

Financeirização das grandes empresas, investidores passivos e mercado de ETFs: o capitalismo do século XXI no Brasil

Martin Mundo Neto¹

Julio César Donadone

Wellington Afonso Desidério

Resumo:

O objetivo deste artigo é analisar se as estratégias de grandes gestores de investimentos, como adquirir posição acionária minoritária e ampliar os investimentos em fundos de gestão passiva, têm impactado a estrutura de propriedade de grandes empresas listadas na bolsa brasileira e na ampliação da oferta de fundos de índices (ETFs). A partir das informações disponíveis no site da bolsa e de um site especializado em finanças foi realizado um estudo empírico com empresas da carteira do Ibovespa, considerando os investidores institucionais com posições acionárias superiores a 0,1% nessas empresas. Os dados foram submetidos às Análises de Correspondência Múltipla (ACM) e de Cluster com a intenção de identificar similaridades e distinções entre grupos de investidores nas empresas do índice, bem como combinações recorrentes de investidores e empresas, que replicam configurações de mercados centrais. Foram considerados os grupos gestores de ETFs e suas respectivas posições acionárias nas empresas do índice observando: 1- as posições acionárias dos grupos gestores de ETFs que rastreiam o Ibovespa, nas dez empresas com maior peso no índice; 2- o volume teórico de recursos alocados em ações dessas empresas por meio desses fundos. Assim como nos mercados internacionais, os dados confirmaram a posição acionária minoritária de grandes investidores internacionais nas empresas do Ibovespa e o crescimento do mercado brasileiro de ETFs.

Palavras-chave: Investimentos de Gestão Passiva. Sociologia Econômica. ETF. Fundos de Índices de Mercado. Governança Corporativa. Financeirização.

* Professor Doutor da FATEC/TQ. E-mail: martin.mundo@fatec.sp.gov.br. <https://orcid.org/0000-0002-7010-8274>

** Professor Doutor da Universidade Federal de São Carlos. E-mail: donadojc@uol.com.br

*** Professor Doutor da FATEC/Catanduva. E-mail: wellington.desiderio@fatec.sp.gov.br <https://orcid.org/0000-0002-5182-2907>

Financialization of large companies, passive investors, and ETFs market: 21st century capitalism in Brazil

Abstract:

The aim of this article is to analyze whether the strategies of large investment managers, such as acquiring a minority equity position and expanding investments in passive management funds, have impacted the ownership structure of large companies listed on the Brazilian stock exchange and on the expansion of the offer of index funds (ETFs). Based on the information available on the stock exchange's website and from a website specialized in finance, an empirical study was conducted with companies in the Ibovespa portfolio, considering institutional investors with equity positions greater than 0.1% in these companies. The data were submitted to Multiple Correspondence (ACM) and Cluster Analyses with the intention of identifying similarities and distinctions between investor groups in index companies, as well as recurring combinations of investors and companies, which replicate central market configurations. The management groups of ETFs and their respective equity positions in the index companies were considered, observing: 1- the equity positions of the ETFs management groups that track the Ibovespa, in the ten companies with the greatest weight in the index; 2- the theoretical volume of resources allocated in shares of these companies through these funds. As in international markets, the data confirmed the minority equity position of large international investors in Ibovespa companies and the growth of the Brazilian ETFs market.

Keywords: Passive Management Investments. Economic Sociology. Exchange Traded Funds. Corporate Governance. Financialization.

Financiarización de grandes empresas, inversores pasivos y mercado de ETFs: capitalismo del siglo 21 en Brasil

Resumen:

