Capítulo 2](#)) e sem contrapartidas claras de desempenho.
- 84 Consulte, por exemplo, a discussão presente em David Kang, *Crony capitalism: corruption and development in South Korea and the Philippines*, Cambridge: Cambridge University Press, 2002; e Jong-Sung You, “Embedded autonomy or crony capitalism? Explaining corruption in South Korea, Relative to Taiwan and the Philippines, focusing on the role of land reform and industrial policy”, Annual Meeting of the American Political Science Association, Washington, DC, 2005.
- 85 Existem evidências de que até mesmo contatos “fracos” podem gerar importantes distorções na alocação de recursos. Em outras palavras, às vezes não é preciso investir muito em relacionamentos para se conseguir influenciar determinadas decisões. Reporto, em um trabalho anterior (Sérgio Lazzarini, *Empresas em rede*, São Paulo: Cengage Learning, 2008) o seguinte experimento realizado com alunos de graduação: “(...) separamos os alunos em pares, sendo que um aluno assumiria o papel de CEO da empresa, e o outro, o papel de um gerente de projetos. O

CEO deveria escolher entre três oportunidades de investimento: A, B e C. Desses três projetos, o C era claramente o melhor; apresentava um elevado retorno — um pouco superior ao projeto B — e com menor nível de risco. O projeto A era claramente inferior, com o menor retorno esperado entre os três. Racionalmente falando, o melhor seria escolher o projeto C. O dilema, entretanto, era o seguinte: se seu projeto não fosse escolhido, o gerente do projeto B não receberia nada. No caso, aos alunos foram oferecidos pontos adicionais na sua prova final dependendo do seu resultado. O aluno no papel de CEO deveria receber mais pontos escolhendo o melhor projeto (no caso, o C); o aluno no papel de gerente só receberia pontos se o CEO escolhesse o projeto B. Evidentemente, o aluno no papel de gerente B deveria aproveitar essa oportunidade para tentar convencer, de todas as formas, o aluno no papel de CEO a escolher o seu projeto. Deixamos os alunos conversando livremente por cerca de dez minutos; após este período, o CEO deveria fazer sua escolha de forma individual, sem a presença do gerente. (...) Metade dos pares foi formada por alunos que reportaram ser bons amigos; a outra metade dos pares foi estabelecida de forma aleatória. Isto nos permitiu verificar qual a influência dos laços de amizade sobre a escolha do CEO. (...) O primeiro aspecto a destacar é que a maior parte dos CEOs escolheu o projeto B, ainda que não seja o melhor projeto sob o seu ponto de vista. Note que, ao escolher o projeto B ao invés do C, os alunos no papel de CEO estão reduzindo suas chances de ganhar ponto extra na prova! O mero fato dos alunos serem conhecidos — por serem colegas da mesma classe — aparentemente permitiu àqueles no papel de gerente

influenciar a decisão dos seus colegas no papel de CEO. Entre amigos, este efeito mostrou-se ainda maior: enquanto 64% dos CEOs escolheram o projeto B quando pareados com um gerente escolhido de forma aleatória, cerca de 85% escolheram este projeto quando pareados com seus bons amigos” (p. 49-50). No contexto desse capítulo, o CEO seria equivalente a um burocrata público decidindo sobre qual firma financiar; os projetos seriam firmas alternativas com distintos níveis de mérito; e os laços de amizade, as conexões políticas realizadas pelas empresas. Esse experimento foi baseado em estudos prévios de Russ Coff (da Emory University) e colaboradores.



## CAPÍTULO 4

- 86 Dessa forma, pirâmides de propriedade podem, também, ser visualizadas como “cadeias em rede” (*netchains*), onde as relações verticais indicam interdependências sequenciais (direcionais) de controle, ao passo que as relações horizontais tendem a denotar interdependências que se estabelecem entre firmas ou proprietários (veja Sérgio G. Lazzarini, Fabio R. Chaddad e Michael L. Cook, “Integrating supply chain and network analyses: the study of netchains”, *Journal on Chain and Network Science*, v. 1, n. 1, 2001).
- 87 Os acordos de acionistas de empresas negociadas em bolsa podem ser obtidos na página da CVM (Comissão de Valores Mobiliários): <<http://www.cvm.gov.br/>> (acesso em 21/4/2010).
- 88 David Stark e Balasz Vedres (“Structural folds: generative disruption in overlapping groups”, *American Journal of Sociology*, v. 15, n. 1, 2010) denominam esses casos de interseção entre grupos *structural folds*. Segundo os autores, uma firma que participa dos grupos pode se beneficiar de recursos valiosos múltiplos, presentes em aglomerações distintas. Retornarei a essa questão mais à frente neste capítulo.
- 89 Essa classificação é inspirada em Alvaro Cuervo-Cazurra, “Business groups and their types”, *Asia Pacific Journal of Management*, v. 23, 2006.
- 90 A presença de empresas familiares no Brasil, em uma amostra mais ampla, pode ser vista no estudo de Silvia Valadares e

Ricardo Leal, “Ownership and control structure of Brazilian companies”, *Abantes*, v. 3, n. 1, 2000. Evidências internacionais estão presentes na coletânea de Randall Mork, *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*, Chicago: The University of Chicago Press, 2007.

91 Para uma análise mais extensa sobre padrões estratégicos de grupos no Brasil e em outros países latino-americanos, consulte Germano Mendes de Paula, “Estratégias corporativas e de internacionalização de grandes empresas na América Latina”, *Serie desarrollo productivo* 137, CEPAL, 2003. Ben Ross Schneider (“A comparative political economy of diversified business groups, or how states organize big business”, *Review of International Political Economy*, v. 16, n. 2, 2009) apresenta análises comparativas mostrando como os grupos exibem graus distintos de diversificação. Segundo o autor, no Brasil o padrão preponderante é de diversificação relacionada. A distinção entre diversificação relacionada e não relacionada foi inicialmente proposta por Richard P. Rumelt, “Strategy, structure, and economic performance”, Division of Research, Harvard Business School, 1974.

92 A citação completa do artigo original de Ronald Coase é “The nature of the firm”, *Economica N.S.*, v. 4, 1937. A trajetória intelectual de Coase pode ser acompanhada no livro editado por William Breit e Barry T. Hirsch, *Lives of the laureates, fifth edition: twenty-three Nobel economists*, Cambridge: MIT Press, 2009. Construindo sobre as ideias de Coase, dois outros acadêmicos

seriam também agraciados com o Prêmio Nobel: Douglass North (em 1994) e Oliver Williamson (em 2009).

93 Veja, por exemplo, o artigo “Moving on up”, *The Economist*, 27/5/2009.

94 Nathaniel Leff, “Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economic groups”, *Economic Development and Cultural Change*, v. 26, n. 4, 1978, p. 666.

95 Os dados sobre tempo para concluir um processo e para abrir uma empresa foram obtidos do *World Development Indicators*, uma base compilada pelo Banco Mundial. Os resultados sobre confiança fazem parte da pesquisa mundial *World Values Survey* e *Latinobarómetro*:

<[http://www.jdsurvey.net/jds/jdsurveyActualidad.jsp?](http://www.jdsurvey.net/jds/jdsurveyActualidad.jsp?Idioma=E&SeccionTexto=0404&NOID=104)

[Idioma = E&SeccionTexto = 0404&NOID = 104](http://www.jdsurvey.net/jds/jdsurveyActualidad.jsp?Idioma=E&SeccionTexto=0404&NOID=104) > (acesso em 23/4/2010). O efeito de confiança sobre o desenvolvimento do mercado financeiro foi discutido por Luigi Guiso, Paola Sapienza e Luigi Zingales, “The role of social capital in financial development”, *The American Economic Review*, v. 94, 2004.

96 Para mais detalhes sobre esse caso, consulte Sérgio G. Lazzarini e Paulo Faveret Filho, “Grupo André Maggi: financiando uma nova rota de exportação”, Estudo de Caso Pensa, FIA/FEA/USP, 1997.

97 Uma ampla e didática discussão sobre a eficiência relativa de grupos econômicos em mercados emergentes é apresentada em Tarun Khanna e Krishna Palepu, “Why focused strategies may be wrong in emerging markets”, *Harvard Business Review*, v., n. July-August, 1997. Em um estudo com empresas chilenas (“The future of business groups in emerging markets: long-run evidence from Chile”, *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, 2000), esses

mesmos autores mostram que, com o desenvolvimento do mercado de capitais e as melhorias institucionais no Chile ao longo da década de 1980, o efeito positivo dos grupos parece ter se reduzido. Esse achado, ao que parece, é consistente com a ideia de que a expansão de firmas em grupos é mais vantajosa em condições institucionais adversas (na mesma linha, veja William P. Wan e Robert E. Hoskisson, “Home country environments, corporate diversification strategies, and firm performance”, *Academy of Management Journal*, v. 46, n. 1, 2003). Tarun Khanna e Jan Rivkin (“Estimating the performance effects of business groups in emerging markets”, *Strategic Management Journal*, v. 22, 2001) apresentam dados comparativos sobre o impacto dos grupos na variação do retorno das firmas em vários países. Para o Brasil, os autores estimam que a participação de unidades empresariais em grupos contribui por explicar cerca de 10% do seu retorno. Sea-jin Chang e colaboradores (“Economic performance and group-affiliated companies in Korea: intragroup resource sharing and internal business transactions”, *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, 2000) apresentam detalhadas análises de grupos sul-coreanos (*chaebols*) e também encontram efeitos positivos da participação de grupos no desempenho econômico de suas empresas afiliadas. Alice Amsden (*Asia's next giant: South Korea and late industrialization*, New York: Oxford University Press, 1989) propõe que o desenvolvimento sul-coreano se deve, em grande parte, à presença desses grupos multissetoriais. Mark Granovetter (“Coase revisited: business groups in the modern economy”, *Industrial and Corporate Change*, v. 4, n. 1, 1995), em uma abordagem um pouco distinta, enfatiza

o papel de normas sociais e códigos de “solidariedade” que existem entre os grupos. Como o próprio título do seu artigo indica, Granovetter parte da ideia inicial de Coase para analisar a expansão de firmas em aglomerações empresariais utilizando explicações sociológicas. Vale notar que, mesmo não ocorrendo expansão formal das fronteiras da firma, em um ambiente com limitações institucionais e de infraestrutura, as firmas podem responder com estratégias relacionais, ou seja, alianças verticais ou horizontais entre elas (veja, por exemplo, Luiz F. Mesquita e Sérgio G. Lazzarini, “Horizontal and vertical relationships in developing economies: implications for SMEs’ access to global markets”, *Academy of Management Journal*, v. 51, n. 2, 2008).

98 Na literatura internacional, essas transferências disfuncionais são chamadas de *tunneling*. Marianne Bertrand, Paras Praful Mehta e Sendhil Mullainathan (“Ferretting out tunneling: an application to Indian business groups”, *Quarterly Journal of Economics*, v. 117, n. 1, 2002) examinam evidências de *tunneling* em grupos indianos. Kee-Hong Bae, Jun-Koo Kang e Jin-Mo Kim (“Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups”, *The Journal of Finance*, v. 57, n. 6, 2002) também colhem evidências com base em fusões e aquisições negociadas por *chaebols*, mostrando como essas transações podem prejudicar acionistas minoritários de empresas dos grupos. Com base em uma amostra de empresas brasileiras negociadas em bolsa, Alexandre Di Miceli da Silveira, Viviane Muller Prado e Rafael Sasso encontram que firmas realizando transações entre partes relacionadas exibem menor índice de qualidade de governança corporativa e são menos valorizadas no mercado (“Transações com partes

relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil”, 2008, <<http://ssrn.com/abstract=1307738>>, acesso em 17/4/2010). Alguns grupos no Brasil têm evitado explorar sinergias entre unidades internas justamente para evitar conflitos com acionistas minoritários de algumas das suas empresas afiliadas.

99 A chamada *visão baseada em recursos* no estudo da administração estratégica preconiza que vantagens competitivas são criadas por meio de recursos valiosos, raros e difíceis de imitar (veja Jay Barney, “Firm resources and sustained competitive advantage”, *Journal of Management*, v. 17, 1991). Assim, certos grupos podem aprender a criar e manter conexões com o Estado, dessa forma gerando competências distintivas de “gestão política”. Essas competências, que são recursos diferenciados, permitirão acesso a outro tipo de recurso: empréstimos, informações ou concessões sob condições vantajosas. Brian Shaffer e Amy J. Hilman (“The development of business-government strategies by diversified firms”, *Strategic Management Journal*, v. 21, n. 2, 2000) e Jdrzej George Frynas, Kamel Mellahi e Geoffrey Allen Pigman (“First mover advantages in international business and firm-specific political resources”, *Strategic Management Journal*, v. 27, n. 4, 2006) discutem as vantagens estratégicas criadas pelo que denominam *recursos políticos* ou *capital político* de empresas.

100 O caso do desenvolvimento do setor de informática no Brasil é descrito de forma bastante detalhada em Peter Evans, *Embedded autonomy: states and industrial transformation*, Princeton: Princeton University Press, 1995.

101 A declaração de Mangabeira Unger pode ser vista em “Brasil não pode depender de ‘cartel de fertilizantes’, diz Mangabeira”, BBC Brasil, artigo de Carolina Glycerio, 5/8/2008, <[http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/08/080804\\_mangabeira\\_cg.shtml](http://www.bbc.co.uk/portuguese/reporterbbc/story/2008/08/080804_mangabeira_cg.shtml)> (acesso em 14/4/2010). Sobre as movimentações da Vale, consulte “Bunge compra fatia da Vale na Fosfértil”, *Valor Econômico*, 27/10/2003, e “Vale compra Fosfértil e minas da Bunge por US\$ 3,8 bi”, *Exame*, 27/1/2010 <<http://portalexame.abril.com.br/negocios/vale-compra-fosfertil-minas-bunge-us-3-8-bi-528992.html>> (acesso em 14/4/2010).

102 Pankaj Ghemawat e Tarun Khanna (“The nature of diversified business groups: a research design and two case studies”, *The Journal of Industrial Economics*, v. 46, n. 1, 1998) examinam comparativamente diversas possíveis explicações para o surgimento de grupos (*houses*) na Índia e concluem que, naquele país, os grupos responderam grandemente a políticas governamentais. Mauro F. Guillén (“Business groups in emerging economies: a resource-based view”, *Academy of Management Journal*, v. 43, n. 3, 2000) sugere que, se os grupos de fato gerarem retornos superiores às suas empresas, eles só serão sustentáveis no longo prazo se houver algum tipo de proteção governamental doméstica impedindo que empresas externas adquiram ou desenvolvam recursos de posse dos grupos — por exemplo, impedimentos ou barreiras diversas à aquisição de recursos naturais e concessões em determinados setores. Assim, os grupos podem estabelecer diversos tipos de estratégias de conexão com o Estado para preservar esses retornos. Em diversos países,

muitos grupos resultaram de intervenções diretas do governo e preservaram essa relação “simbiótica” em períodos posteriores (consulte, por exemplo, Jon Brookfield, Sea-Jin Chang, Israel Drori, Shmuel Ellis, Sérgio G. Lazzarini, Jordan I. Siegel e Juan Pablo von Bernath Bardina, “Business groups, institutions, and small worlds”, da coletânea editada por Bruce Kogut, *The small world of corporate governance* no prelo).

103 Extraído de Elismar Alvares, Eduardo Gusso, Roberto Costa Fachin, “CCR — Companhia de Concessões Rodoviárias”, estudo de caso apresentado no XXIX Enanpad, 2005.

104 Na prática, as firmas têm restrições de capacidade, isto é, não conseguem abastecer todo o mercado. Porém, jogos em que existem limitações de capacidade e em que essas decisões fazem parte das escolhas das firmas são bastante complexos — como atesta o seminal artigo de David Kreps e José Scheinkman, “Quantity precommitment and Bertrand competition yield Cournot outcomes”, *Bell Journal of Economics*, v. 14, 1983. Assumo que as firmas não têm restrições de capacidade para simplificar a exposição.

105 Um tratamento acessível da teoria dos jogos pode ser visto em Avinash Dixit e Barry Nalebuff, *Thinking strategically: the competitive edge in business, politics, and everyday life*, New York: W. W. Norton & Company, 1991.

106 Obviamente, existirá um desconto razoavelmente pequeno que poderá ser vantajoso para as firmas executarem nos seus mercados carro-chefe. Entretanto, para fins didáticos, ignoro essa possibilidade.



107 Uma formalização do argumento de conluio em múltiplos mercados aparece em B. Douglas Bernheim e Michael D. Whinston, “Multimarket contact and collusive behavior”, *RAND Journal of Economics*, v. 21, 1990. Um modelo simplificado, ressaltando a importância de posições assimétricas em mercados (carros-chefe distintos) pode ser visto em Massimo Motta, *Competition policy: theory and practice*, Cambridge: Cambridge University Press, 2004. No nosso exemplo, o efeito de múltiplos mercados pode ser demonstrado usando a abordagem de interação infinitamente repetida de Dilip Abreu (“On the theory of infinitely repeated games with discounting”, *Econometrica*, v. 56, n. 2, 1988). Suponha que as firmas se encontrem em um número infinito de períodos e descontem o período imediatamente seguinte de acordo com o fator  $0 < d < 1$ . Firmas mais “pacientes” têm maior  $d$  (descontam menos períodos futuros). No caso do mercado A, somente se a Firma 1 não der desconto (enquanto a Firma 2 mantiver o preço normal) obterá um fluxo de ganhos de  $20 + d 20 + d^2 20 + d^3 20 + \dots = 20/(1 - d)$ ; se desviar e sofrer retaliação da Firma 2 no mercado A em todos os períodos subsequentes, receberá  $40 + d 10 + d^2 10 + d^3 10 + \dots = 40 + 10d/(1 - d)$ . Assim, será vantajoso não desviar se  $20/(1 - d) \geq 40 + 10d/(1 - d)$  ou  $d \geq 2/3$ . Avaliando os dois mercados conjuntamente e usando a mesma lógica, o acordo cooperativo será mantido se  $(20 + 60)/(1 - d) \geq (40 + 60) + (30 + 10)d/(1 - d)$  ou  $d \geq 1/3$ . Isso indica que o grau de “paciência” exigido das firmas ( $d$ ) será menor quando os dois mercados forem analisados conjuntamente; o equilíbrio cooperativo torna-se mais fácil. Obviamente, como é sabido da

teoria de jogos infinitamente repetidos, não se descarta a possibilidade de as firmas não conseguirem se coordenar de forma implícita para suportar esse acordo (ou seja, podem atingir apenas o equilíbrio de Nash do jogo não repetido). Javier Gimeno (“Reciprocal threats in multimarket rivalry: staking out ‘spheres of influence’ in the U.S. airline industry”, *Strategic Management Journal*, v. 20, 1999) comprovou empiricamente o efeito de posições assimétricas das firmas (mercados carro-chefe distintos) sobre níveis de preços na indústria aérea. Um trabalho que modela formalmente efeitos de atenuação de competição na presença de grupos, porém sem adotar um contexto de interação repetida, é de Robert C. Feenstra, Deng-Shing Huangb e Gary G. Hamilton, “A market-power based model of business groups”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, v. 51, 2003. Ishtiaq P. Mahmood e Will Mitchell (“Two faces: effects of business groups on innovation in emerging economies”, *Management Science*, v. 50, 2004), em outra abordagem, encontram que uma elevada participação de grupos em certos mercados tende a reduzir o potencial de inovação setorial. Segundo esses autores, “os grupos podem reduzir a inovação ao criarem barreiras a novos entrantes e portanto limitar oportunidades para experimentar com novas tecnologias” (p. 1348). Em uma profunda revisão sobre a literatura de grupos, Tarun Khanna e Yishay Yafeh (“Business groups in emerging markets: paragons or parasites?”, *Journal of Economic Literature*, v. 45, 2007) colocam que, relativamente a outras explicações da existência de grupos, aquela baseada em poder de mercado (práticas anticompetitivas) encontra-se menos explorada e desenvolvida (p. 362).

108 No caso do setor de cimento, o processo investigado pela Secretaria de Direito Econômico resultou de denúncia de um ex-funcionário do grupo Votorantim. Conforme escrito no artigo de Juliano Basile no jornal *Valor Econômico* (“SDE abre processo contra prática de cartel no cimento”, 9/3/2007): “A secretaria constatou que o suposto cartel tinha um mecanismo pelo qual, se uma empresa pegasse o cliente da outra, ela tinha que entregar um outro cliente a essa empresa e dar 10% a mais do que obteve com o ‘roubo’ de seu cliente (...) Segundo o denunciante, os preços e as condições de venda de cimento eram definidas em reuniões em hotéis.” No setor de suco de laranja, as acusações vieram de uma investigação da Polícia Federal com o inspirado codinome “Operação Fanta” (consulte “SDE manda abrir documentos da Operação Fanta”, *Exame*, 20/7/2007, texto de Gustavo Porto). Discutirei mais à frente o caso da indústria de fertilizantes.

109 Maurício Vinhas de Queiroz, “Os grupos econômicos no Brasil”, *Revista do Instituto de Ciências Sociais*, v. 1, n. 2, 1962. Citação extraída da p. 158 (grifo no original).

110 Veja Adam Brandenburger e Barry Nalebuff, *Co-opetition*, New York: Currency Doubleday, 1996.

111 David Gilo, Yossi Moshe e Yossi Spiegel (“Partial cross ownership and tacit collusion”, *RAND Journal of Economics*, v. 37, 2006) mostram formalmente como os laços cruzados podem ter um efeito bastante pronunciado na redução de competição. Philip M. Parker e Lars-Hendrick Röller (“Collusive conduct in duopolies: multimarket contact and cross-ownership in the mobile telephone industry”, *RAND Journal of Economics*, v. 28, 1997)

apresentam evidências do efeito desses laços societários no setor de telefonia.

112 “SDE apura cartel na área de fertilizantes”, *Valor Econômico*, 24/4/2009 (artigo de Mauro Zanatta e Fernando Lopes).

## CAPÍTULO 5

- 113 Esse caso é discutido em detalhes no interessante estudo de Susan Perkins, Randall Morck e Bernard Yeung, “Innocents abroad: the hazards of international joint ventures with pyramidal group firms”, 2008, <<http://ssrn.com/abstract=1097265>> (acesso em 21/9/2009). Informações adicionais foram obtidas na reportagem “22 bi no bolso”, *Veja*, 5/8/1998 (de Consuelo Dieguez e Ronaldo França).
- 114 Entrevista realizada por Susan Perkins, transcrita em seu artigo já citado.
- 115 Transcrito em Reinaldo Gonçalves, *Globalização e desnacionalização*, São Paulo: Paz e Terra, 1999, p. 208. Gonçalves afirma que “a presença de um bloco de capital estrangeiro gera uma força econômica e política em defesa dos interesses específicos deste capital” (p. 45).
- 116 Uma discussão das diversas correntes dentro da perspectiva de dependência é apresentada por Ronald H. Chilcote, “Dependency: a critical synthesis of the literature”, *Latin American Perspectives*, v. 1, n. 1, 1974. No Brasil, grande parte das discussões sobre a necessidade de se desenvolver a industrialização local veio da obra clássica de Celso Furtado, *Formação econômica do Brasil*, Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1959. Furtado observa que, até a crise financeira de 1929, houve pouco interesse do empresariado local brasileiro e do capital estrangeiro em estabelecer unidades industriais domésticas. Havia preferência por importar produtos industrializados, atrelados à exportação de matérias-primas (como

o café). Nos anos 30, com um cenário desfavorável às importações, os incentivos à industrialização aumentaram, com forte participação do governo. Embora já se admita que o impulso industrial no Brasil vinha ocorrendo antes da crise de 1929 (veja, por exemplo, Carlos Manuel Peláez, *História da industrialização brasileira*, Rio de Janeiro: Apec, 1972, e Wilson Suzigan, *Indústria brasileira: origem e desenvolvimento*, São Paulo: Hucitec, Unicamp, 2000), a análise de Furtado teve um impacto importante nas discussões desenvolvimentistas. Nessa linha, o argumento da Cepal seguiu com a proposição de que é preciso intervenção direta governamental para que economias subdesenvolvidas se desamarrem do seu perfil exportador de matérias-primas para um *status* mais industrializado. As proposições da Cepal, em conjunção com a obra de Furtado, são apresentadas e discutidas de forma crítica em João Manuel Cardoso de Mello, *O capitalismo tardio*, Campinas: Unesp e Facamp, 2009 (originalmente submetida, em 1975, como tese de doutorado do autor).

117 Segundo dados apresentados em Werner Baer, *Industrialization and economic development in Brazil*, Homewood: Richard D. Irwin, 1965. Baer mostra que foi criado um grupo específico para o estímulo da indústria automobilística no país — o Geia (Grupo Executivo para a Indústria Automobilística) — e que houve estímulo direto por parte do governo: “(...) o grupo ofereceu benefícios substanciais para a importação de equipamento de manufatura e componentes automotivos por um número limitado de anos. As firmas, em contrapartida, se comprometeram a uma política de substituição progressiva de importações para componentes feitos no Brasil” (p. 68).

118 A síntese do argumento de Theotonio dos Santos pode ser consultada em “The structure of dependence”, *American Economic Review*, v. 60, 1970. Uma discussão aplicada ao contexto da indústria farmacêutica aparece em Carlos Osmar Bertero, “Drugs and dependency in Brazil — an empirical study of dependency theory”, Cornell University Dissertation Series n. 36, 1972. A noção de que firmas com tecnologia superior têm maior poder de barganha com governos locais reaparece em Nathan Fagre e Louis T. Wells Jr., “Bargaining power of multinationals and host governments”, *Journal of International Business Studies*, v. 13, n. 2, 1982. Escrevem os autores: “Quanto mais uma indústria é caracterizada por rápida inovação, mais difícil é para um país em desenvolvimento entrar na indústria sem a ajuda de uma firma estabelecida oriunda de um país desenvolvido” (p. 11). Richard Newfarmer (*Transnational conglomerates and the economics of dependent development: a case study of the international electrical oligopoly and Brazil’s electrical industry*, Greenwich: JAI Press, 1980) mostra que empresas multinacionais no setor elétrico brasileiro se engajaram em diversas práticas para ganhar poder de mercado (muito embora, como vimos no capítulo anterior, estratégias de conluio não sejam exclusivas de firmas estrangeiras). Existem também evidências empíricas que suportam algumas das previsões da teoria de nova dependência. Celso Hiratuka, por exemplo, revisa evidências mostrando que projetos de pesquisa e desenvolvimento das multinacionais instaladas no Brasil são feitos, em grande parte, nos seus países de origem (“Foreign direct investment and transnational corporations in Brazil: recent trends and impacts on economic development”, *The*

Working Group on Development and Environment in the Americas, 2008). Fernanda de Negri apresenta análises robustas indicando que empresas estrangeiras, apesar de mais produtivas que as nacionais, têm também maior propensão a importar (veja seu capítulo “Empresas estrangeiras na indústria brasileira: características e impacto sobre comércio exterior” na coletânea *Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil*, São Paulo: Unesp, 2003). Há que citar, entretanto, que as importações não são necessariamente algo ruim, pelo contrário; permitem acesso a componentes e matérias-primas potencialmente superiores que, uma vez introduzidas no parque produtivo doméstico, podem gerar importantes ganhos de produtividade (veja, por exemplo, os estudos nessa linha revisados por Claudio Haddad, “Em favor de uma maior abertura”, da coletânea *Brasil globalizado*, São Paulo: Elsevier, 2008). Além disso, para alguns autores, a expansão das multinacionais no Brasil gerou, no cômputo final, efeitos líquidos positivos. Gustavo Franco (*O desafio brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda*, São Paulo: 34, 1999), por exemplo, afirma que “a contribuição das ETNs [empresas transnacionais] foi absolutamente fundamental para a conformação básica do processo de substituição e importações e conseqüente implantação da indústria no Brasil. As empresas estrangeiras tinham participação quase nula na produção industrial brasileira no fim da guerra e, como chegaram a atingir, trinta anos depois, cerca de um terço do valor adicionado e do emprego industrial e com uma presença fortemente concentrada nos setores mais dinâmicos, isso quer dizer que, na margem, a contribuição do investimento



estrangeiro para o crescimento brasileiro foi absolutamente decisiva” (p. 31). Como se vê, a questão dos custos e benefícios das empresas estrangeiras tende a dividir bastante o debate econômico.

119 Consulte, por exemplo, a revisão de Aimin Yan e Ming Zeng, “International joint venture instability: a critique of previous research, a reconceptualization, and directions for future research”, *Journal of International Business Studies*, v. 30, n. 2, 1999.

120 Para Srilata Zaheer (“Overcoming the liability of foreignness”, *Academy of Management Journal*, v. 38, n. 2, 1995), trata-se dos “custos de se fazer negócios no exterior que resultam em desvantagem competitiva para a subunidade de uma EM [empresa multinacional]” (p. 342).

121 Consulte “Itau to buy Unibanco in \$12.5 billion agreed takeover”, *Bloomberg*, 3/11/2008 (artigo de Adriana Brasileiro e Telma Marotto), <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a1s9bR6Cbflk>> (acesso em 17/5/2010); e “There might be giants: a special report on banking in emerging markets”, *The Economist*, 14/5/2010 (especialmente pp. 14-15). A importância de conhecimento e adaptação de multinacionais às condições domésticas dos seus países-alvo é discutida veementemente por Pankaj Ghemawat, *Redefining global strategy: crossing borders in a world where differences still matter*, Cambridge: Harvard Business School Press, 2007.

122 Veja as análises mais detalhadas em Susan Perkins, Randall Morck e Bernard Yeung, já citados. É bem possível que a característica das estruturas de propriedade esteja, também,

relacionada a padrões *culturais* de países. Por exemplo, Bruce Kogut e Harbir Singh (“The effect of national culture on the choice of entry mode”, *Journal of International Business Studies*, v. 19, n. 3, 1988) relacionam diferenças culturais e modos distintos de expansão de multinacionais. No nosso contexto, é possível que determinadas firmas venham de países que se encaixem melhor nas feições relacionais do contexto brasileiro; ou, alternativamente, as firmas podem já ter experimentado padrões similares de governança em outros países mais próximos (culturalmente) do Brasil. A Telefônica, por exemplo, já havia entrado em outros países da América Latina antes da privatização do setor de telefonia brasileiro. Entretanto, no final das contas, como o caso TIW atesta, é fundamental que as estratégias de entrada antecipem e tomem precauções aos riscos que emergem, fundamentalmente, da natureza piramidal e associativa (leia-se: embasada em aglomerações) das estruturas societárias brasileiras.

123 Escreve Edith T. Penrose, em seu detalhado estudo sobre estratégias de multinacionais no setor de petróleo (*The large international firm in developing countries: the international petroleum industry*, London: George Allen and Unwin Ltd., 1968): “A acusação de que as companhias [de petróleo] são imperialistas é fácil de entender em termos psicológicos” (p. 251); porém, conclui a autora, “é apropriado tratar as relações econômicas entre companhias petrolíferas e os países em desenvolvimento largamente em termos de ‘barganha’ e balanço do poder” (p. 260). De forma geral, o problema é que abordagens tradicionais de dependência falham em considerar o poder que ocorre em um contexto local. Como colocam Jean J. Boddewyn e Thomas L.

Brewer (“International-business political behavior: new theoretical directions”, *Academy of Management Review*, v. 19, n. 1, 1994), há uma grande diferença “entre a entrada em um país *soberano* estrangeiro (espaço político), comparada à entrada em um *mercado* estrangeiro (espaço econômico)” (p. 124, ênfase no original). Estados soberanos, continuam os autores, podem “aceitar, rejeitar, ou modificar as atividades de NI [negócios internacionais] *por fiat*” (p. 125).

124 Extraído de Marcelo José Braga Nonnenberg, “Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no Brasil — as décadas de 1970 e 1990”, Ipea, Texto para discussão 969, 2003, p. 8.

125 Esse caso é descrito em Sérgio G. Lazzarini e L. J. Bourgeois, “Embraer in China: competing in a regulated environment”, Estudo de caso Insper e Darden, 2008.

126 Consulte Fernando Henrique Cardoso e Enzo Faletto, *Dependência e desenvolvimento na América Latina: ensaio de interpretação sociológica*, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004; e Peter Evans, *Dependent development: the alliance of multinational, state and local capital in Brazil*, Princeton: Princeton University Press, 1979. Evans, em particular, ressalta possíveis efeitos heterogêneos da presença de capital internacional sobre o empresariado local, como pode ser visto neste excerto: “O tripé [entre Estado, capital doméstico e capital estrangeiro] tem sucesso quando ele seleciona firmas locais sofisticadas e agressivas, as separa do restante dos competidores de propriedade local, e as traz em colaboração mais próxima com as multinacionais” (p. 245). Ponto similar é trazido por João Manual Cardoso de Mello,

já citado, na sua análise da dinâmica da industrialização brasileira: “Estado e grande empresa oligopolista internacional comandaram, inequivocadamente, o processo de industrialização pesada. Não se pense, entretanto, que o capital industrial nacional tenha sido ferido em seus interesses concretos” (p. 97). Mesmo Reinaldo Gonçalves, já citado, que enxergou um processo de desnacionalização da economia brasileira na década de 1990, concede que “o enfraquecimento generalizado do empresariado nacional e as fantásticas oportunidades de investimento, resultantes da privatização, têm permitido que alguns poucos grupos nacionais — frequentemente em associação com o capital estrangeiro ou tomando empréstimos externos — experimentem uma excepcional expansão” (p. 137). O estudo empírico de Rodolphe Desbordes e Julien Vauday (“The political influence of foreign firms in developing countries”, *Economics and Politics*, v. 19, n. 3, 2007) confirma o poder de influência diferenciado de empresas mistas com capital doméstico e estrangeiro.

127 “O encanto se quebra”, *Veja*, 30/10/1991.

128 Para o caso Usiminas, obtive informações presentes no estudo de Daniel Pardini, Carlos Alberto Gonçalves e Paulo Sérgio Alves, “A formação cultural como construto de ligação entre visão empreendedora e ação estratégica: uma análise do caso Usiminas”, *Revista Angrad*, v. 10, n. 4, 2009. A associação dos funcionários com o grupo japonês se revela, de forma explícita, no comentário de um dos entrevistados citados no texto: “(...) a Usiminas se aproximando da Nippon Steel, os empregados se aproximando da Nippon Steel, nós teríamos cerca de 25%. Já era um cacife que a gente tinha. Vinha aqui, por exemplo, Belgo-

Mineira para comprar a Usiminas. Falávamos: ‘oh [tapa na mesa], eu tenho 25%, então, você entra com 26%, nós vamos ter o controle, 51%’” (p. 150). O acordo de acionistas da Usiminas pode ser consultado em <<http://www.cvm.gov.br/>> (acesso em 18/4/2009).

129 James Lincoln e Michael Gerlach (*Japan's network economy: structure, persistence, and change*, New York: Cambridge University Press, 2004), por exemplo, descrevem o capitalismo japonês da seguinte forma: “O que nós vemos é algo próximo a uma *política em rede* — atores efetuando manobras dentro de papéis institucionalizados em interações mutuamente restritas ao nível de firma, grupo e Estado” (p. 82). A conexão com a nossa definição de capitalismo de laços é evidente.

130 Richard Newfarmer, já citado, discute o envolvimento de brasileiros nos conselhos de empresas multinacionais do setor eletrônico. Uma visão mais sombria dessas relações é apresentada por S. S. Míchín, autor soviético que analisou as estruturas de propriedade no Brasil na década de 1970: “Os grupos monopolistas estrangeiros propiciam a promoção de dirigentes estatais brasileiros a postos de direção nesses grupos, fazendo cooptação dos maiores capitalistas brasileiros (entre os mais nitidamente ligados ao capital estrangeiro) para o governo, importantes órgãos e empresas do Estado” (*Processo de concentração de capital no Brasil: análise do ‘milagre econômico’ por um economista soviético*, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1973, p. 185).

131 O conjunto de doadores em 2006 é transcrito em “Vale lidera lista de doadores de Lula”, *Valor Econômico*, 29/11/2006; reveja,

também, a discussão no [Capítulo 3](#). Sobre os incentivos recebidos pela Coca-Cola na Zona Franca, veja “Manaus dá R\$ 1 bi a Coca, Pepsi e AmBev”, *Folha de São Paulo*, 27/5/2007 (reportagem de Fátima Fernandes e Claudia Rolli).

132 O evento do IPI de carros populares é descrito em “Políticos fazem *lobby* por IPI menor”, *Valor*, 23/10/2002 (reportagem de Marli Olmos). Em outro artigo (“Montadoras organizam-se para receber ajuda do BB e da CEF”, *Valor*, 3/11/2008), a mesma jornalista lança luz sobre as raízes do poder de pressão da Anfavea: “O *lobby* do setor costuma ter um efeito imediato nessas ocasiões porque os prejuízos à atividade e aos trabalhadores aparecem de forma rápida. Como trabalham em ritmo de linha de montagem e sem estoques de peças, as fábricas de automóveis subitamente interrompem compras de componentes e são paralisadas ao menor sinal de aumento de volume de carros nos pátios da indústria ou das concessionárias”. Um fato interessante é que, no caso dos IPIs, houve certa divisão na Anfavea: montadoras que não investiram em carros populares defendiam uma equalização de tributos para carros com maior faixa de preços. Isso mostra que, nem sempre, as firmas estabelecidas em associações irão agir em uníssono (veja a nota 1 do [Capítulo 3](#)). Pedro Cavalcanti Ferreira e Giovanni Facchini (“Trade liberalization and industrial concentration: evidence from Brazil”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 45, 2005) são enfáticos na sua avaliação da Anfavea: “[a associação] é na verdade um *lobby* poderoso e tem conseguido obter inúmeras vantagens em termos da estrutura do cronograma para redução de

impostos, bem como incentivos fiscais e subsídios, os quais setores com menor musculatura política não conseguiram obter” (p. 437).

133 A ideia da globalização como fenômeno local é colocada, de forma contundente, em Bruce Kogut e Gordon Walker, “The small world of firm ownership and acquisitions in Germany from 1993 to 1997: the durability of national networks”, *American Sociological Review*, v. 66, n. 3, 2001. Porém, é um ponto que já vem de refinamentos e revisões da própria teoria da dependência. No prefácio à edição de 2004 do seu *Dependência e desenvolvimento da América Latina*, Fernando Henrique Cardoso ressenete-se, com razão, do fato de sua obra ter sido colocada no mesmo balaio de outros estudos de dependência tradicionais. Para Fernando Henrique, a sua proposição de dependência associada antecipa discussões posteriores sobre globalização econômica. Nas palavras do próprio autor: “Na tentativa de explicar o processo de mundialização que estava em seu início — e de nos contrapormos às teses sobre a inevitabilidade da estagnação econômica, como consequência da contradição entre interesses imperialistas e desenvolvimento econômico dos países periféricos —, salientamos o que era mais evidente: o mercado interno estava se ampliando em alguns países graças aos investimentos industriais externos. Chamamos esse processo de ‘internacionalização do mercado interno’. Expressão insuficiente para qualificar o que estava começando a ocorrer” (p. 11 da edição de 2004).