El objetivo de este artículo es analizar si las estrategias de los grandes gestores de inversiones, como la adquisición de una posición minoritaria de capital y la expansión de las inversiones en fondos de gestión pasiva, han impactado en la estructura de propiedad de las grandes empresas que cotizan en la bolsa brasileña y en la expansión de la oferta de fondos indexados (ETF). A partir de la información disponible en la página web de la bolsa y de una web especializada en finanzas, se realizó un estudio empírico con empresas de la cartera de Ibovespa, considerando inversores institucionales con posiciones de renta variable superiores al 0,1% en estas empresas. Los datos se enviaron a Multiple Correspondence (ACM) y Cluster Analyses con la intención de identificar similitudes y distinciones entre grupos de inversores en empresas indexadas, así como combinaciones recurrentes de inversores y empresas, que replican configuraciones de mercado central. Se consideraron los grupos de gestión de ETFs y sus respectivas posiciones de renta variable en las sociedades indexadas, observando: 1- las posiciones de renta variable de los grupos gestores de ETFs que rastrean a ibovespa, en las diez empresas con mayor peso en el índice; 2- el volumen teórico de recursos asignados en acciones de estas empresas a través de estos fondos. Al igual que en los mercados internacionales, los datos confirmaron la posición minoritaria de capital de los grandes inversores internacionales en empresas ibovespa y el crecimiento del mercado brasileño de ETFs.

Palabras-clave: Inversiones en Gestión Pasiva. Sociología Económica. ETF, Fondos cotizados en bolsa. Gobierno Corporativo. Financiarización.

Introdução

Estudos recentes sobre a financeirização de grandes empresas indicam que a estratégia de ingressar na carteira dos principais índices dos mercados nos quais operam é uma nova modalidade de ativismo acionário com implicações para as economias e para a ideologia “*maximizing shareholder value*” (Fichtner, Heemskerk, Garcia-Bernardo, 2017; Fichtner, Heemskerk, 2020; Lazonick, Shin, 2019; Rügemer, 2019; Juste, 2019). Na década de oitenta, início da financeirização, o ativismo acionário era protagonizado por gestores de fundos de investimentos em participações (*private equities funds*) e de fundos multimercados (*hedge funds*), com estratégias de aquisições alavancadas (*leveraged buyouts*) e tomada de controle hostis (*hostile take overs*), além de fusões entre empresas. Essas estratégias estariam confirmando a hipótese de Henry Manne, publicada em 1965, para quem o mercado de aquisições operava como um mecanismo de controle para empresas sob má gestão (Manne, 1965). Após a crise financeira de 2007, o ativismo centralizou-se em poucos grandes gestores de investimentos globais, liderados pelos “Big Three”, Blackrock, Vanguard e State Street, com posições acionárias minoritárias em milhares de empresas listadas nos principais mercados de capitais. Esses gestores globais passaram, simultaneamente, a dominar o mercado de fundos de investimentos indexados, com destaque para os fundos de índices (ETFs - *Exchange Traded Funds*) (Fichtner; Heemskerk; Garcia-Bernardo, 2017), configurando um novo momento do capitalismo (Bebchuck, Hirst, 2019; Rügemer, 2019; Fichtner, Heemskerk, 2020). Após 2007, os grandes gestores de investimentos passaram a alocar menos recursos em gestão ativa e ampliaram os investimentos nas modalidades de gestão passiva. Na gestão ativa, o gestor é responsável pela seleção dos ativos, por definir o percentual de participação ou proporção que os ativos ocuparão em um determinado fundo, enquanto a gestão passiva consiste, basicamente, em compor um portfólio de investimento que rastreie um determinado índice do mercado financeiro.

A nova estratégia de aquisição de propriedade ocorre em dois sentidos. Por um lado, ao investirem em gestão ativa (posição acionária minoritária), nas principais empresas listadas em bolsas, os investidores podem ampliar os investimentos em gestão passiva, ou seja, em fundos atrelados a índices cujas carteiras são compostas, majoritariamente, por ações das empresas em que eles já investem. Por outro, as principais empresas listadas em bolsa passam a ter como objetivo estratégico fazer parte da carteira do maior número de índices de mercados, para aumentarem a demanda por suas ações. Os investimentos em gestão passiva cresceram substancialmente nos principais mercados de capitais, desde 2007. Essa estratégia associada àquelas que caracterizam a financeirização das grandes empresas, como crescimento sustentado em fusões e aquisições, distribuição de dividendos e planos de recompra de ações, têm contribuído para que o mercado de capitais se descole dos mercados “físicos”, mercado de produtos e serviços nos quais essas empresas operam (Lazonick; Shin, 2019).