## CAPÍTULO 6

- 134 Este capítulo contou com a importante colaboração de Cláudia Bruschi.
- 135 Informações obtidas em “Papel da Natura estreia hoje na Bovespa”, *Valor Online*, 26/5/2004, <<http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/2401628/papel-da-natura-estreia-hoje-na-bovespa>> (acesso em 21/6/2010); e “Gol estreia na bolsa valendo R\$ 5,25 bi”, *Valor Econômico*, 25/6/2004 (texto de Vanessa Adachi)
- 136 Outra empresa de Eike, a LLX, do setor de logística, passou a ter papéis negociados em bolsa pois foi separada da MMX, da qual era subsidiária. A trajetória de Eike Batista pode ser vista no artigo “Sou o homem mais rico do Brasil”, *Exame*, 24/1/2008 (texto de Samantha Lima e Carolina Meyer).
- 137 Os dados sobre ofertas públicas de ações no mundo foram obtidos a partir da base da Thomson Reuters. O estudo do World Economic Forum (*The Financial Development Report 2009*) pode ser obtido em <<http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/FinancialDevelopmentReport/index.htm>> (acesso em 22/6/2010). Os dados sobre capitalização de mercado vieram da base *World Development Indicators*, do Banco Mundial.
- 138 Existem evidências de que as firmas decidem abrir capital grandemente em função das condições gerais do mercado. Com dados da Itália, Marco Pagano, Fabio Panetta e Luigi Zingales



(“Why do companies go public? An empirical analysis”, *The Journal of Finance*, v. 53, n. 1, 1998) encontram empiricamente que dois importantes determinantes da probabilidade de uma empresa abrir capital são o seu tamanho e a valorização de mercado das empresas do seu setor. Estando o mercado acionário aquecido, há um incentivo para o empresário abrir capital e explorar um potencial “apreçamento excessivo” das suas ações. Sobre esse ponto, veja, também, a revisão de Jay R. Ritter e Ivo Welch, “A review of IPO activity, pricing, and allocations”, *The Journal of Finance*, v. 57, n. 4, 2002. O efeito do tamanho da empresa pode ser explicado de duas formas: pelo fato de empresas de maior porte serem mais conhecidas e pelos custos de se abrir capital, que podem ser mais diluídos no caso de empresas com maior volume de receitas. Um dos principais itens de custo diz respeito a comissões pagas para bancos intermediarem o processo (veja, para o caso brasileiro, a reportagem “Estreias na bolsa movimentam milhões”, *Valor Econômico*, 18/8/2004, por Vanessa Adachi).

139 Consulte, por exemplo, “Sangue novo no mercado”, *Valor Econômico*, 28/12/2004 (texto de Daniele Camba e Luciana Monteiro). Os dados sobre abertura de capital aqui apresentados foram também obtidos nos prospectos de lançamento de novas ações disponíveis no site da BM&FBovespa, <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes.aspx?idioma=pt-br>> (acesso em 22/6/2010).

140 Renata Macedo Verne, Rafael Liza Santos e Fernando Slaibe Postali, “Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram o

capital no período 2004-2007”, 2009, <<http://ssrn.com/abstract=1423585>> (acesso em 2/4/2010).

141 A Tabela 6.1 apresenta apenas sete donos últimos porque existe grande número de donos “empatados” com cinco ou menos posições em novas empresas. Além disso, a tabela exclui proprietários que aparecem com posições indiretas por meio de longas cadeias acionárias envolvendo grupos. A Previ e a Camargo Corrêa, por exemplo, são acionistas da Itaúsa, a *holding* do grupo, ao passo que o Bank of America participa do capital do Itaú-Unibanco. Assim, indiretamente, elas entram na cadeia societária que leva a algumas novas empresas com participação do grupo, como a Gafisa e a Redecard. A Previ obtém diversas outras posições indiretas via suas participações acionárias nos grupos Petrobras, Banco do Brasil, Coteminas e Jereissati. De toda forma, isso mostra que grupos econômicos, e seu extenso nexos societário, também tiveram ampla presença nas novas empresas que abriram capital.

142 Rafael Liza Santos, Alexandre Di Miceli da Silveira e Lucas Ayres B. de C. Barros, “Underwriters fueling going public companies? Evidence of conflict of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO wave”, 2008, <<http://ssrn.com/abstract=1328291>> (acesso em 2/6/2010).

143 No estudo de Rafael Liza Santos e colaboradores (já citados), as firmas que obtiveram empréstimos dos bancos que as assessoraram na abertura de capital tiveram um retorno anormal (isto é, o retorno de suas ações controlado pelas condições do mercado como um todo) 36% inferior a outras firmas, sendo o retorno computado um ano após a data de lançamento inicial das

ações. Como alguns bancos também participaram como acionistas das empresas, eventualmente poderiam ter interesse em um bom desempenho posterior das ações. Porém, os autores não encontram um efeito significativo de participações acionárias dos bancos nas empresas que ajudaram a abrir capital. Possivelmente, essas participações não foram suficientemente elevadas para garantir um realinhamento de interesses. Além disso, ainda que o banco tenha participação nas empresas, os *executivos* atuando em contato com os clientes não terão necessariamente o mesmo alinhamento. Pelo contrário, esses executivos tendem a receber compensação variável com base em resultados de curto prazo que são afetados, dentre outros fatores, pelos novos clientes que conseguem capturar.

144 “A alegria durou pouco”, *Exame*, 24/7/2008 (artigo de Daniella Camargos).

145 A separação entre propriedade e gestão nas empresas modernas foi discutida de forma pioneira por Adolf Berle e Gardiner Means, *The modern corporation and private property*, New Brunswick: Transaction Publishers, 1991 (originalmente escrito em 1932). Michael Jensen e William Meckling avançaram a ideia no seu celebrado artigo “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976, que deu impulso à literatura sobre conflitos de *agente principal* (ou seja, o “agente” — gestor da empresa — com interesses que podem estar desalinhados aos do “principal” — o acionista). A ideia do conselho como instrumento de ratificação e monitoramento aparece em Eugene Fama e Michael Jensen,

“Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics*, v. 26, 1983.

146 Louis Brandeis, famoso jurista norte-americano, declarou em 1914 que “a prática de conselhos entrelaçados está na raiz de muitos males” (citado em Peter C. Dooley, “The interlocking directorate”, *American Economic Review*, v. 59, 1969, p. 314). O papel dos conselhos como instrumento de aliança entre firmas é discutido pela chamada *teoria da dependência de recursos* de Jeffrey Pfeffer e Gerald Salancik (*The external control of organizations*, New York: Harper & Row, 1978). Segundo essa teoria, as firmas formam alianças visando a garantir recursos essenciais, e os conselhos entrelaçados são uma maneira de consolidar esses laços. Em seu estudo sobre firmas estrangeiras no setor elétrico brasileiro, Richard Newfarmer (*Transnational conglomerates and the economics of dependent development: a case study of the international electrical oligopoly and Brazil’s electrical industry*, Greenwich: JAI Press, 1980) sugere que os conselhos entrelaçados podem ser uma forma de conluio (reveja a discussão do [Capítulo 5](#)). Um exemplo de estudo avaliando a presença de políticos em conselhos de administração é Amy Hillman, “Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line?”, *Journal of Management*, v. 31, n. 3, 2005.

147 Uma revisão de estudos seguindo essa vertente pode ser vista em Mark Mizruchi, “What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates”, *Annual Review of Sociology*, v. 22, 1996; e Gerald F. Davis, “The significance of board interlocks for corporate governance”, *Corporate Governance*, v. 4, n. 3, 1996. Conforme afirma Davis, “os

efeitos dos entrelaçamentos são melhor descritos como ‘cotidianos mas consequenciais’: por meio de suas experiências em outros conselhos, diretores entrelaçados proporcionam um canal de influências sociais que criam um contexto informacional e normativo” (p. 154).

148 Alguns estudos no Brasil procuraram analisar qual a implicação dos conselhos entrelaçados sobre o desempenho das firmas. Rafael Liza Santos, Alexandre Di Miceli da Silveira e Lucas Ayres B. de C. Barros (“Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas”, *Revista Brasileira de Finanças*, v. 5, n. 2, 2007) verificaram que firmas com conselheiros participando de muitas outras empresas exibiram menor valor de mercado. Trata-se do que os autores chamam de “conselhos ocupados” (*busy boards*): participando de muitas firmas, um conselheiro acaba tendo pouco tempo para monitorar a gestão da empresa e contribuir com novas ideias (veja também Eliezer Fish e Anil Shivdasani, “Are busy boards effective monitors?”, *The Journal of Finance*, v. 61, n. 2, 2006). Diferentemente, Wesley Mendes-da-Silva, Luciano Rossoni, Diógenes Leiva Martin e Roy Martelanc (“A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do novo mercado da Bovespa”, *Revista Brasileira de Finanças*, v. 6, n. 3, 2008), com base em dados de empresas do Novo Mercado, encontram um efeito positivo das redes: firmas com elevado coeficiente de agrupamento *local* (isto é, exibem laços com outras firmas que também compartilham conselheiros) apresentam maior rentabilidade de ativos.

149 A análise é feita com base no componente principal da rede, que envolve 212 firmas e 1.472 conselheiros. O coeficiente de agrupamento observado em 2009 é 0,232, um valor bem superior ao que seria esperado em uma rede similar, porém com laços formados ao acaso (0,006). O coeficiente de agrupamento padronizado é, portanto, 38,7 ( $= 0,232 \div 0,006$ ): a rede é cerca de 39 vezes mais aglomerada que uma rede aleatória. A distância média entre firmas–conselheiros, por sua vez, é 10,339, um valor muito próximo ao que se esperaria em uma rede simulada de laços aleatórios (10,383). Isso gera uma distância padronizada de 0,996 ( $= 10,339 \div 10,383$ ). Dividindo o coeficiente de agrupamento padronizado pela distância padronizada, obtemos o índice de mundo pequeno. A análise de conselhos brasileiros como mundos pequenos é também feita por Patrícia Vidal e Wesley Mendes-da-Silva, “Small world of board members in Brazilian capital market”, 2010, <<http://ssrn.com/abstract=1534875>> (acesso em 23/6/2010). Estudos similares em outros países foram feitos por Gerald Davis e Mina Yoo, “Le monde toujours plus petit des grandes entreprises Américaines: participations communes et liens dans les conseils d’administration (1990-2001)”, *Gérer et Comprendre*, v. 74, 2003; Gerald Davis, Mina Yoo e Wayne Baker, “The small world of the American corporate elite, 1982-2001”, *Strategic Organization*, v. 1, 2003; e Gary Robins e Malcom Alexander, “Small worlds among interlocking directors: network structure and distance in bipartite graphs”, *Computational and Mathematical Organization Theory*, v. 10, n. 1, 2004 (estes últimos introduzem os indicadores de

mundos pequenos para redes de nós duplos, utilizados neste livro).

150 Pedro Tavares e Andrea Minardi, “Does private equity investment work as a quality certification for IPOs in Brazil?”, 2010, <<http://ssrn.com/abstract=1624876>> (acesso em 20/6/2010). Esse resultado diferencial dos fundos é surpreendente, uma vez que vários estudos, no Brasil e no mundo, têm detectado, consistentemente, que as ações das empresas que abrem capital tendem a *cair* um ano após a sua emissão (veja, por exemplo, a revisão de Jay R. Ritter e Ivo Welch, já citados).

151 A GP Investimentos foi fundada por ex-sócios do Banco Garantia, que, por sua vez, foi um dos pioneiros do modelo de gestão na forma de *partnership* no Brasil: agressivo pagamento variável condicionado a um bom desempenho e possibilidade de os talentos internos se tornarem sócios da empresa no futuro. Nas firmas nas quais investia, a GP tentou imprimir esses traços; o mesmo ocorreu no caso de ex-sócios do banco que passaram a gerir outras empresas (como a Ambev e as Lojas Americanas). Para mais detalhes, consulte Claudio Haddad e Sérgio Lazzarini, “Las sociedades de servicios profesionales como incubadoras de talento”, *Harvard Business Review Latin America*, v. Septiembre, 2009.

152 “Eike Batista: quanto ele realmente vale?”, *Istoé Dinheiro*, 25/3/2009 (artigo de Leonardo Attuch).

## CAPÍTULO 7

- 153 A euforia com os países emergentes pode ser vista, por exemplo, em textos contemporâneos como Stefano Pelle, *Understanding emerging markets*, New Delhi: Response Books, 2007, e Tarun Khanna e Krishna Palepu, “Emerging giants: building world-class companies in developing countries”, *Harvard Business Review*, v., n. October, 2006, além de duas reportagens da revista *The Economist*: “A bigger world (special report on globalization)”, 18/9/2008 e “Stumble or fall?”, 8/1/2009.
- 154 Oliver Williamson (“Corporate finance and corporate governance”, *Journal of Finance*, v. 43, 1988), utilizando lógica de custos de transação, argumenta que investimentos específicos, “irrecuperáveis”, devem ser, preferencialmente, financiados por meio de participação acionária em vez de dívida. Segundo Williamson, se a situação do mercado se mostrar desfavorável, os acionistas podem dialogar e promover as reorganizações necessárias na firma a um custo mais baixo do que credores de dívidas. Sendo, além disso, investidores potencialmente mais “pacientes”, os sócios públicos acabam acentuando esse efeito citado por Williamson.
- 155 Sobre esse ponto, veja Claudio Haddad, “Em favor de uma maior abertura”, da coletânea *Brasil globalizado*, São Paulo: Elsevier, 2008; e Mauricio Canêdo-Pinheiro, Pedro Cavalcanti Ferreira, Samuel de Abreu Pessôa e Luiz Guilherme Schymura, “Por que o Brasil não precisa de política industrial”, *Ensaio Econômicos*, v. 644, 2007.



- 156 A definição de “coordenação” aqui segue a ideia de *capitalismo coordenado* proposta por Peter Hall e David Soskice: trocas e alocações econômicas definidas por amplas interações e laços entre atores públicos e privados (*Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*, Oxford: Oxford University Press, 2001). Veja a nota 7 do [Capítulo 1](#).
- 157 Os dados comparativos de mundos pequenos estão presentes no livro editado por Bruce Kogut, no prelo, *The small world of corporate governance*. (Os indicadores do Brasil lá reportados são diferentes dos deste livro pois existem alguma diferenças metodológicas; por exemplo, aqui coloco foco em laços definidos por ações com direito a voto, enquanto, naquele livro, são consideradas participações totais.) O estudo de Marcus J. Kurtz e Sarah M. Brooks é “Embedding neoliberal reform in Latin America”, *World Politics*, v. 60, 2008.
- 158 Na página da CVM com informações societárias das empresas de capital aberto (<http://www.cvm.gov.br/> seguindo a rota Participantes do Mercado > Companhias Abertas > ITR, DFP, IAN, IPE e outras Informações), os dados de propriedade indireta estão disponíveis, mas nem sempre de forma completa (pelo menos até julho de 2010, quando realizei a última consulta). Na Vale, por exemplo, vemos que um dos sócios indiretos é uma empresa chamada Litel. Porém, não existem informações de quem sejam os sócios dessa empresa intermediária. É preciso fazer uma busca na internet ou uma consulta a pessoas de mercado para saber que se trata de uma empresa agrupando fundos de pensão de estatais.
- 159 “A partidarização da Previc”, *O Estado de S. Paulo*, 31/1/2010.

160 Veja, por exemplo, Jon Brookfield, Sea-Jin Chang, Israel Drori, Shmuel Ellis, Sérgio G. Lazzarini, Jordan I. Siegel e Juan Pablo von Bernath Bardina, “Business groups, institutions, and small worlds”, em *The small world of corporate governance*, no prelo). O efeito da redução de custos de transação facilitando a entrada de novos empreendedores foi discutido por Hernando de Soto na sua influente obra *The other path: the economic answer to terrorism*, Basic Books, 2002. William J. Baumol, Robert E. Litan e Carl J. Schramm (*Good capitalism, bad capitalism, and the economics of growth and prosperity*, New Haven & London: Yale University Press, 2007) enfatizam a importância de estímulo ao surgimento de novas firmas empreendedoras, coexistindo com firmas de maior porte explorando processos e tecnologias já existentes. Trata-se, segundo eles, de um processo de “reforma à margem”. Os dados comparativos de custos de transação e desenvolvimento do setor financeiro foram obtidos da base *World Development Indicators*, do Banco Mundial.

161 Esse caso é analisado em Paulo C. Coutinho e André L. Rossi de Oliveira, “Os impactos regulatórios e de defesa da concorrência da aquisição da Brasil Telecom pela Oi”, Relatório de pesquisa, Centro de Estudos em Regulação de Mercados, Universidade de Brasília, 2009.

162 Raymundo Faoro, *Donos do poder: formação do patronato político brasileiro*, Rio de Janeiro: Globo, 1957 (3 ed., 2001, p. 819).

163 Douglass North, *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge: Cambridge University Press, 1990. Daron Acemoglu e Simon Johnson (“Unbundling institutions”, *Journal of Political Economy*, v. 113, n. 5, 2005) constroem sobre o

argumento de North, mostrando empiricamente como o crescimento de uma amostra de países se mostrou dependente de condições estabelecidas em épocas coloniais.

164 Aldo Musacchio, *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil, 1882-1950*, Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

165 Extraído de Raymundo Faoro, já citado, p. 803.

166 Nathaniel Leff é feliz ao descrever o papel financeiro do setor público no Brasil: “Por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento, o governo determina a alocação de fundos de investimento de curto e longo prazo, e tem todo o poder, sutil e cru, que em países capitalistas é frequentemente atribuído a ‘Wall Street’” (*Economic policy-making and development in Brazil, 1947-1964*, New York: John Wiley & Sons, 1968, p. 117).

167 Raghuram Rajan e Luigi Zingales, *Saving capitalism from capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*, Princeton: Princeton University Press, 2004.

# APÊNDICE 1

## A BASE DE DADOS

Diversas análises desse livro se valem de uma base de dados de grandes empresas no Brasil, observadas em três anos distintos (1996, 2003 e 2009). A base incluiu todas as empresas de capital aberto listadas na Bovespa e as maiores empresas de capital fechado estabelecidas no país (especificamente, firmas de capital fechado que figuravam, em cada ano, entre as 200 maiores empresas brasileiras segundo a série *Maiores e Melhores* da revista *Exame*). No total, a base inclui informações sobre 804 empresas. Contudo, devido a eventos de fusão, aquisição e falência, bem como novas firmas que abriram capital (especialmente após 2004), o número de empresas efetivamente analisadas em um determinado ano variou substancialmente: 516 em 1996; 494 em 2003; e 624 em 2009. O [Quadro A1.1](#) apresenta a lista completa de firmas observadas em cada ano. O quadro também assinala as firmas que abriram capital após 2004 (foco do [Capítulo 6](#)).

[Quadro A1.1](#). As firmas incluídas na base de dados

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
3M do Brasil	X	X	X	
Abril	X	X	X	
Abyara			X	X
Acesita	X	X		
Aché Laboratórios Farmacêuticos	X	X	X	
Aco Altona			X	
Aco Minas Gerais	X	X	X	
Acos Villares	X	X	X	
Acúcar Guarani			X	X
Aducos Trevo	X	X		
AES Elpa		X	X	
AES Sul Distribuidora		X	X	
AES Tietê		X	X	
AGCO do Brasil	X	X	X	
Agip do Brasil	X	X	X	
Agra Empreendim. Imobiliários			X	X
Agrale	X	X	X	
Agrenco Holding B.V.			X	X
Agrocerec	X			
Akzo	X	X	X	
Albras Alumínio Brasileiro	X	X	X	
Albrus	X	X	X	
Alcan Alumínio do Brasil	X	X	X	
Alcatel Telecomunicações	X	X		
Alcoa Alumínio	X	X	X	
ALÉ Combustíveis	X	X	X	
Aleris	X	X	X	
Alfa Consórcio	X	X	X	
Alfa Financelra		X	X	
Alfa Holding	X	X	X	
Alfa Investimentos	X	X	X	
Algar Telecom Leste		X	X	
Allança			X	
Alliance Shopping Centers			X	
ALL América Latina Logística			X	X
Alpargatas	X	X	X	
Alstom Brasil	X	X	X	
Alunorte			X	
Amadeo Rossi	X			
Amaggi			X	
Amazonia	X	X	X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Ambev		X	X	
Ambev Bebidas			X	
Amelco	X	X		
América Banknorte			X	X
América do Sul	X			
Americel			X	
Amil Assistência Médica	X	X	X	X
Ampa Energia e Serviços			X	
Ampla Investimentos e Serviços			X	
Andrade Gutierrez Concessões			X	
Anhangera Educacional			X	X
Antártica MG	X			
Antártica Nordeste	X			
Antártica Paulista	X			
Antártica PB	X			
Antártica PI	X			
Anacruz	X	X		
Arcelor Mittal			X	
Arcelor Mittal Inox			X	
Arcelor Mittal Tubarão			X	
Arcom	X	X	X	
Arisco	X			
Arno	X			
Arthur Lange	X		X	
Asea Brown Boveri (ABB)	X	X	X	
Atacadão			X	
Aventis Pharma		X		
Avipal	X	X		
Avon Cosméticos	X	X	X	
Azevedo e Travassos	X	X	X	
B2W			X	
Bahema	X	X	X	
Banco ABC Brasil			X	X
Banco ABN-Amro	X	X		
Banco Bamerindus do Brasil	X			
Banco Baneb	X			
Banco Banerj	X	X		
Banco BBA Creditanstalt	X			
Banco Bilbao Vizcaya Argentária	X	X	X	
Banco Bozano Simonsen	X			
Banco Citibank	X	X	X	
Banco Cruzeiro do Sul			X	X
Banco Daycoval			X	X
Banco Crédito Real de M. Gerais	X			

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Banco de Pernambuco	X	X		
Banco do Brasil	X	X	X	
Banco do Nordeste	X	X	X	
Banco Excelsior Econômico	X			
Banco HSBC Bamerindus		X	X	
Banco Industrial			X	X
Banco Itaú	X	X		
Banco Itaú BBA		X	X	
Banco Mercantil de Investimentos			X	
Banco Mercantil de São Paulo	X	X		
Banco Meridional do Brasil	X	X		
Banco Multiplic	X			
Banco Noroeste	X			
Banco Panamericano			X	X
Banco Pme			X	X
Banco Real	X			
Banco Regional de Des. Extr. Sul	X	X	X	
Banco Safra	X	X	X	
Banco Santander do Brasil	X	X	X	
Banco Sofisa			X	X
Bandeirante Energia		X	X	
Banespa	X	X		
Banestado	X	X		
Banestes	X	X	X	
BankBoston	X	X		
Banorte	X			
Banrisul	X	X	X	
Banse	X	X	X	
Barateiro	X	X	X	
Bardella	X	X	X	
Basf	X	X	X	
Baumer			X	
Bayer	X	X	X	
BCN	X			
BCP		X		
Belgo Bekaert Arames	X	X	X	
Belgo-Mineira	X	X		
Bematech			X	X
Bemge	X	X		
Bertin			X	
Besc	X	X		
BHG Brazil Hospitality			X	X
Bicbanco			X	X
Bicicletas Caloi	X	X	X	

Firma	Ano da observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
BilitonMetals	X	X	X	
Bobrás	X			
Blomm			X	
Boa Vista	X			
Bombri	X		X	
Bompreco	X	X	X	
Botucatu Têxtil S/A	X	X	X	
BR Brokers			X	X
BR Makks			X	X
BR Properties			X	
Bradesco	X	X	X	
Bradespar		X	X	
Brahma	X			
Brampac	X	X	X	
Brazil Realt	X	X	X	
Brazil Telecom	X	X	X	
Brazilagro			X	X
Brazilit	X			
Braskem		X	X	
Brasmotor	X	X	X	
Braspérola	X			
Brazway	X			
BRB Banco de Brasília			X	
BRF Brasil Foods			X	
Bridgestone Firestone do Brasil	X	X	X	
Bristol-Myers Squibb Brasil	X	X	X	
Brookfield Incorporações			X	X
Buettner	X	X	X	
Bunge Alimentos	X	X	X	
Bunge Brasil		X	X	
Bunge Fertilizantes	X	X	X	
Cacique	X	X	X	
Caemi Metal	X	X		
Café Brasília		X	X	
Caixa Econômica Federal	X	X	X	
Calçados Azaleia	X	X	X	
Caloi Norte	X	X	X	
Camargo Correa Desenv. Imob.			X	X
Cambuci	X	X	X	
Caralba Metals	X	X	X	
Caramuru Alimentos	X	X	X	
Cargill	X			
Carrefour	X	X	X	
CasaAnglo	X			



Firma	Ano da observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Casas Bahia Comercial	X	X	X	
Casas Sendas Comércio e Indústria	X	X	X	
Caterpillar Brasil	X	X	X	
CBC	X	X	X	
CBMM			X	
CBV	X			
CCE da Amazônia	X	X	X	
CCR Rodovias		X	X	
CEB		X	X	
Cedae			X	
Cedro			X	
CEEE Energia	X	X		
CEG		X	X	
Celesc	X	X	X	
Celg	X	X	X	
Celpa	X	X	X	
Celpe	X	X	X	
Celulose Irani	X	X	X	
Celulose Nipo-Brasileira (Cenibra)	X	X	X	
Cemat	X	X	X	
Cemepe Investimentos			X	
Cemig	X	X	X	
Cemig GT			X	
Centennial Asset Part. Minas-Rio			X	
Centennial Asset Part. Açu			X	
Centennial Asset Part. Amapá			X	
Centrais Elétricas Norte do Brasil	X	X	X	
Centrais Elétricas do Sul do Brasil	X	X	X	
Centrais Geradoras do Sul do Brasil		X	X	
Cerj	X	X		
Cervejarias Kaiser Brasil	X	X	X	
Cesp	X	X	X	
CETERP	X			
Cetip - Balcão Org. Ativos Deriv.			X	X
Coval Alimentos	X			
Champion Papel e Celulose	X			
Chapeco	X	X		
Chesf			X	
Chiarelli	X	X		
Chocolates Garoto	X	X	X	
Cia. Brasileira de Alumínio	X	X	X	
Cia. Brasileira de Projetos e Obras	X	X	X	
Cia. de Part. Aliança da Bahia			X	
Cia. de Saneamento de M. Gerais	X	X	X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Cia. Docas de Imbituba			X	
Cia. Docas do Estado de São Paulo	X	X	X	
Cia. Estadual de Águas e Esgotos	X	X	X	
Cia. Fluminense de Refrigerantes	X	X	X	
Cia. Força Luz Cataguazes Leopoldina	X	X	X	
Cia. Hering	X	X	X	
Cia. Metropolitana de São Paulo	X	X	X	
Cia. Paulista de Força e Luz	X	X	X	
Cia. Petrolífera Marlim		X		
Cia. Piratininga de Força e Luz		X	X	
Cia. Real de Distribuição	X			
Cia. Riograndense de Telecom.	X	X		
Cia. Telefônica Borda do Campo	X			
Cia. Transmissão Paulista		X	X	
Cia. Ultragaz	X	X	X	
Cia. União dos Ref. Açúcar e Café	X	X	X	
Cia. Vidraria Santa Marina	X			
Cia. Zaffari de Supermercados	X	X	X	
Cielo			X	X
Cmaf	X	X		
Cimento Rio Branco	X	X	X	
Cimentos Itaú	X	X		
Cisa Trading		X	X	
Clarant	X	X	X	
Clarion Agroindustrial			X	
Claro			X	
CMA	X	X	X	
Coari Participações			X	
Cobrasma			X	
Coelba	X	X	X	
Coelce	X	X	X	
Cofap	X	X	X	
Colmex Internacional	X	X	X	
Colinvest	X	X	X	
Coldex	X			
Comércio e Ind. Brasileiras Colibra	X	X	X	
Comgás	X	X	X	
Commerce Desenv. Mercantil			X	
Companhia Energética do Maranhão			X	
Companhia Habitacional de Part.			X	
Companhia Industrial Cataguazes			X	
Companhia Providência			X	X
Compaq Computer Brasil	X			
Confab	X	X	X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Constr. Com. Camargo Corrêa	X	X	X	
Construtora Andrade Gutierrez	X	X	X	
Construtora Beter	X	X	X	
Construtora OAS	X	X	X	
Construtora Queiroz Galvão	X	X	X	
Construtora Tenda			X	X
Contax Participações			X	
ContInetal	X	X	X	
Coop. Agropecuária Mourãoense	X	X	X	
Coop. Centr. Prod. Rur. M. Gerais	X	X	X	
Coop. Central Oeste Catarinense	X	X	X	
Coop. Café e Agrop. de Maringá	X	X	X	
Coopersucar	X	X	X	
Copagaz Distribuidora de Gás	X	X	X	
Copasa - Cia. de San. de M. Gerais			X	X
Copel	X	X	X	
Copel Distribuição	X	X	X	
Copene Petroquímica do Nordeste	X	X	X	
Copesul	X	X		
Comesa Ribeiro	X	X	X	
Cosan			X	X
Cosem - Cia Energ. R. G. Norte			X	
Cosipa	X	X		
Coteminas	X	X	X	
Cotia Trading		X	X	
CPFL Energia		X	X	X
CPFL Geração	X	X	X	
CPFL Paulista			X	
CRAmolda Eng. Construção	X	X	X	
G2 Empreendimentos Imobiliários			X	X
Credicard	X	X	X	
Cremer	X	X	X	X
CRT Celular		X		
CSN	X	X	X	
CST (Companhia Sld. Tubarão)	X	X		
Csu Cardsystem			X	X
CTM Citrus	X	X	X	
CTMR Celular		X		
Cummins			X	
Cyrela			X	
DaimlerChrysler do Brasil		X	X	
DeMalo Galo	X	X	X	
Dedini			X	
Delphi Automotive Systems	X	X	X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Diagnósticos da América			X	X
Dimed	X	X	X	
Direcional Engenharia			X	X
Distribuid. Medicam. Santa Cruz	X	X	X	
Distr. Farmacêutica Panarello	X	X	X	
Dixer Distribuidora de Bebidas	X		X	
Dixie Toga	X	X	X	
Docas	X	X	X	
Dohler	X	X	X	
Dow Brasil Sudeste			X	
Dow Química	X	X	X	
Drogaria São Paulo		X	X	
Drogasil			X	
Dicom - Direct To Company			X	
Dufry South America			X	X
DuPont do Brasil	X	X	X	
Duratex	X	X	X	
Eaton			X	
Eberle (Mundial)	X	X		
Eclisa	X	X		
Ecodiesel			X	X
EDN	X	X		
EDP Energias do Brasil			X	X
Eldorado	X			
Electrolux	X	X	X	
Elektroz	X	X	X	
Elektro		X	X	
Eletrobras	X	X	X	
Eletrobras Participações - Eletropar	X	X	X	
Eletropaulo (Olt)	X			
Eletropaulo Metropolitana		X	X	
Elevadores Aílas	X	X	X	
Eluma	X	X	X	
Emae		X	X	
Embraco	X	X		
Embraer	X	X	X	
Embratel Participações	X	X	X	
Empre. Bras. Correios e Telégrafos	X	X	X	
Empresa Folha da Manhã	X	X	X	
Encol	X			
Encorpar		X	X	
Energisa			X	
ENERSUL	X	X	X	
Envuta	X			

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Equitel	X	X	X	
Ericsson	X	X	X	
Escelsa	X	X	X	
Esso Brasileira de Petróleo	X	X	X	
Estácio Participações			X	X
Estrela	X	X	X	
Eternit	X	X	X	
Eucatex	X	X	X	
Even Construtora e Incorporadora			X	X
Ex Tec Empreend. e Participações			X	X
Fábrica de Tecidos Carlos Renaux	X	X	X	
Ferbasa	X	X	X	
Ferreira Guimarães	X	X		
Fertibrás	X		X	
Fertilizantes Heringer			X	X
Fertilizantes Serrana	X			
Fertisul	X			
Fertiza	X			
Fiat Automóveis	X	X	X	
Fibam	X	X	X	
Fibra			X	
Fleischman & Royal	X			
Fleury			X	X
Ford Brasil	X	X	X	
Forjas Taurus	X	X	X	
Fosfertil	X	X	X	
Frangosul	X			
Fras-Le	X	X	X	
Frigobrás	X			
Fumas Centrais Elétricas	X	X	X	
Gafisa			X	X
General Motors do Brasil	X	X	X	
General Shopping Brasil			X	X
Geral de Concreto	X	X	X	
Gerdau	X	X	X	
Gerdau Acominas			X	
Gerdau Comercial Aços			X	
Gerdau Metals	X	X	X	
Glencore Imp. e Exp.	X	X	X	
Globex	X	X	X	
Gol Linhas Aéreas Inteligentes			X	X
Golden Cross	X	X	X	
Goodyear do Brasil	X	X	X	
GP Investimentos			X	X

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Granóleo	X	X		
Craziotin	X	X	X	
Grendene			X	X
Crucial Participações			X	
Guararapes	X	X	X	
QVT (Holding)			X	X
Helbor Empreendimentos			X	X
Hercules	X			
Hewlett Packard Brasil	X	X	X	
Hoechst do Brasil	X	X	X	
Holcim Brasil	X	X	X	
Honda			X	
Hopi Hari			X	
Hotéis Othon			X	
HSBC Seguros		X	X	
Hypermarcas			X	X
IBM Brasil	X	X	X	
Idelzasnet		X	X	
Iguacu Café	X	X	X	
Iguatemi Shopping Centers			X	X
Império Usamar	X			
Indústrias Romi	X	X	X	
Indústrias Votorantim	X	X	X	
Inepar Construções	X	X	X	
Inepar Energia		X	X	
Infraero	X	X	X	
Inpar			X	X
Intel Semicondutoras do Brasil	X	X	X	
Intelig Telecomunicações		X		
International Paper do Brasil		X	X	
Investimentos Bemge			X	
Iochpe-Maxion	X	X	X	
Ipiranga Distribuidora	X	X		
Ipiranga Petroquímica	X	X		
Ipiranga Refinaria de Petróleo	X	X		
Itaipu Binacional	X	X	X	
Itatinga Participações			X	
Itaú Unibanco Holding			X	
Itausa	X	X	X	
Itautec	X	X	X	
Iven	X	X		
Ivi	X	X	X	
J B Duarte	X	X	X	
J Macedo Alimentos	X	X	X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
JBS-Friboi			X	X
Jereissati Participações			X	
JHSF Participações			X	X
João Fortes	X	X	X	
Johnson & Johnson	X	X	X	
Josapar			X	
Karsten	X	X	X	
Kepler Weber	X	X	X	
Klabin	X	X	X	
Klabin Segall			X	X
Kodak Brasileira	X	X	X	
Kraft Foods Brasil		X	X	
Kraft Suchard Brasil	X			
Kroton Educacional			X	X
Kuala	X	X	X	
La Fonte Telecom			X	
Laep Investments			X	X
Lark Máquinas e Equipamentos			X	
Leco	X	X	X	
LF Tel			X	
LG			X	
LG Amazônia			X	
Liisa	X			
Light	X	X	X	
Linhas Circulo	X	X	X	
Liquigás			X	
Lix da Cunha	X	X	X	
LLX Logística			X	
Localiza Rent A Car Ltda			X	X
Log-In Logística Intermodal			X	X
Lojas Americanas	X	X	X	
Lojas Arapuá	X		X	
Lojas Brasileiras	X			
Lojas CEM	X	X		
Lojas Colombo			X	
Lojas Hering	X	X	X	
Lojas Renner	X	X	X	
Lojas Riachuelo	X	X	X	
Lorenz	X			
Louis Dreyfus Commodities			X	
LPC Indústrias Alimentícias	X	X		
LPS Brasil - Consult. de Imóveis			X	X
Lucent do Brasil		X		
Lupatech			X	X

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Magazine Luiza			X	
Magnesita	X	X	X	
Mahle-Cofap		X	X	
Makro	X	X	X	
Manah	X			
Manasa	X	X	X	
Mannesmann	X			
Marcopolo	X	X	X	
Marfrig			X	X
Marisa			X	X
Marisol	X	X	X	
Marins	X	X	X	
McDonald's	X	X	X	
Medial Saúde			X	X
Melhoramentos	X	X	X	
Melpaper	X	X	X	
Mendes Jr Engenharia	X	X	X	
Mercantil Brasil	X	X	X	
Mercantil Brasil Financeira			X	
Mercedes-Benz do Brasil	X	X	X	
Mesbla	X			
Metal Leve	X	X	X	
MetalRio Solutions S/A			X	X
Metalúrgica Duque	X	X	X	
Metisa	X	X	X	
Micheleto	X	X	X	
Microsoft do Brasil	X	X	X	
Millenium	X	X	X	
Minsmáquinas			X	
Minerações Brasileiras Reunidas	X	X	X	
Mineva			X	X
Minupar	X	X	X	
MMC Automotores do Brasil	X	X	X	
MMX Mineração e Metais			X	X
Monsanto do Brasil	X	X	X	
Monteiro Aranha	X	X	X	
Montreal	X			
Mosaic			X	
Moto Honda da Amazônia	X	X	X	
Motorola do Brasil	X	X	X	
MPX Energia			X	X
MRS - Logística		X	X	
MRV Engenharia e Participações			X	X
Multibrás	X	X		



Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
MMW Internacional Motores			X	
Nacional Centr. de Distr. de Alm.	X			
Nadir Figueiredo	X	X	X	
Nakata	X	X	X	
Natura Cosméticos	X	X	X	X
NEC do Brasil	X	X	X	
Neoenergia			X	
Nestlé	X	X	X	
NET	X	X	X	
New Holland Brasil	X			
Nitrocarbono	X			
Nokia do Brasil	X	X	X	
Nordon Indústrias Metalúrgicas	X	X	X	
Northern Telecom do Brasil	X	X	X	
Nossa Caixa Nosso Banco	X	X	X	X
Novartis Biociências	X	X	X	
Novells			X	
Nutriplant Indústria e Comércio			X	X
O Estado de São Paulo	X	X	X	
Obrascon Huarte Lain Brasil			X	X
Odebrecht	X	X	X	
Odontoprev			X	X
OGX Petróleo e Gás Participações			X	X
OPP Petroquímica	X			
OPP Polifenos	X	X		
Orion	X			
Oxígeno		X	X	
Paes Mendonça	X			
Paralântica			X	
Pão de Açúcar	X	X	X	
Parabuna	X		X	
Paraná Banco			X	X
Parapanema	X	X	X	
Parmalat	X	X	X	
PDG Realty			X	X
Pelae	X			
Pepsico			X	
Perdigão	X	X		
Persico	X			
Petrobras	X	X	X	
Petrobras Distribuidora	X	X	X	
Petrobras Transporte		X	X	
Petroflex	X	X	X	
Petróleo Manguihos	X	X	X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Petroquímica União	X	X	X	
Petroquímica	X	X	X	
Pettenati	X	X	X	
Peugeot Citroën do Brasil	X	X	X	
Peve Prédios	X			
Philip Morris Brasil	X	X	X	
Philips do Brasil	X	X	X	
Pirelli Cabos	X	X	X	
Pirelli Pneus	X	X	X	
Plascar	X	X	X	
Polar	X			
Pollalden	X	X		
Pollbrasil Resinas	X	X		
Polipropileno	X	X	X	
Poliuretano	X	X		
Porto Seguro			X	X
Portobello	X	X	X	
Positivo Informática			X	X
Primo Schincariol	X	X	X	
Procosa Prod. de Beleza (L'Oréal)	X	X	X	
Procter & Gamble			X	
Roche Prod. Quím. Farmacêuticos	X	X	X	
Profarma Distrib. Prod. Farm.			X	X
Progresso	X			
Promom Eletrônica		X	X	
Pronor	X	X	X	
Quaker Brasil	X	X		
Quattor			X	
Quattor Químicos			X	
Química Geral	X	X	X	
Randon Participações	X	X	X	
Rasip Agro Pastoral		X	X	
Recrusul	X	X	X	
Rede Ferroviária Federal	X			
Redecard			X	X
Refap		X	X	
Refinações de Milho Brasil	X			
Refrigeração Paraná	X	X	X	
Renar Macas			X	X
Renault do Brasil	X	X	X	
Renner Herrmann	X			
Renner Participações		X	X	
Restoque Comércio e Confeccões			X	X
Rexam BCSA		X		