Neste artigo o objetivo é analisar se as estratégias de grandes gestores de investimentos têm impactado na organização do mercado de capitais brasileiro, em particular na internacionalização da estrutura de propriedade das grandes empresas e na ampliação do mercado de investimento em fundo de índices de mercado (ETFs). Identificamos se os grandes grupos financeiros, liderados pelos “Big Three”, Blackrock, Vanguard e State Street, conforme indicado em Fichtner et al. (2017), para o caso norte-americano, ou como os “organizadores do capital”, conforme analisado em Rügemer (2019), para o caso alemão, estão presentes e atuando de forma análoga nas principais empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Porém, o escopo da pesquisa difere dos estudos internacionais uma vez que, ao invés de considerar todas as empresas listadas na bolsa brasileira, o artigo analisou apenas um subgrupo, as empresas que compunham a carteira do principal índice da bolsa, o Ibovespa, em agosto de 2020. Esse reporte empírico permitiu explorar outro aspecto

neste artigo, a relação entre os ETFs que rastreiam esse índice, os gestores desses fundos e as empresas que compõem o índice rastreado, identificando, para casos específicos, o valor monetário teórico do total em ações de empresas nesses fundos.

A partir da análise dos dados selecionados, concluímos que a bolsa de valores brasileira está inserida na atual fase da financeirização das economias e do capitalismo, em que os índices de mercado orientam o destino de grande parte dos investimentos. Também concluímos que, além dos grupos internacionais, gestores de investimentos nacionais e organizações governamentais têm cooperado na criação das condições para a tradução de inovações financeiras como os ETFs para o mercado local. Para demonstrar nossa análise e conclusão, além desta introdução, este artigo está dividido em 5 partes. As duas primeiras integram a revisão da literatura sobre os grandes gestores de ativos no capitalismo contemporâneo e sobre a expansão do mercado de ETFs. Em seguida apresentamos o método da pesquisa, indicando detalhes sobre o estudo empírico e o tratamento dos dados. Na quarta e quinta partes apresentamos os dados, iniciando com um breve histórico do mercado de capitais brasileiro, seguido da apresentação e análise dos dados sobre as empresas, investidores e ETFs que rastreiam o Ibovespa. Finalizamos apresentando as considerações finais deste artigo e indicando uma possível agenda de pesquisas futuras.

1 - Os grandes gestores de ativos na estrutura do capitalismo no século XXI

De acordo com Rügemer (2019), o grupo Blackrock e um grupo seleto de agentes congêneres, como os grupos Vanguard, State Street, Fidelity, Capital Group, Bank of NY, PIMCO/Allianz, Goldman Sachs, T. Rowe Price, Invesco, dentre outros, têm atuado como organizadores do capital no século XXI, com presença ampla e simultânea em milhares de empresas, quase sempre com posições

acionárias minoritárias. Na mesma linha de pesquisa, Fichtner et al. (2017) e Fichtner e Heemskerk (2020) chamam atenção para a posição dominante ocupada por grandes gestores de ativos financeiros, destacando a liderança dos grupos Blackrock, Vanguard e State Street, denominados de “Big Three”, que, simultaneamente, ocupam posição acionária minoritária nas maiores empresas listadas nas principais bolsas de valores das economias centrais e dominam o mercado de fundos de investimentos indexados.

Esses grandes gestores de ativos financeiros atuam como organizadores do capitalismo em conjunto com outros agentes financeiros, como os gestores de fundos de *private equities* e de *venture capital*, que atuam como “exploradores” e “preparadores” de empresas e novos negócios, os gestores de fundos de *hedge*, que atuam como “saqueadores” do sistema, os grandes bancos de investimentos, como “arranjadores” e bancos tradicionais, e os “prestadores de serviço”. Nessa estrutura do capitalismo, além dos grupos financeiros, se destacam as grandes empresas de tecnologia e as grandes empresas dos mais variados setores da economia que são promovidas e modeladas pelos grupos financeiros citados, como as empresas baseadas em economia de plataformas digitais, com modelos de negócios atrelados à internet e a serviços de tecnologia fornecidos pelas “Big Techs” como a GAMFA (Google, Apple, Microsoft, Facebook e Amazon) (Rügemer, 2019).