Firma	Ano da observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Rhodia-ster	X	X	X	
Richo Comércio e Exportação			X	
Rimet	X			
Rio de Janeiro Refrescos	X	X	X	
Rio Grande Energia	X	X	X	
Riosulense	X	X	X	
Ripasa	X	X		
Robert Bosch	X	X	X	
Rockwell do Brasil			X	
Rodobens Negócios Imobiliários			X	X
Rossi Residencial		X	X	
Sabesp	X	X	X	
Sade Vigosa	X	X		
Sadia	X	X		
Saint Gobain Canalização	X	X	X	
Saint Gobain Vidro		X	X	
Sam Indústrias	X	X		
Samarco Mineração	X	X	X	
Samitri	X	X	X	
Samsung Eletrônica da Amazônia	X	X	X	
Sanepar	X	X	X	
SanoF-Aventis			X	
Sansu	X	X	X	
Santander Noroeste	X			
Santanense	X	X	X	
Santista Alimentos	X			
Santista Têxtil	X	X		
Santos Brasil Participações			X	X
São Carlos	X	X	X	
São Martinho			X	X
Sao Paulo Turismo S/A	X	X	X	
Saraiva Livraria	X	X	X	
Scania do Brasil	X	X	X	
Schlusser	X	X	X	
Schulz	X	X	X	
Sé Supermercados	X	X	X	
Seara Alimentos		X		
SEB - Sist. Educacional Brasileiro			X	X
Semp Toshiba	X	X	X	
Sergen	X	X	X	
Serviço Fed. Processam. Dados	X	X	X	
Sharp	X			
Shell Brasil	X	X	X	
SHV Gás			X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Siderúrgica J.L. Alperli			X	
Siderúrgica Riograndense	X	X		
Siemens	X	X	X	
Sifco	X	X	X	
SLC Agrícola			X	X
Sola	X		X	
Solvay do Brasil	X	X	X	
Sonae Distribuição Brasil		X	X	
Sondotécnica	X	X	X	
Souto Vidigal	X	X	X	
Souza Cruz	X	X	X	
SPAL Indústria Bras. Bebidas	X		X	
Springer	X	X	X	
Springs Global Participações			X	X
SPSCS Industrial	X			
Steel do Brasil Participações			X	
Sudameris	X			
SulAmerica			X	X
Sultepa	X	X	X	
Supergasbrás	X	X	X	
Supermar Supermercados	X			
Suzano	X	X	X	
Suzano Bahia Sul	X	X		
Suzano Petroquímica		X	X	
Syngenta Protecção de Cultivo		X	X	
TAM	X	X	X	
TAM Cia. de Investimento		X	X	X
Tarpon Investimentos			X	X
Tarpon Investment Group			X	
Tecel	X	X	X	
Technos	X	X	X	
Tecnisa			X	X
Tecnosolo	X	X	X	
Tecto	X	X	X	
Tegma Gestão Logística			X	X
Teka	X	X	X	
Tekno			X	
Tele Celular Sul		X	X	
Tele Centro Oeste Participações		X		
Tele Nordeste Celular		X		
Telebahia	X			
Telebrás	X			
Teleceará	X			
Telecelular Sul		X		

Firma	Ano da observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
Telefonica (BDR)		X		
Telefonica Data Holding		X		
Telegoias Celular		X		
Telemar Norte Leste (OI)	X	X	X	
Telemar Tele Norte Leste Part. (OI)		X	X	
Telemig	X			
Telemig Celular		X		
Telemig Celular Participações		X	X	
Telenorte Celular		X		
Telepisa	X			
Telergipe	X			
Telerj	X			
Telerj Celular		X		
Telesc Celular		X		
Telesp	X	X		
Telesp Celular Participações		X		
Telesudeste Celular		X		
Telma	X			
Telpe	X			
Tempo Participações			X	X
Tenaris Cofab			X	
Texaco Brasil Produtos de Petróleo	X	X	X	
Têxtil Renaux	X	X	X	
Ticket Serviços Com. e Adm.	X	X	X	
TM Nordeste			X	
TM Sul		X		
Tintas Coral	X	X	X	
Tintas Renner	X		X	
Tvit.			X	X
Tots			X	X
Toyota do Brasil	X	X	X	
Tpi - Triunfo Part. e Investimentos			X	X
Tractebel		X	X	
Trato	X	X	X	
Transbrasil	X			
Transmissora Aliança En. Elétrica			X	X
Transparana	X		X	
Trevisa	X	X	X	
Trikem		X		
Trisul			X	X
Trombini	X			
TRW Automotive South America	X	X	X	
Tubos e Conexões Tigre	X	X	X	
Tupy	X	X	X	

Firma	Ano de observação			Abriu capital após 2004?
	1996	2003	2009	
TV SBT Canal 4 de São Paulo	X	X	X	
Ultrafertil	X	X	X	
Ultrapar		X	X	
Unibanco	X	X		
Unimar Supermercados	X	X	X	
Unipar	X	X	X	
Unisys Brasil	X	X	X	
Universal Leaf Tabacos	X	X	X	
Universo Online			X	X
Usiminas	X	X	X	
Usina Costa Pinto			X	
V&M do Brasil		X	X	
Vale	X	X	X	
Varig	X	X		
Varig Logística		X		
Varig Serviços		X		
Varig Transportes		X		
Vazp	X	X		
VBC Energia			X	
VCP	X	X		
Vicunha Têxtil	X	X	X	
Vigor	X	X	X	
Visteon Sistema Automotivos	X	X	X	
Vivo Participações			X	
Volkswagen Brasil	X	X	X	
Volvo do Brasil Veículos	X	X	X	
Votorantim Cimentos			X	
Vulcabras	X	X	X	
Wal-Mart Brasil	X	X	X	
WEG	X	X	X	
Weg Equipamentos			X	
Wembley	X	X	X	
Wetzel	X	X	X	
Whirlpool			X	
White Martins	X	X	X	
White Martins Sudeste			X	
Wiest	X	X		
Wilson Sons Limited			X	X
WLM Indústria e Comércio			X	
Xerox do Brasil	X	X	X	
Yara Brasil Fertilizantes			X	
Zyl	X			

A estrutura de propriedade das empresas foi obtida de fontes diversas. No caso de empresas de capital aberto, a principal fonte consultada foi a CVM (Comissão de Valores Mobiliários), sendo parte dos dados de acionistas diretos inicialmente coletada junto às bases da *Economática*. Na página da CVM (<http://www.cvm.gov.br/>), essas informações podem ser obtidas seguindo a rota: Participantes do Mercado > Companhias Abertas > ITR, DFP, IAN, IPE e outras Informações (segundo arquitetura da página presente até junho de 2010). Foram feitos registros diferentes no caso de capital com e sem direito a voto. No entanto,

para fins de análises de redes, sempre que disponível, foram consideradas apenas ações do primeiro tipo. Apenas proprietários com pelo menos 1% do capital da empresa foram considerados.

No caso de firmas de capital fechado, entretanto, o processo de coleta de informações mostrou-se mais difícil. Para anos iniciais na base, consultaram-se os guias *Interinvest*, que registram os principais acionistas de firmas brasileiras. Para anos mais recentes, utilizou-se a publicação *Valor Grandes Grupos*, que também apresenta uma descrição detalhada dos proprietários de diversas firmas e grupos brasileiros. Em muitos casos, entretanto, foi necessário realizar uma consulta direta às empresas da amostra – por meio de e-mail e contato telefônico. Muitas grandes empresas de capital fechado são subsidiárias de multinacionais estrangeiras (Ford, DuPont, HP, dentre outras). Nesses casos, considerou-se que os proprietários dessas empresas são as próprias matrizes no exterior.

A primeira leva de coleta dos dados e de refinamento da base durou aproximadamente um ano e meio (de 2004 a meados de 2005). Posteriormente, no primeiro semestre de 2010, foi feita uma atualização da base para o ano anterior. No total, 11 assistentes de pesquisa se envolveram no processo de coleta e tabulação dos dados.

Foram codificadas tanto participações diretas quanto indiretas dos acionistas e cotistas das empresas da base. Ou seja, procurou-se construir, sempre que possível, a *pirâmide societária* de cada empresa (reveja a [Figura 2.3](#) e a discussão presente no [Capítulo 2](#)). Nessas pirâmides, os *donos últimos* – proprietários no extremo da cadeia societária – foram identificados e codificados. Uma entidade é

naturalmente classificada como último dono quando a sua estrutura de propriedade é indefinida (como no caso de fundações), mutável ao longo do tempo (caso de fundos de investimento) ou simplesmente inexistente (caso típico de pessoas físicas). Entretanto, muitas vezes foi difícil encontrar informações sobre um determinado dono ao final de uma cadeia piramidal, mesmo após extensa pesquisa em documentos e na *internet*. Nesses casos, os últimos donos acabaram sendo definidos como firmas sobre as quais não foi possível coletar informações a respeito de quem são os seus proprietários.

As firmas foram também classificadas em *grupos econômicos* (veja discussão no [Capítulo 4](#)). A classificação em “grupos” é um tanto quanto arbitrária; muitas vezes, é difícil dizer precisamente a qual grupo uma determinada empresa pertence observando-se apenas a sua estrutura societária. Os seguintes critérios foram então usados:

1. Como regra geral, a associação a algum grupo foi definida quando havia um proprietário *majoritário* (nas ações com direito a voto, quando aplicável), com poder de controle diferenciado, seja de forma direta ou indireta (isto é, via pirâmides societárias), em mais de uma empresa na base de dados.
2. Em alguns casos, quando da existência de *blocos de controle* (isto é, um grupo de proprietários compartilhando o comando de uma determinada empresa), buscou-se, sempre que possível, acessar o acordo de acionistas correspondente, definindo os direitos e deveres das partes. Procurou-se identificar grupo(s) com poder diferenciado de controle na empresa em foco. (Veja o exemplo da MRS Logística descrito no [Capítulo 4](#).) Os acordos



de acionistas foram obtidos na página da CVM. Quando não foi possível identificar no bloco um acionista com poder claramente diferenciado, a empresa foi então considerada como não pertencente a algum grupo. Em certos casos, como a Vale, a própria firma foi considerada um grupo devido aos seus investimentos em diversas outras firmas e subsidiárias.

3. Multinacionais estabelecidas no país com apenas uma subsidiária relevante (por exemplo, a Volkswagen do Brasil) não foram consideradas grupos, muito embora pertençam a uma corporação internacional mais ampla. Isso porque o maior interesse da pesquisa foi desvendar aglomerações de empresas no contexto doméstico.
4. Fundos de investimento, de pensão e de *private equity* com participações em múltiplas firmas não foram considerados grupos, uma vez que as posições acionárias desses atores são gerenciadas de forma bastante independente e, em muitos casos, são apenas temporárias.

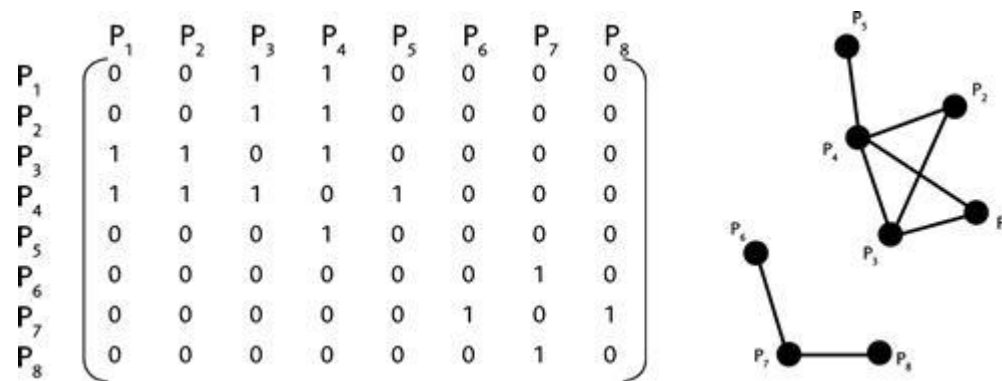
Finalmente, foram coletados dados sobre a composição dos conselhos de administração das empresas da base. Esses dados são publicamente disponíveis apenas no caso de empresas de capital aberto (também na página da CVM). Os conselheiros foram identificados por meio do seu CPF, exceto no caso de estrangeiros, para os quais foi atribuído um novo código específico. Esses dados foram coletados somente em 2009, uma vez que o principal objetivo foi analisar a estrutura dos conselhos com o advento das novas firmas que abriram capital após 2004.

# APÊNDICE 2

## ANÁLISE DE REDES<sup>1</sup>

## MATRIZES E REDES

Uma rede nada mais é que uma *matriz relacional* indicando quem se conecta quem com quem em determinado contexto envolvendo interações sociais múltiplas. A [Figura A2.1](#) apresenta um exemplo de matriz relacional e a sua correspondente representação gráfica.



**Figura A2.1** Exemplo de matriz relacional e sua representação gráfica correspondente.

A matriz indica que o ator P<sub>1</sub> se conecta com os atores P<sub>3</sub> e P<sub>4</sub> e que o ator P<sub>7</sub> se conecta com os atores P<sub>6</sub> e P<sub>8</sub>. Os atores são chamados de *nós*, e a relação entre eles, *laços*. Esse é um exemplo de matriz simétrica: se P<sub>1</sub> (“linha”) tem um laço com P<sub>3</sub> (“coluna”), então automaticamente P<sub>3</sub> (“linha”) tem laço com P<sub>1</sub> (“coluna”). Existem exemplos de matrizes não simétricas, nos quais, por exemplo, um ator pode indicar outro como seu contato, mas o inverso pode não ocorrer. Os valores na matriz anterior foram estabelecidos de forma dicotômica (0 ou 1). Porém, existem também casos de matrizes em que os valores podem variar, indicando a *força*

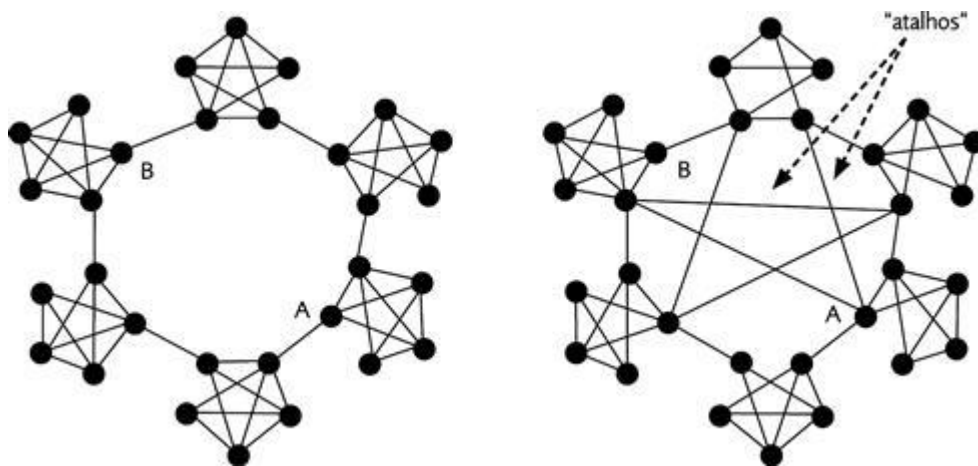
do laço. Na análise das redes de proprietários neste livro, por exemplo, levo em consideração não apenas se dois donos têm participação em uma mesma empresa, mas também em *quantas* empresas os dois participam conjuntamente. Por convenção, os valores na diagonal (um ator relacionado a si próprio) são considerados iguais a zero.

Se os atores  $P_1, P_2, P_3$  etc. forem todos da mesma natureza (por exemplo, proprietários de empresas), então a rede é chamada de *nó único*. Discutirei adiante o caso de redes de *afiliação* ou de *nós duplos* (em inglês, *bipartite*), onde os “atores” podem ser de naturezas diferentes (proprietários e as firmas nas quais têm participações).

A rede como um todo tem duas facções: nenhum membro da menor “sub-rede” ( $P_6, P_7$  ou  $P_8$ ) conecta-se a algum membro da maior “sub-rede” ( $P_1, P_2, P_3, P_4$  e  $P_5$ ). Essas facções desconectadas entre si são chamadas de *componentes*. A maior “sub-rede” onde todos os atores se conectam direta ou indiretamente é chamada de *componente principal*. Na figura, o componente principal engloba os atores  $P_1$  a  $P_5$ . Observe que, no componente principal, os atores não são necessariamente ligados de forma direta; existem diversos laços indiretos (por exemplo,  $P_1$  conecta-se indiretamente a  $P_5$  via seu contato direto  $P_4$ ).

## MUNDOS PEQUENOS EM REDES DE NÓ ÚNICO

Muitas redes, na prática, exibem feição de *mundos pequenos* (*small worlds*): aglomerações de atores que se conectam entre si por meio de alguns poucos atores de ligação. Duncan Watts propôs um arcabouço analítico para se analisar mundos pequenos.<sup>2</sup> Veja a [Figura A2.2](#): à esquerda, temos uma rede com seis aglomerações de cinco atores, todos conectados entre si exceto por um único laço, que serve para ligar um ator de uma aglomeração a um ator de outro grupo. Watts denominou essa configuração de *rede do homem das cavernas conectado*, ilustrando um caso em que existem grupos distintos ligados entre si por meio de uma relação de “vizinhança”. Situação concreta ocorre, por exemplo, em pequenas vilas onde as pessoas transacionam basicamente entre elas mesmas, mas na qual existem alguns indivíduos que fazem trocas em vilas próximas.



**Figura A2.2** Da “rede do homem das cavernas conectado” (à esquerda) a uma rede com feição de mundo pequeno (à direita). Fonte: Baseado em Watts (1999).

Um mundo pequeno ocorre quando, passo a passo, alguns atores começam a se conectar a outras pessoas em aglomerações mais distantes, criando “atalhos”. Na rede à direita, na [Figura A2.2](#), vemos um caso em que, em algumas aglomerações, um laço interno é substituído por um laço externo, direcionado a algum grupo não vizinho. Com essa simples mudança, a rede continua exibindo aglomerações bem definidas (ou seja, a rede é *localmente densa*), porém atores de partes opostas da rede como um todo passam a se conectar de maneira mais curta. Por exemplo, na rede da esquerda, a *geodésica* (menor caminho possível) ligando os atores A e B envolve seis laços, intermediados por cinco atores pertencentes a quatro aglomerações distintas (o caminho mais curto pode ser feito por cima ou por baixo da rede, sempre seguindo a sua “margem interna”). Na rede da direita, os atores A e B passam a se conectar por apenas dois laços: via o “atalho” estabelecido por A para um ator na aglomeração oposta à sua e, em seguida, via a conexão que esse ator tem com B. A *distância* (*path length*) entre os atores A e B reduziu-se de seis para dois laços.

Se seguíssemos com esse exercício, substituindo ao acaso mais laços internos (dentro de aglomerações) por mais laços externos (fora das aglomerações), a rede se tornaria *aleatória*: um emaranhado de conexões sem algum padrão particular. Mais atores se conectariam diretamente entre si; porém, pouco a pouco, a rede perderia as suas aglomerações locais. Com base nessa ideia, Watts propôs uma forma de julgar se a rede exibe ou não um padrão de mundo pequeno. Especificamente, um mundo pequeno ocorre quando se tem (*a*) conectividade similar ao que se esperaria em uma rede aleatória (isto é, uma *distância média* entre os atores não muito

elevada), porém (b) com um padrão aglomerativo bastante superior à rede formada ao acaso.

Já vimos como medir a distância entre os atores; a distância média é simplesmente a média das distâncias observadas para todos os pares de atores na rede. Segundo Watts, em uma rede aleatória com  $n$  atores e número de laços médio por ator igual a  $k$  (que, como veremos adiante, é chamado de *centralidade de grau* <sup>3</sup>), a distância pode ser aproximada pela fórmula  $\ln(n)/\ln(k)$ . Pode-se, assim, comparar a distância média observada na rede com o resultado obtido por essa fórmula. (Outro método é simular diretamente mudanças na rede: ou seja, a partir de determinada matriz relacional, alterar os laços ao acaso e medir, ao final das iterações, a distância média entre os atores.) Uma vez que atores desconectados têm distância infinita entre si, um procedimento usual para a análise de mundos pequenos é extrair o componente principal da rede — que, como também já vimos, é a maior “sub-rede” envolvendo atores direta ou indiretamente ligados.

As aglomerações, por sua vez, são avaliadas por meio do chamado *coeficiente de agrupamento* (*clustering coefficient*). Em redes de nó único, há duas formas de se medir o coeficiente de agrupamento. A primeira forma segue a ideia de avaliar conexões entre os “amigos” de determinado ator. Em uma situação de elevado agrupamento (densidade local), os amigos de um ator são, também, amigos entre si. Retorne o exemplo da [Figura A2.1](#): o ator  $P_3$  é ligado a três outros atores ( $P_1$ ,  $P_2$  e  $P_4$ ). Entre esses atores, poderiam ser estabelecidos três possíveis laços ( $P_1$ - $P_2$ ,  $P_1$ - $P_4$  e  $P_2$ - $P_4$ ); porém, foram observados apenas dois deles ( $P_1$ - $P_4$  e  $P_2$ - $P_4$ ). Assim, a medida

de agrupamento para os contatos de  $P_3$  é  $2/3 \approx 0,667$ . Tirando a média dessas medidas para todos os atores, obtém-se o coeficiente de agrupamento da rede. Outro procedimento de medida envolve o cálculo de quantos “trios fechados” existem na rede em comparação ao número de “trios abertos”. Por exemplo, ainda na [Figura A2.1](#),  $P_5-P_4-P_2$  é um trio aberto pois não existe laço entre  $P_5$  e  $P_2$ , ao passo que  $P_4-P_3-P_2$  é um trio fechado (todos são diretamente ligados entre si).<sup>4</sup>

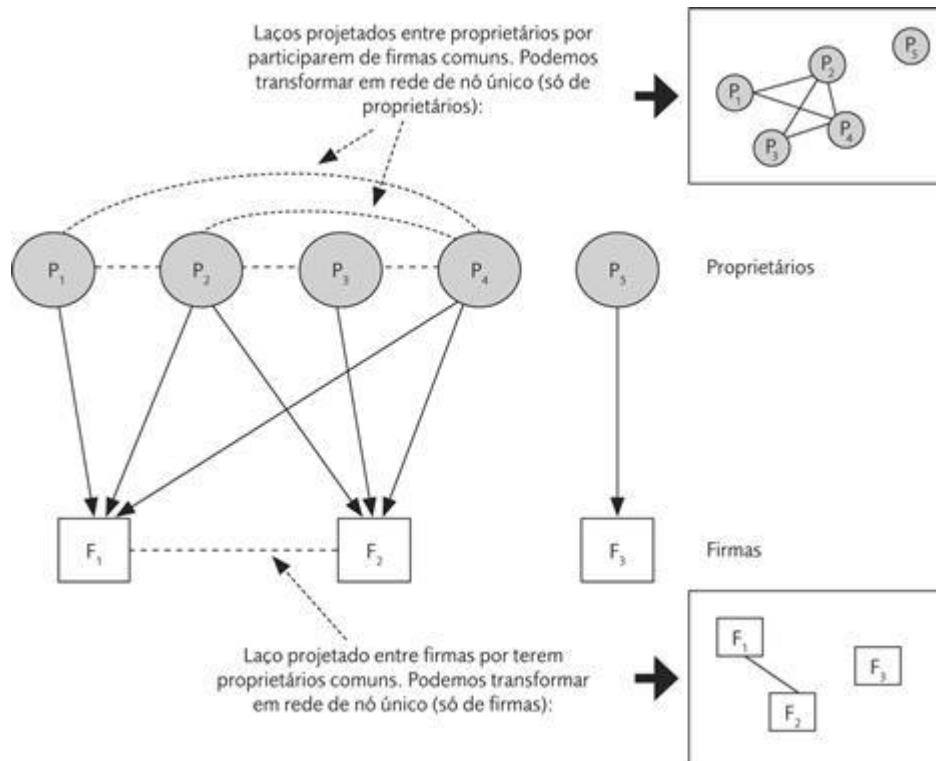
Watts também propôs um valor de referência para o coeficiente de agrupamento em uma rede aleatória com  $n$  atores e centralidade de grau média igual a  $k$  (número médio de laços por ator):  $k/n$ . Em um mundo pequeno, tipicamente o coeficiente de aglomeração é muito superior a esse valor de referência.

Seguindo a lógica de comparação entre os valores observados na rede e os valores esperados em uma rede correspondente com laços aleatoriamente estabelecidos, pode-se computar o coeficiente de agrupamento *padronizado* ( $CA^P$ ) como a razão entre o coeficiente de agrupamento observado e o coeficiente esperado em uma rede equivalente aleatória. Da mesma forma, calcula-se a distância média *padronizada* ( $D^P$ ) como a distância média observada sobre a distância esperada em uma rede aleatória. Chega-se, assim, a um *índice de mundo pequeno*, definido como  $CA^P/D^P$ . Quanto maior o índice, mais a rede é aglomerada localmente sem muito prejuízo à conectividade geral dos atores (indicada pela distância média).



## MUNDOS PEQUENOS EM REDES DE NÓS DUPLOS (REDES DE AFILIAÇÃO)

Muitas redes tratadas neste livro têm característica de redes de afiliação ou de nós duplos: proprietários e firmas das quais participam ou membros dos conselhos de administração e firmas onde esses conselhos estão presentes. A [Figura A2.3](#) ilustra um caso envolvendo proprietários (nós “P”, em círculos) e firmas (nós “F”, quadrados). Uma forma de proceder com a análise de redes de nós duplos é simplesmente computar *laços projetados* entre os atores. Por exemplo,  $P_1$  e  $P_4$  têm um laço projetado, pois participam conjuntamente do capital da  $F_1$ ; da mesma forma,  $F_1$  e  $F_2$  também exibem um laço projetado, pois têm um ou mais proprietários em comum.

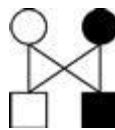


**Figura A2.3** Exemplo de rede de afiliação ou de nós duplos e suas projeções em nó único.

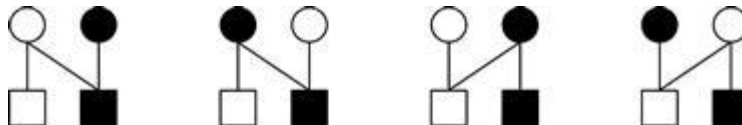
O problema de fazer análises de mundos pequenos apenas com laços projetados é que, nesse processo, perde-se informação relevante. Por exemplo,  $P_2$  tem participação em uma firma de  $P_4$  ( $F_2$ ) e  $P_4$  tem participação em firma de  $P_2$  ( $F_1$ ). Ou seja, esses proprietários exibem *laços cruzados*. Porém, na projeção, esse padrão é tratado da mesma forma que o laço entre  $P_1$  e  $P_4$ , que não tem o mesmo cruzamento (isto é,  $P_4$  tem posição acionária em uma empresa de  $P_1$ , mas não vice-versa).

Garry Robins e Malcom Alexander propuseram uma metodologia inovadora para a análise de mundos pequenos em redes de nós duplos.<sup>5</sup> A ideia dos autores é partir de “quartetos” envolvendo

pares de dois tipos diferentes de atores que exibem algum tipo de ligação. Por exemplo,  $P_2-P_4-F_1-F_2$  é um quarteto. Seguindo a lógica do cálculo do coeficiente de agrupamento em redes de nó único contando-se o número de trios abertos e fechados, o coeficiente de agrupamento em redes de nós duplos é calculado com base no número de quartetos fechados (com laços cruzados) sobre o número de quartetos conectados (com ou sem laços cruzados). Como já discutimos,  $P_2-P_4-F_1-F_2$  é um quarteto conectado fechado, ao passo que  $P_1-P_4-F_1-F_2$  é um quarteto conectado aberto. Observe que um quarteto fechado do tipo



acomoda quatro combinações possíveis de quartetos abertos, quais sejam:



Nesse sentido, a medida do coeficiente de agrupamento pode ser facilmente calculada como quatro vezes o número de quartetos fechados sobre o número de quartetos conectados observados na rede. Um valor de referência para esse coeficiente de agrupamento, correspondente ao que poderia ser observado em uma rede aleatória, é simplesmente a *densidade* da rede de nós duplos. Em uma matriz relacional envolvendo  $m$  proprietários e  $n$  firmas, chame

de  $b_{ij}$  cada célula marcando a ligação entre o proprietário  $i$  e a firma  $j$ . Em redes de laços dicotômicos,  $b_{ij}$  será igual a 1 se  $i$  tiver posição acionária em  $j$ , e igual a 0 caso contrário. Assim, a densidade da rede de nós duplos será dada pela fórmula

$$\frac{\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n b_{ij}}{nm},$$

uma vez que existem  $nm$  possíveis combinações de proprietários-firmas. Em um mundo pequeno, o coeficiente de agrupamento observado (com base no cálculo dos quartetos) será tipicamente muito maior que a densidade global da rede. Esse método de comparação, entretanto, assume que, em uma rede aleatória, cada laço é formado independentemente. Por isso, é comum também simular redes aleatórias mudando, ao acaso, laços que já existem na rede original.<sup>6</sup>

No caso das distâncias, a lógica é similar à das redes de nó único: em um mundo pequeno, espera-se que a distância média observada na rede de nós duplos seja próxima à distância de uma rede equivalente com laços formados ao acaso. Em redes de nós duplos, existem três tipos de distâncias: entre proprietários (na [Figura A2.3](#),  $P_1$  e  $P_3$  têm uma distância igual a 4, correspondendo aos passos  $P_1$ - $F_1$ - $P_2$ - $F_2$ - $P_4$ ); entre firmas (a distância entre  $F_1$  e  $F_2$  é igual a 2, via, por exemplo, a rota  $F_1$ - $P_2$ - $F_2$ ); e entre proprietários e firmas ( $P_1$  e  $F_2$  exibem distância igual a 3:  $P_1$ - $F_1$ - $P_2$ - $F_2$ ). Na rede de nós duplos, os três tipos de distâncias são considerados no cálculo final, sendo o valor final comparado a uma rede aleatoriamente simulada (não há

fórmula de referência fechada para as distâncias em redes de nós duplos).

Seguindo esse procedimento, o índice final de mundo pequeno pode ser calculado da mesma forma que nas redes de nó único. A [Tabela A2.1](#) mostra os resultados da análise de mundos pequenos nas redes de nós duplos (proprietários e firmas) para 1996, 2003 e 2009, detalhando os cálculos que levaram aos indicadores apresentados no [Capítulo 2, Figura 2.5](#).

**Tabela A2.1.** Detalhamento dos indicadores de mundos pequenos para as redes de nós duplos (proprietários e firmas) entre 1996 e 2009

	1996	2003	2009
<b>Análise do componente principal</b>			
Número total de donos últimos observados em cada ano	897	838	1077
Número de donos últimos no componente principal	303	292	481
Número total de firmas observadas em cada ano	516	494	624
Número de firmas no componente principal	220	227	281
<b>Coefficiente de agrupamento (rede de nós duplos)<sup>a</sup></b>			
Coefficiente de agrupamento observado	0.222	0.301	0.266
Coefficiente de agrupamento em rede aleatória <sup>b</sup>	0.015	0.016	0.010
Coefficiente de agrupamento padronizado ( $CC^p$ )	15.111	18.622	26.991
<b>Distância média (rede de nós duplos)<sup>a</sup></b>			
Distância média observada	4.810	5.048	5.942
Distância média em rede aleatória <sup>b</sup>	9.353	8.154	8.853
Distância padronizada ( $D^p$ )	0.514	0.619	0.671
<b>Índice de mundo pequeno (<math>CC^p/D^p</math>)</b>	29.383	30.079	40.214

<sup>a</sup> Computados no componente principal, utilizando-se metodologia de Robins e Alexander (2004).

<sup>b</sup> Rede aleatória, preservando o mesmo número de nós e laços entre nós.

## CENTRALIDADE

Em análise de redes, é comum não somente analisar a estrutura geral da rede, mas também como cada ator, individualmente ou em grupo, se posiciona no emaranhado de laços. Os diversos indicadores de *centralidade* buscam justamente medir quão “entrosado” é o ator na rede, valendo-se de múltiplos contatos e dos benefícios (informações, oportunidades, recursos) que fluem por meio desses contatos.

Neste livro, os indicadores de centralidade são calculados com base em laços projetados (redes de nó único). Já vimos que a *centralidade de grau* é definida como o número de laços que um ator tem com outros atores na rede. Uma medida mais refinada foi proposta por Phillip Bonacich (baseando-se em estudos prévios de Leo Katz), chamada de *centralidade de poder* ou simplesmente *centralidade de Bonacich*.<sup>7</sup> A medida pondera pela centralidade de grau dos próprios atores com os quais um ator é direta ou indiretamente conectado. A centralidade de Bonacich é bem flexível: pode-se colocar peso positivo ou negativo nos laços gerados pelos contatos de determinado ator. No contexto do presente livro, parece ser mais adequado colocar peso positivo nesses laços, uma vez que determinado dono pode usufruir de informações ou recursos vindos de outros atores que se conectam com os seus parceiros diretos. Nesse sentido, a medida de Bonacich traz mais informação que a mera contagem do número de laços de um proprietário. Por exemplo, um dono que se conecta a quatro outros proprietários cerceados a uma firma única deve derivar menos benefícios da sua

rede do que um proprietário ligado a quatro outros atores altamente conectados na economia local.

Mais precisamente, para cada indivíduo  $i$  de uma rede com  $n$  atores (nós), a medida de centralidade proposta por Bonacich ( $C_i$ ) é definida da seguinte forma:

$$C_i = \sum_j (\alpha + \beta C_j) x_{ij},$$

onde  $x_{ij}$  denota cada célula na matriz relacional correspondente ( $x_{ij} > 0$  se os atores  $i$  e  $j$ ,  $i \neq j$ , têm um laço entre si, sendo  $x_{ii} = 0$  por convenção);  $C_j$  indica a centralidade de outros atores da rede além de  $i$ ; e  $a$  e  $b$  são parâmetros.

É possível ver, pela fórmula, que a centralidade de um ator é diretamente relacionada à centralidade de outros atores com as quais ele é conectado (isto é, em casos onde  $x_{ij} > 0$ ). O parâmetro  $b$  modela precisamente a nossa discussão anterior sobre como os laços dos contatos de cada ator irão afetar sua centralidade. Neste livro, utiliza-se  $b > 0$ , isto é, é vantajoso estar conectado a outros atores bastante centrais. O parâmetro  $a$  é simplesmente uma ferramenta de normalização da medida. Bonacich sugere que  $a$  seja definido de tal forma que a soma dos quadrados das centralidades de todos os indivíduos na rede iguale-se ao número total de atores ( $n$ ). Com isso, a medida torna-se comparável a redes com tamanhos distintos: atores com valores distantes de 1 terão, em geral, centralidades relativamente mais elevadas. Essa normalização é adotada nos cálculos deste livro.<sup>8</sup>

Outra possível medida de centralidade é a chamada *centralidade de intermediação* (*betweenness centrality*). Em uma rede, existem várias possíveis geodésicas (sequências de laços com distância mais curta quanto possível) que podem ligar dois atores. Defina  $g_{ij}$  como o número de geodésicas ligando dois proprietários  $i$  e  $j$ , e  $g_{ij}(k)$  como o número de geodésicas que passam por um outro proprietário  $k$ , sendo  $k \neq i, j$ . Então, a medida de centralidade de intermediação do proprietário  $k$  é definida como  $\sum_{j < i} g_{ij}(k) g_{ij}$ . Um ator com elevada centralidade de intermediação acaba conectando indiretamente diversos grupos de atores na economia que não são diretamente ligados entre si; para um ator acessar outro ator em setor distante na rede, terá de estabelecer um caminho (ou geodésica) que muito provavelmente passará por indivíduos com elevada centralidade.

Entretanto, essas medidas são, em geral, bastante correlacionadas. Por exemplo, na rede de proprietários brasileiros para o ano de 2009, o coeficiente de correlação entre a medida de centralidade de Bonacich e a medida mais simples de centralidade de grau é 0,959; a correlação entre a centralidade de Bonacich e a centralidade de intermediação dos atores é 0,757.<sup>9</sup> Optei por usar a centralidade de Bonacich nas análises do [Capítulo 2](#) por vários motivos. Primeiro, como discuti anteriormente, o indicador de Bonacich é mais sensível a laços com atores que são mais conectados na economia que outros. Segundo, há forte suporte teórico ao uso da centralidade de Bonacich em contextos de interação estratégica. Coralio Ballester, Antoni Calvó-Armengol e Yves Zenou promove ram uma importante aproximação entre análise de redes e teoria dos jogos ao mostrar que, em casos nos quais os atores escolhem esforços complementares em função dos seus laços sociais, o nível de



atividade de equilíbrio de cada ator é proporcional à sua medida de centralidade de Bonacich. Consistentemente com esse resultado, essa medida tem mostrado efeito significativo em diversos estudos empíricos.<sup>10</sup> Assim, transportando para o contexto deste livro, é de se esperar que os donos últimos com mais centralidade de poder expressem mais dinamismo em termos de investimentos ou projetos conjuntos com outros donos na economia.

## FERRAMENTAS DE CÁLCULO

A grande maioria dos indicadores discutidos neste livro foi computada utilizando o programa *Ucinet 6*.<sup>11</sup> Algumas figuras de redes foram também geradas por meio de uma rotina desse programa chamada *NetDraw*. Os cálculos de mundos pequenos nas redes de nós duplos, entretanto, até a publicação deste livro, não estavam disponíveis no *Ucinet*. Para tanto, foi utilizado um programa sob medida desenvolvido pela equipe de Bruce Kogut, da Columbia University, além de uma rotina por mim programada para a identificação de exemplos de quartetos abertos e fechados.

---

<sup>1</sup> Neste apêndice, discuto apenas conceitos de redes aplicados nas análises deste livro. Para uma discussão mais ampla e detalhada, consulte Stanley Wasserman e Katherine Faust, *Social network analysis*, Cambridge: Cambridge University Press, 1994, e Matthew O. Jackson, *Social and economic networks*, Princeton: Princeton University Press, 2008.

<sup>2</sup> Duncan Watts, *Small worlds: the dynamics of networks between order and randomness*, Princeton: Princeton University Press, 1999.

<sup>3</sup> Por exemplo, na rede da [Figura A2.1](#), o ator P4 tem uma centralidade de grau igual a 4, pois se conecta a quatro atores distintos. Na matriz relacional, a centralidade de grau pode ser facilmente obtida somando-se os valores (ao longo das colunas) de determinada linha representada por um ator.

<sup>4</sup> Veja Matthew Jackson, já citado, para uma discussão sobre as vantagens e desvantagens dessas formas alternativas de cálculo.

<sup>5</sup> Garry Robins e Malcom Alexander, “Small worlds among interlocking directors: network structure and distance in bipartite graphs”, *Computational and Mathematical Organization Theory*, v. 10, n. 1, 2004.

<sup>6</sup> Consulte PengWang, Ken Sharpe, Garry L. Robins e Philippa E. Pattison, “Exponential random graph ( $p^*$ ) models for affiliation networks”, *Social Networks*, v. 31, 2009.

<sup>7</sup> Phillip Bonacich, “Power and centrality: a family of measures”, *American Journal of Sociology*, v. 92, 1987. O artigo original de Leo Katz é “A new status index derived from sociometric analysis”, *Psychometrika*, v. 18, n. 1, 1953.

<sup>8</sup> O procedimento de cálculo da centralidade de Bonacich segue usando-se computação matricial. Especificamente, chame de  $X$  a matriz relacional ( $n \times n$ ) da rede como um todo; cada célula da matriz é  $x_{ij}$ , definido anteriormente. Um fato importante é que, ao elevarmos a matriz à potência  $k > 1$ , obtemos, em cada célula, o número de caminhos alternativos (indiretos), de  $k$  passos, envolvendo cada ator  $i$  e  $j$ . Multiplicando a matriz relacional por um vetor  $n \times 1$  em que cada célula é igual a 1, obtemos a centralidade de grau de cada ator (para cada linha, a soma de todas as colunas). Assim, o produto  $X^k \mathbf{1}$  é um vetor de centralidades de grau computadas com base em laços que estão a  $k$  passos, onde  $\mathbf{1}$  é o vetor ( $n \times 1$ ) de 1s. O vetor de centralidades de Bonacich pode então ser expresso como  $\alpha(X\mathbf{1} + \beta X^2 \mathbf{1} + \beta^2 X^3 \mathbf{1} + \dots)$ . Para um  $\beta$  suficientemente pequeno, essa sequência infinita converge para  $(I - \beta X)^{-1} \alpha X \mathbf{1}$ , sendo  $I$  a matriz identidade ( $n \times n$ ). Para garantir convergência, é preciso que  $\beta$  seja menor, em valor absoluto, que o recíproco do maior autovalor (*eigenvalue*) da matriz relacional  $X$ . O programa *Ucinet 6* permite obter um valor sugerido de  $\beta$  com base nessa restrição.

<sup>9</sup> Em trabalho anterior, utilizei a medida de centralidade de intermediação para avaliar a evolução da conectividade de proprietários no Brasil, com conclusões qualitativamente similares (Sérgio G. Lazzarini, “Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como ‘mundos pequenos’”, *RAE Eletrônica*, v. 6, n. 1, 2007).

<sup>10</sup> Coralio Ballester, Antoni Calvó-Armengol e Yves Zenou, “Who is who in networks. Wanted: the key player”, *Econometrica*, v. 75, n. 4, 2006. Exemplos de estudos empíricos incluem Joel M. Podolny, “A status-based model of market competition”, *American Journal of Sociology*, v. 98, 1993; e Ranjay Gulati e Martin Gargiulo, “Where do interorganizational networks come from?”, *American Journal of Sociology*, v. 104, n. 5, 1999; e [???

<sup>11</sup> Stephen P. Borgatti, Martin Everett e Linton C. Freeman, *Ucinet for Windows: Software for Social Network Analysis*, Harvard: Analytic Technologies, 2002.

# BIBLIOGRAFIA<sup>1</sup>

---

- ABREU Dilip, (1988). “On the theory of infinitely repeated games with discounting.”. *Econometrica*.56(2):383–396.
- ACEMOGLU Daron, JOHNSON Simon, (2005). “Unbundling institutions.”. *Journal of Political Economy*.113(5):949–995.
- ALDRIGHI Dante Mendes, Roberto Mazzer Neto, (2007). “Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil.”. *Revista Brasileira de Economia*.61(2):129–152.
- ALMEIDA, Mansueto. “Desafios da real política industrial brasileira no século XXI.” Texto para discussão 1452, Ipea, 2009.
- ALMEIDA, Mansueto. “Sem a definição de objetivos claros, corre-se o risco de enriquecer uns poucos.” Em: *Valor Econômico*, 7/7/2009.
- ALVARES, Elismar; GUSSO, Eduardo; FACHIN, Roberto Costa. “CCR — Companhia de Concessões Rodoviárias.” Estudo de caso apresentado no XXIX Enanpad, 2005.
- AMSDEN Alice H, (1989). *Asia’s next giant: South Korea and late industrialization*. New York: Oxford University Press;
- ANUATTI-NETO Francisco, BAROSSO-FILHO Milton, de CARVALHO Antonio Gledson, MACEDO Roberto, (2005). “Costs and benefits of privatization: evidence from Brazil.”. In: CHONG Alberto, LOPEZ-DE-SILANES Florencio, eds. *Privatization in Latin America: myths and reality*. Washington DC: World Bank and Stanford University Press;: 145–196.
- .
- ARAÚJO Caetano Ernesto Pereira, (218;JO, 2004). “Financiamento de campanhas eleitorais.”. *Revista de Informação Legislativa*.41:59–66.
- ARIDA, Persio. “Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica.” Texto para discussão 8, Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa

das Garças, 2005.

ARTHUR W Brian, (1994). *Increasing returns and path dependence in the economy*. Ann Arbor: The University of Michigan Press; [].

BAE Kee-Hong, KANG Jun-Koo, KIM Jin-Mo, (2002). “Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups.”. *The Journal of Finance*.57(6):2695–2740.

BAER Werner, (1965). *Industrialization and economic development in Brazil*. Homewood: Richard D. Irwin;

BAKER George, Robert Gibbons, Kevin J, (2002). Murphy. “Relational contracts and the theory of the firm.”. *The Quarterly Journal of Economics*.117:39–83.

BALLESTER Coralio, Antoni Calvó-Armengol, Yves Zenou Zenou, (2006). “Who is who in networks. Wanted: the key player.”. *Econometrica*.75(4):1403–1418.

BANAS Geraldo, (1984). *Os donos do Brasil: multis, estatais e nacionais*. São Paulo: Banas;.

BANDEIRA-DE-MELLO Rodrigo, MARCON Rosilene, (2005). “Unpacking firm effects: modeling political alliances in variance decomposition of firm performance in turbulent environments.”. *Brazilian Administration Review*.2(1):21–37.

BARBOSA Livia, (1992). *O jeitinho brasileiro: a arte de ser mais igual que os outros*. Rio de Janeiro: Campus;.

BARNETT, William P.; SWANSON, Aimee Noelle; RURA-POLLEY, Thekla. “The ‘senators’-sons’ problem and the survival of weak competitors.” Working Paper, Graduate School of Business, Stanford University, 2004.

BARNEY Jay B, (1991). “Firm resources and sustained competitive advantage.”. *Journal of Management*.17:99–120.

BAUMOL WJ, LITAN Robert E, SCHRAMM Carl J, (2007). *Good capitalism, bad capitalism, and the economics of growth and prosperity*. New Haven & London: Yale University Press;.

BENEDSEN Morten, (2000). “Political ownership.”. *Journal of Public Economics*.76:559–581.

- BERLE Adolf A, MEANS Gardiner C, (1991). *The modern corporation and private property*. New Brunswick: Transaction Publishers;
- BERNHEIM B Douglas, WHINSTON Michael D, (1990). "Multimarket contact and collusive behavior.". *RAND Journal of Economics*.21:1–26.
- BERTERO, Carlos Osmar. "Drugs and dependency in Brazil — an empirical study of dependency theory." Cornell University Dissertation Series n. 36, 1972.
- BERTRAND Marianne, MEHTA Paras, MULLAINATHAN Sendhil, (2002). "Ferreting out tunneling: an application to Indian business groups". *Quarterly Journal of Economics*.117(1):121–148.
- BERTRAND Marianne, DJANKOV Simeon, HANNA Rema, MULLAINATHAN Sendhil, (2007). "Obtaining a driver's license in India: an experimental approach to studying corruption.". *Quarterly Journal of Economics*.122(4):1639–1676.
- BEZERRA Marcos Octávio, (1999). *Em nome das 'bases': política, favor e dependência pessoal*. Rio de Janeiro: Relume Dumará;
- BIONDI Aloysio, (2001). *O Brasil privatizado*. São Paulo: Fundação Perseu Abramo;
- BLYDE, Juan; PINHEIRO, Armando Castelar; DAUDE, Christian e FERNANDEZ-ARIAS, Eduardo. "Competitiveness and growth in Brazil." Interamerican Development Bank, Technical Note IDB-TN-113, 2010.
- BNDES. "Privatização no Brasil." Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, 2002.
- BODDEWYN Jean J, BREWER Thomas L, (1994). "International-business political behavior: new theoretical directions.". *Academy of Management Review*.19(1):119–143.
- BOMFIM Manuel, (2005). *A América Latina — males de origem*. Rio de Janeiro: Topbooks;
- BONACICH Phillip, (1987). "Power and centrality: a family of measures.". *American Journal of Sociology*.92:1170–1182.
- BORGATTI Stephen P, EVERETT Martin, FREEMAN Linton C, (2002). *Ucinet for Windows: Software for Social Network Analysis*. Harvard: Analytic Technologies;

- BORTOLOTTI Bernardo, FACCIO Mara, (2009). "Government control of privatized firms."  
In: *The Review of Financial Studies*.22(8):2907–2939.
- BOUBAKRI Narjess, COSSET Jean-Claude, SAFFAR Walid, (2008). "Political connections of newly privatized firms.". *Journal of Corporate Finance*.14:654–673.
- BOYKO Maxim, SHLEIFER Andrei, VISHNY Robert W, (1996). "A theory of privatization.". *Economic Journal*.106:309–319.
- BRANDENBURGER Adam, NALEBUFF Barry J, (1996). *Co-opetition*. New York: Currency Doubleday;.
- BRASS Daniel J, (1984). "Being in the right place: a structural analysis of individual influence in an organization.". *Administrative Science Quarterly*.29:518–539.
- BREIT William, HIRSCH Barry T, (2009). *Lives of the laureates, fifth edition: twenty-three Nobel economists*. Cambridge: MIT Press;.
- BROOKFIELD, Jon; *et al.* "Business groups, institutions, and small worlds." In: *The small world of corporate governance*, editado por Bruce Kogut, no prelo.
- CANÊDO-PINHEIRO Mauricio et al, (202;DO-PINHEIRO, 2007). "Por que o Brasil não precisa de política industrial.". *Ensaio Econômicos*.644.
- CARDOSO DE MELLO João Manuel, (2009). *O capitalismo tardio*. Campinas: Unesp e Facamp;.
- CARDOSO Fernando Henrique, (1975). *Autoritarismo e democratização*. Rio de Janeiro: Paz e Terra;.
- CARDOSO Fernando Henrique, (1/11/2009). "Para onde vamos?". *Estado de São Paulo*..
- CARDOSO Fernando Henrique, FALETTO Enzo, (2004). *Dependência e desenvolvimento na América Latina: ensaio de interpretação sociológica*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira;.
- CARVALHO, Marco Antonio de Sousa. "Privatização, dívida e déficit públicos no Brasil."  
IPEA, Texto para discussão 487, 2001.
- CASTELLS Manuel, (1999). In: São Paulo: Paz e Terra; *A sociedade em rede — a era da informação: economia, sociedade e cultura*; v. I.



- CHANG Sea Jin, HONG Jaebum, (2000). “Economic performance and group-affiliated companies in Korea: intragroup resource sharing and internal business transactions.”. *Academy of Management Journal*.43(3):429–448.
- CHERMAN, Emy Shayo; LAIDLER, Ben e CHASE, Brian P. “Brazil equity strategy: BNDES takes center stage.” In: *Latin America Equity Research Report, J.P. Morgan*, 6/4/2010.
- CHILCOTE Ronald H, (1974). “Dependency: a critical synthesis of the literature.”. *Latin American Perspectives*.1(1):4–29.
- CLAESSENS Stijin, FEIJEN Erik, LAEVEN Luc, (2008). “Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions.”. *Journal of Financial Economics*.88:554–580.
- COASE Ronald H, (1937). “The nature of the firm.”. *Economica N.S.*.4:386–405.
- CORRADO Raffaele, ZOLLO Maurizio, (2006). “Small worlds evolving: governance reforms, privatizations and ownership networks in Italy.”. *Industrial and Corporate Change*.15(2):319–352.
- COSTA Vanda Maria Ribeiro, (1999). *A armadilha do leviatã: a construção do corporativismo no Brasil*. Rio de Janeiro: UERJ;
- COUTINHO Luciano, BORGES Bráulio Lima, (2009). “A consolidação da estabilização e o desenvolvimento financeiro do Brasil.”. In: FERREIRA Francisco Marcelo Rocha, MEIRELLES Beatriz Barbosa, eds. *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES;
- COUTINHO, Paulo C.; OLIVEIRA, André L. Rossi de. “Os impactos regulatórios e de defesa da concorrência da aquisição da Brasil Telecom pela Oi.” Relatório de pesquisa, Centro de Estudos em Regulação de Mercados, Universidade de Brasília, 2009.
- CRISÓSTOMO Vicente Lima, GONZÁLEZ Eleutério Vallelado, (2011);STOMO and GONZÁLEZ, 2006). “Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil.”. *Em: Revista de Economia Contemporânea*.10(1):139–155.

- CUERVO-CAZURRA Alvaro, (2006). "Business groups and their types.". *Asia Pacific Journal of Management*.23:419–437.
- DAMATTA Roberto, (1997). *A casa & a rua: espaço, cidadania, mulher e morte no Brasil*. Rio de Janeiro: Rocco;
- DAVIS Gerald F, (1996). "The significance of board interlocks for corporate governance.". *Corporate Governance*.4(3):154–159 [].
- DAVIS Gerald F, YOO Mina, (2003). "Le monde toujours plus petit des grandes entreprises Américaines: participations communes et liens dans les conseils d'administration (1990-2001)". *Gérer et Comprendre*.74:51–62.
- DAVIS Gerald F, YOO Mina, BAKER Wayne E, (2003). "The small world of the American corporate elite, 1982-2001.". *Strategic Organization*.1:301–326.
- DE NEGRI Fernanda, (2003). "Empresas estrangeiras na indústria brasileira: características e impacto sobre comércio exterior.". In: LAPLANE Mariano, COUTINHO Luciano, HIRATUKA Celso, eds. *Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil*. São Paulo: Unesp;: 215–250. .
- DE PAULA, Germano Mendes. "Estratégias corporativas e de internacionalização de grandes empresas na América Latina." Serie desarrollo productivo 137, Cepal, 2003.
- DE PAULA Germano Mendes, FERRAZ João Carlos, IOOTTY Mariana, (2002). "Economic liberalization and changes in corporate control in Latin America.". *The Developing Economies*.40(4):467–496.
- DE SOTO Hernando, (2002). *The other path: the economic answer to terrorism*. Basic Books.
- DEL PRIORE Mary, (2000). "Deus e o diabo nas terras do açúcar: o senhor de engenho na América portuguesa.". In: DEL PRIORE Mary, ed. *Revisão do paraíso: 500 anos e continuamos os mesmos*. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier;.
- DESBORDES Rodolphe, VAUDAY Julien, (2007). "The political influence of foreign firms in developing countries.". *Economics and Politics*.19(3):421–451.

- DEVITA-RAEBU, Elizabeth. "If Osama's only 6 degrees away, why can't we find him?" In: *Discover*, February (2008).
- DINÇ I Serdar, (1999; 2005). "Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets.". *Journal of Financial Economics*.77:453–479.
- DIXIT Avinash K, NALEBUFF Barry J, (1991). *Thinking strategically: the competitive edge in business, politics, and everyday life*. New York: W. W. Norton & Company;.
- DOOLEY Peter C, (1969). "The interlocking directorate.". *American Economic Review*.59:314–323.
- DYCK Alexander, ZINGALES Luigi, (2004). "Private benefits of control: an international comparison.". *Journal of Finance*.59(2):537–600.
- EVANS Peter, (1979). *Dependent development: the alliance of multinational, state and local capital in Brazil*. Princeton: Princeton University Press;.
- EVANS Peter, (1995). *Embedded autonomy: states and industrial transformation*. Princeton: Princeton University Press;.
- FACCIO Mara, (2006). "Politically connected firms.". *American Economic Review*.96(1):369–386.
- FAGRE Nathan, WELLS Louis T, (1982). "Bargaining power of multinationals and host governments.". *Journal of International Business Studies*.13(2):9–23.
- FAMA Eugene, JENSEN Michael C, (1983). "Separation of ownership and control.". *Journal of Law and Economics*.26:301–325.
- FAORO Raymundo, (1957). *Donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. Rio de Janeiro: Globo;.
- FEENSTRA Robert C, HUANGB Deng-Shing, HAMILTON Gary G, (2003). "A market-power based model of business groups.". *Journal of Economic Behavior and Organization*.51:459–485.
- FERREIRA Pedro Cavalcanti, FACCHINI Giovanni, (2005). "Trade liberalization and industrial concentration: evidence from Brazil.". *The Quarterly Review of Economics and*

*Finance*.45:432–446.

FISH Eliezer M, SHIVDASANI Anil, (2006). “Are busy boards effective monitors?”. *The Journal of Finance*.61(2):689–724.

FISMAN Raymond, (2001). “Estimating the value of political connections.”. *American Economic Review*.91(4):1095–1102.

FLIGSTEIN Neil, (2001). *The architecture of markets: an economic sociology of twenty-first century capitalist societies*. Princeton: Princeton University Press;.

FRANCO, Gustavo H. B. *O desafio brasileiro: ensaios sobre desenvolvimento, globalização e moeda*. São Paulo: 34, 1999.

FRYNAS Jdrzej George, MELLAHI Kamel, PIGMAN Geoffrey Allen, (2006). “First mover advantages in international business and firm-specific political resources.”. *Strategic Management Journal*.27(4):321–345 [].

FURTADO Celso, (1959). *Formação econômica do Brasil*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura;.

GASPARI, Elio. “A privataria quer mais dinheiro.” *Folha de São Paulo*, 20/8/2000.

GERLACH Michael L, (1992). *Alliance capitalism: the social organization of Japanese business*. Berkeley: University of California Press;.

GHEMAWAT Pankaj, (2007). *Redefining global strategy: crossing borders in a world where differences still matter*. Cambridge: Harvard Business School Press;.

GHEMAWAT Pankaj, KHANNA Tarun, (1998). “The nature of diversified business groups: a research design and two case studies.”. *The Journal of Industrial Economics*.46(1):35–61.

GILO David, MOSHE Yossi, SPIEGEL Yossi, (2006). “Partial cross ownership and tacit collusion.”. *RAND Journal of Economics*.37:81–99.

GIMENO Javier, (1999). “Reciprocal threats in multimarket rivalry: staking out ‘spheres of influence’ in the U.S. airline industry.”. *Strategic Management Journal*.20:101–128.

GOMES-CASSERES Benjamin, (1996). *The alliance revolution: the new shape of business rivalry*. Cambridge: Harvard University Press;.

- GONÇALVES Reinaldo, (199;ALVES, 1999). *Globalização e desnacionalização*. São Paulo: Paz e Terra;.
- GRANOVETTER Mark, (1995). “Coase revisited: business groups in the modern economy.”. *Industrial and Corporate Change*.4(1):93–130.
- GRANOVETTER Mark, (1985). “Economic action and social structure: the problem of embeddedness.”. *American Journal of Sociology*.91:481–510.
- GRANOVETTER Mark, (2007). “The social construction of corruption.”. In: NEE Victor, OPPER Sonja, eds. *On capitalism*. Stanford: Stanford University Press;; 152–172. .
- GUILLÉN Mauro F, (201;N, 2000). “Business groups in emerging economies: a resource-based view.”. *Academy of Management Journal*.43(3):362–380.
- GUISSO Luigi, SAPIENZA Paola, ZINGALES Luigi, (2004). “The role of social capital in financial development.”. *The American Economic Review*.94:526–556.
- GULATI Ranjay, GARGIULO Martin, (1999). “Where do interorganizational networks come from?”. *American Journal of Sociology*.104(5):1439–1493.
- HABER Stephen, (2002). “Introduction: the political economy of crony capitalism.”. In: HABER Stephen, ed. *Crony capitalism and economic growth in Latin America: theory and evidence*. Stanford: Hoover Institution Press;; xi–xxi. .
- HADDAD, Claudio. “É preciso fechar o granaduto.” Em: *Valor Econômico*, 25/2/2005.
- HADDAD Claudio, (2008). “Em favor de uma maior abertura.”. In: de Barros por Octavio, Giambiagi Fabio, eds. *Brasil globalizado*. São Paulo: Elsevier;.
- HADDAD Claudio, LAZZARINI Sergio G, (2009). “Las sociedades de servicios profesionales como incubadoras de talento.”. *Harvard Business Review Latin America*.septiembre:73–78.
- HALL Peter A, SOSKICE David, (2001). “An introduction to varieties of capitalism.”. In: HALL Peter A, SOSKICE David, eds. *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press;; 1–70. .
- HILLMAN Amy, (2005). “Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line?”. *Journal of Management*.31(3):464–481.

- HIRATUKA, Celso. "Foreign direct investment and transnational corporations in Brazil: recent trends and impacts on economic development." The Working Group on Development and Environment in the Americas, 2008.
- de HOLANDA Sérgio Buarque, (1997). *Raízes do Brasil*. São Paulo: Companhia das Letras;.
- JACKSON Matthew O, (2008). *Social and economic networks*. Princeton: Princeton University Press;.
- JARDIM Maria Chaves, (2009). "'Nova' elite no Brasil? Sindicalistas e ex-sindicalistas no mercado financeiro.". *Sociedade e Estado*.24(2):363–399 [].
- JENSEN Michael C, MECKLING William H, (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.". *Journal of Financial Economics*.3:305–360.
- KANG David, (2002). *Crony capitalism: corruption and development in South Korea and the Philippines*. Cambridge: Cambridge University Press;.
- KATZ Leo, (1953). "A new status index derived from sociometric analysis.". *Psychometrika*.18(1):39–43.
- KAUFFMANN Daniel, HELLMAN Joel S, (2002). "The inequality of influence,". <http://ssrn.com/abstract=386901> > ..
- KAUFFMANN Daniel, SIEGELBAUM Paul, (1996). "Privatization and corruption in transition economies.". *Journal of International Affairs*.50(2):419–458.
- KHANNA Tarun, PALEPU Krishna, (2006). "Emerging giants: building world-class companies in developing countries.". *Harvard Business Review*.October:60–69.
- KHANNA Tarun, PALEPU Krishna, (2000). "The future of business groups in emerging markets: long-run evidence from Chile.". *Academy of Management Journal*.43(3):268–285.
- KHANNA Tarun, PALEPU Krishna, (1997). "Why focused strategies may be wrong in emerging markets.". *Harvard Business Review*.July-August:3–10.

- KHANNA Tarun, RIVKIN Jan W, (2001). "Estimating the performance effects of business groups in emerging markets.". *Strategic Management Journal*.22:45–74.
- KHANNA Tarun, YAFEH Yishay, (2007). "Business groups in emerging markets: paragons or parasites?". *Journal of Economic Literature*.45:331–372.
- KHWAJA Asim Ijaz e Atif Mian, (2005). "Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market.". *Quarterly Journal of Economics*.120(4):1371–1411.
- KILDUFF Martin, TSAI Wenpin, (2003). *Social networks and organizations*. London: Sage;.
- KNACK Stephen, KIEFER Philip, (1997). "Does social capital have an economic payoff? A cross-country examination.". *Quarterly Journal of Economics*.112:1251–1288.
- KOGUT Bruce, SINGH Habir, (1988). "The effect of national culture on the choice of entry mode.". *Journal of International Business Studies*.19(3):441 [432].
- KOGUT Bruce, WALKER Gordon, (2001). "The small world of firm ownership and acquisitions in Germany from 1993 to 1997: the durability of national networks.". *American Sociological Review*.66(3):317–335.
- KRACKHARDT David, (1990). "Assessing the political landscape: structure, cognition, and power in organizations.". *Administrative Science Quarterly*.35:342–369.
- KRANTON Rachel E, (1996). "Reciprocal exchange: a self-sustaining system.". *American Economic Review*.86:830–851.
- KREPS David M, SCHEINKMAN José A, (1983). "Quantity precommitment and Bertrand competition yield Cournot outcomes.". *Bell Journal of Economics*.14:326–337.
- KURTZ Marcus J, BROOKS Sarah M, (2008). "Embedding neoliberal reform in Latin America.". *World Politics*.60:231–280.
- LA PORTA Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei, Vishny Robert W, (1998). "Law and finance.". *Journal of Political Economy*.106(6):1113–1155.
- LAZZARINI Sergio G, (2008). *Empresas em rede*. São Paulo: Cengage Learning;.

- LAZZARINI Sergio G, (2007). “Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como ‘mundos pequenos’.”. *RAE Eletrônica*.6 [art. 6.]
- LAZZARINI, Sergio G.; BOURGEOIS, L. J. “Embraer in China: competing in a regulated environment.” Estudo de caso Insper e Darden, 2008.
- LAZZARINI Sergio G, CHADDAD Fabio R, COOK Michael L, (2001). “Integrating supply chain and network analyses: the study of netchains.”. *Journal on Chain and Network Science*.1(1):7–22.
- LAZZARINI, Sergio G.; FAVERET FILHO, Paulo. “Grupo André Maggi: financiando uma nova rota de exportação.” Estudo de Caso Pensa, FIA/FEA/USP, 1997.
- LEFF Nathaniel H, (1968). *Economic policy-making and development in Brazil, 1947-1964*. New York: John Wiley & Sons; [].
- LEFF Nathaniel H, (1978). “Industrial organization and entrepreneurship in the developing countries: the economic groups.”. *Economic Development and Cultural Change*.26(4):661–675.
- LEOPOLDI Maria Antonieta P, (2000). *Política e interesses na industrialização brasileira: as associações industriais, a política econômica e o Estado*. São Paulo: Paz e Terra;.
- LIN Nan, (2001). *Social capital: a theory of social structure and action*. Cambridge: Cambridge University Press;.
- LINCOLN James R, GERLACH Michael L, (2004). *Japan’s network economy: structure, persistence, and change*. New York: Cambridge University Press;.
- MAHMOOD Ishtiaq P, MITCHELL Will, (2004). “Two faces: effects of business groups on innovation in emerging economies.”. *Management Science*.50:1348–1365.
- MANCUSO Wagner Pralon, (2004). “O lobby da indústria no congresso nacional: empresariado e política no Brasil contemporâneo.”. *Em: Dados — Revista de Ciências Sociais*.47(3):505–547.
- MCDERMOTT Gerald A, (2003). *Embedded politics: industrial networks & institutional change in postcommunism*. Ann Arbor: University of Michigan Press;.



- MEGGINSON William L, Jeffrey M Netter, (2001). "From state to market: a survey of empirical studies of privatization." *Journal of Economic Literature*.39:321–389.
- MELLO Magno, (2003). *A face oculta da reforma previdenciária*. Brasília: Letrativa;
- MENDES-DA-SILVA Wesley, Rossoni Luciano, Martin Diógenes Leiva, Martelanc Roy, (2008). "A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do novo mercado da Bovespa." *Em: Revista Brasileira de Finanças*.6(3):337–358.
- MESQUITA Luiz, LAZZARINI Sergio G, (2008). "Horizontal and vertical relationships in developing economies: implications for SMEs' access to global markets." *Academy of Management Journal*.51(2):359–380.
- MÍCHIN SS, (205;CHIN, 1973). *Processo de concentração de capital no Brasil: análise do 'milagre econômico' por um economista soviético*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira;
- MIGUEL Luis Felipe, de Almeida COUTINHO Aline, (2007). "A crise e suas fronteiras: oito meses de 'mensalão' nos editoriais dos jornais." *Em: Opinião Pública*.13(1):97–123.
- MILGRAM Stanley, (1967). "The small world problem." *Psychology Today*.2:60–67.
- MIZRUCHI Mark S, (1996). "What do interlocks do? An analysis, critique, and assessmet of research on interlocking directorates." *Annual Review of Sociology*.22:271–298.
- MORCK Randall K, STEIER Lloyd, (2007). "The global history of corporate governance." In: MORCK Randall K, ed. *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. Chicago: The University of Chicago Press;
- MOTTA Massimo, (2004). *Competition policy: theory and practice*. Cambridge: Cambridge University Press;
- MUSACCHIO Aldo, (2009). *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil, 1882-1950*. Cambridge: Cambridge University Press;
- NEE Victor, Sonja Opper, (2007). "On policized capitalism." In: NEE Victor, SWEDBERG Richard, eds. *On capitalism*. Stanford: Stanford University Press;; 93–127. .
- NEWFARMER Richard, (1980). *Transnational conglomerates and the economics of dependent development: a case study of the international electrical oligopoly and Brazil's electrical*

*industry*. Greenwich: JAI Press;

NONNENBERG, Marcelo José Braga. “Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no Brasil — as décadas de 1970 e 1990.” IPEA, Texto para discussão 969, 2003.

NORTH Douglass C, (1990). *Institutions, institutional change and economic performance, political economy of institutions and decisions*. Cambridge: Cambridge University Press;

de OLIVEIRA Francisco, (2003). *Crítica à razão dualista/O ornitórrinco*. São Paulo: Boitempo;

OLSON Mancur, (1965). *The logic of collective action*. Cambridge: Harvard University Press;

PAGANO Marco, PANNETTA Fabio, ZINGALES Luigi, (1998). “Why do companies go public? An empirical analysis.”. *The Journal of Finance*.53(1):27–64 [].

PARDINI Daniel Jardim, GONÇALVES Carlos Alberto, LVES Paulo Sérgio Marins, (2009).

“A formação cultural como construto de ligação entre visão empreendedora e ação estratégica: uma análise do caso Usiminas.”. *Em: Revista Angrad*.10(4):133–156.

PARKER Philip M, RÖLLER Lars-Hendrick, (214;LLER, 1997). “Collusive conduct in duopolies: multimarket contact and cross-ownership in the mobile telephone industry.”. *RAND Journal of Economics*.28:304–322.

PELÁEZ Carlos Manuel, (193;EZ, 1972). *História da industrialização brasileira*. Rio de Janeiro: APEC;

PELLE Stefano, (2007). *Understanding emerging markets*. New Delhi: Response Books;

PENROSE Edith T, (1968). *The large international firm in developing countries: the international petroleum industry*. London: George Allen and Unwin;

PERKINS Susan, MORK Randall K, YEUNG Bernard, (2008). “*Innocents abroad: the hazards of international joint ventures with pyramidal group firms*,”.

<http://ssrn.com/abstract=1097265> > ..

PFEFFER Jeffrey, SALANCIK Gerald R, (1978). *The external control of organizations*. New York: Harper & Row;

- PINHEIRO Armando Castelar, (1996). “Impactos microeconômicos da privatização no Brasil.”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*.26(3):357–398.
- PISTOR Katharina, Turkewitz Joel, (1996). “Coping with hydra – state ownership after privatization”. In: FRYDMAN Roman, ed. *Corporate governance in Central Europe and Russia*. Budapest: Central European University Press;.
- PODOLNY Joel M, (1993). “A status-based model of market competition.”. *American Journal of Sociology*.98:829–872.
- POLANYI Karl P, (1957). *The great transformation: the political and economic origins of our time*. Boston: Beacon Press;.
- PORTUGAL Adriana, BUGARIN Maurício, (2003). “Financiamento público e privado de campanhas eleitorais: efeitos sobre o bem-estar social e representação partidária no Legislativo.”. *Em: Economia Aplicada*.7(3):549–583.
- PUTNAM Robert D, (1993). *Making democracy work: civic traditions in modern Italy*. Princeton: Princeton University Press;.
- de QUEIROZ Maurício Vinhas, (1962). “Os grupos econômicos no Brasil.”. *Em: Revista do Instituto de Ciências Sociais*.1(2):157–168.
- RAJAN Raghuram G, ZINGALES Luigi, (2004). *Saving capitalism from capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*. Princeton: Princeton University Press;.
- RITTER Jay R, WELCH Ivo, (2002). “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations.”. *The Journal of Finance*.57(4):1795–1828.
- ROBBINS Garry, ALEXANDER Malcom, (2004). “Small worlds among interlocking directors: network structure and distance in bipartite graphs.”. *Computational and Mathematical Organization Theory*.10(1):69–94.
- ROCHA Geisa Maria, (2002). “Neo-dependency in Brazil.”. *New Left Review*.16:5–33.
- RODRIG, Dani. “Industrial Policy for the Twenty-First Century.” CEPR Discussion Paper, 2004.

- ROSE-ACKERMAN Susan, (1999). *Corruption and Government: Causes, Consequences, and Reform*. Cambridge: Cambridge University Press;
- RUMELT, Richard P. "Strategy, Structure, and Economic Performance." Division of Research, Harvard Business School, 1974.
- SAMUELS David, (2002). "Pork Barreling is not Credit Claiming or Advertising: Campaign Finance and the Sources of Personal Vote in Brazil." *The Journal of Politics*.64(3):46–63.
- SANTOS Rafael Liza, SILVEIRA Alexandre Di Miceli, de C. BARROS Lucas Ayres B, (2007). "Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas." *Em: Revista Brasileira de Finanças*.5(2):125–163.
- SANTOS Rafael Liza, SILVEIRA Alexandre Di Miceli, de C. BARROS Lucas Ayres B, (2008). "Underwriters fueling going public companies? Evidence of conflict of interest in the Brazilian 2004-2007 IPO wave,". <<http://ssrn.com/abstract=1328291>> . [].
- SANTOS Theotonio dos, (1970). "The Structure of Dependence." *American Economic Review*.60:231–236.
- SANTOS Wanderley Guilherme dos, (2006). *O ex-leviatã brasileiro: do voto disperso ao clientelismo concentrado*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira;
- SAPIENZA Paola, (2004). "The effects of government ownership on bank lending." *Journal of Financial Economics*.72(2):357–384.
- SCHMITTER Phillipe C, (1971). *Interest Conflict and Political Change in Brazil*. Stanford: Stanford University Press;
- SCHNEIDER Ben Ross, (2004). *Business Politics and the State in Twentieth-Century Latin America*. Cambridge: Cambridge University Press;
- SCHNEIDER Ben Ross, (2009). "A Comparative Political Economy of Diversified Business Groups, or how States Organize Big Business." *Review of International Political Economy*.16(2):178–201.
- SCHNEIDER Ben Ross, SOSKICE David, (2009). "Inequality in developed countries and Latin America: coordinated, liberal and hierarchical systems." *Economy and*

*Society*.38(1):17–52.

SENNA José Júlio, (1995). *Os parceiros do rei: herança cultural e desenvolvimento econômico do Brasil*. Rio de Janeiro: Topbooks;

SHAFFER Brian, HILMAN Amy J, (2000). “The development of business-government strategies by diversified firms.”. *Strategic Management Journal*.21(2):175–190.

SHLEIFER Andrei, (1998). “State versus private ownership.”. *Journal of Economic Perspectives*.12(4):133–150.

SHLEIFER Andrei, VISHNY Robert W, (1994). “Politicians and firms.”. *The Quarterly Journal of Economics*.109:995–1025.

SILVA, Rafael Silveira e. “O desenho institucional do Estado sob uma perspectiva temporal: o caso da política regulatória dos fundos de pensão.” Dissertação de Mestrado, Instituto de Ciência Política, Universidade de Brasília, 2007.

SILVEIRA Alexandre Di Miceli da, PRADO Viviane Muller, SASSO Rafael, (2008). “*Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas no Brasil*,”. <<http://ssrn.com/abstract=1307738>> ..

SOUZA, Josias de. “Reestatiza-se sob Lula o que FHC fingiu privatizar.” Em: *Folha de São Paulo*, 8/5/2005.

STARK David, (1996). “Recombinant property in East European capitalism.”. *American Journal of Sociology*.101(4):993–1027.

STARK David, VEDRES Balasz, (2010). “Structural folds: generative disruption in overlapping groups.”. *American Journal of Sociology*.15(1):1150–1190.

SUZIGAN Wilson, (2000). *Indústria brasileira: origem e desenvolvimento*. São Paulo: Hucitec, Unicamp;

TAVARES Pedro Carvalho Araújo, MINARDI Andrea MAF, (2010). “*Does private equity investment work as a quality certification for IPOs in Brazil?*,”. <<http://ssrn.com/abstract=1624876>> ..

- TORRES FILHO Ernani Teixeira, (2009). “Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES.”. In: FERREIRA Francisco Marcelo Rocha, MEIRELLES Beatriz Barbosa, eds. *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES;
- UZZI Brian et al, (2007). “Small-World Networks and Management Science Research: a Review.”. *European Management Review*.4:77–91.
- VALADARES Silvia M, LEAL Ricardo PC, (2000). “Ownership and Control Structure of Brazilian Companies.”. *Abantes*.3(1):29–56.
- VAZ Lucio, (2005). *A ética da malandragem: no submundo do Congresso Nacional*. São Paulo: Geração;
- VELASCO Licínio, (1999). “Privatização: mitos e falsas percepções.”. *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES;
- VERNE Renata Macedo, SANTOS Rafael Liza, POSTALI Fernando Slaibi, (2009). “Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram o capital no período 2004-2007,”. <<http://ssrn.com/abstract=1423585>> . [].
- VIDAL Patricia G, MENDES-DA-SILVA Wesley, (20110). “Small world of board members in Brazilian capital market,”. <<http://ssrn.com/abstract=1534875>> ..
- WAN William P, HOSKISSON Robert E, (2003). “Home country environments, corporate diversification strategies, and firm performance.”. *Academy of Management Journal*.46(1):27–45.
- WANG Peng, SHARPE Ken, ROBINS Garry L, PATTISON Philippa E, (2009). “Exponential random graph (p\*) models for affiliation networks.”. *Social Networks*.31:12–25.
- WASSERMAN Stanley, FAUST Katherine, (1994). *Social network analysis*. Cambridge: Cambridge University Press;
- WATTS Duncan, (1999). “Networks, dynamics, and the small-world phenomenon.”. *American Journal of Sociology*.105:493–527.

- WATTS Duncan, (1999). *Small worlds: the dynamics of networks between order and randomness*. Princeton: Princeton University Press;.
- WATTS Duncan, STROGATZ Steven, (1998). “Collective dynamics of ‘small world’ networks.”. *Nature*.393:440–442.
- WILLIAMSON Oliver E, (1988). “Corporate finance and corporate governance.”. *Journal of Finance*.43:567–591.
- WILLIAMSON Oliver E, (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press;.
- WILLIAMSON Oliver E, (1996). “Economic organization: the case for candor.”. *Academy of Management Review*.21(1):48–57.
- WINDOLF Paul, (2002). *Corporate networks in Europe and the United States*. New York: Oxford University Press;.
- YAN Aimin, ZENG Ming Zeng, (1999). “International joint venture instability: a critique of previous research, a reconceptualization, and directions for future research.”. *Journal of International Business Studies*.30(2):397–414.
- YOU, Jong-Sung. “Embedded autonomy or crony capitalism? Explaining corruption in South Korea, relative to Taiwan and the Philippines, focusing on the role of land reform and industrial policy.” Annual Meeting of the American Political Science Association, Washington, DC, 2005.
- ZAHEER Srilata, (1995). “Overcoming the liability of foreignness.”. *Academy of Management Journal*.38(2):341–363.

---

<sup>1</sup> Reportagens de jornais, revistas e páginas de internet são referenciadas nas Notas.