A atuação do grupo Blackrock é exemplar quanto às estratégias dos investidores nessa nova estrutura do capitalismo. O grupo adquire posição minoritária em milhares de empresas listadas em bolsa e concentra a maior parte de suas subsidiárias em paraísos fiscais, notadamente no estado de Delaware, nos Estados Unidos, e nas Ilhas Cayman. Como resultado, o grupo desfruta de isenções fiscais que, em parte, garantem vantagens competitivas em relação aos bancos e gestores de ativos tradicionais. Nos EUA, durante a crise financeira iniciada em 2007, o grupo Blackrock foi selecionado para fornecer consultoria e resolver problemas de

empresas insolventes, bancos e agências de seguros, ampliando o volume de seus negócios em escalas sem precedentes. Líderes de governo de importantes países europeus também adotaram a Blackrock como firma de consultoria. Exemplos são a Espanha com a ampliação da atuação sustentada por laços políticos (Juste, 2019), a França, com a difusão de ETFs (Deville; Oubenal, 2012), e a Alemanha, onde, mesmo nas empresas nas quais o Estado é acionista majoritário, as decisões foram delegadas à Blackrock e ao grupo de organizadores do capital, composto pelas empresas do índice DAX que, por sua vez, lista as 30 empresas com melhor desempenho financeiro na bolsa de Frankfurt (Rügemer, 2019).

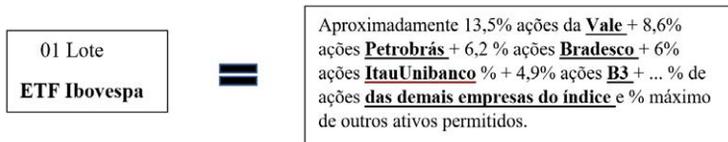
Além da aproximação da atuação financeira da Blackrock com as principais economias, houve também uma aproximação por laços institucionais. A relação próxima com os governos de países das economias centrais permitiu a ampliação do trânsito de executivos da Blackrock para cargos governamentais, assim como executivos que atuavam em órgãos do governo passaram a ser recrutados para atuar no grupo Blackrock. Por exemplo, Juste (2019) apresenta detalhes da relação entre representantes do grupo Blackrock e o governo espanhol, confirmando a estratégia do grupo em se aproximar de governos e, assim, expandir as operações e ampliar suas influências nas elites nacionais. Assim como Lazonick e Shin (2019), Rügemer (2019) indica uma rede de agentes que opera dentro e fora das principais empresas listadas nos mercados de capitais internacionais e que domina o capitalismo no século XXI.

2. Financeirização e novos mecanismos de extração de valor: mercados primário e secundário de ETFs

De acordo com Fichtner et al. (2017), as principais formas de gestão passivas adotadas foram os fundos indexados tradicionais e os fundos de índices de mercados, os ETFs. Recentemente, o volume alocado em ETFs se equiparou ao volume alocado em

fundos indexados tradicionais, indicando a difusão desse instrumento financeiro em âmbito global (Wigglesworth, 2021). A principal diferença entre os ETFs e os fundos indexados tradicionais é que suas quotas são transacionadas, no mercado secundário da bolsa de valores, da mesma forma que as ações de empresas listadas, durante todo o período de operação do mercado. Já os fundos indexados tradicionais são cotados apenas uma vez ao dia, no encerramento dos mercados. Os fundos indexados rastreiam os índices de mercado e suas cotas equivalem a uma cesta teórica de ativos que corresponde ao conjunto dos ativos que compõe o índice rastreado. Por exemplo, um lote de um ETF que rastreie o Ibovespa é composto por uma cesta de ações das empresas do índice na mesma proporção que elas contribuem para a composição de sua carteira, conforme representado na Figura 1.

Figura 1 – Representação teórica de um ETF que rastreia o índice Ibovespa, em 14/04/2021.



Fonte: elaborado pelos autores.

Conforme indicado em Deville e Oubenal (2012), os ETFs também têm como característica particular o fato de ser uma construção que cria dois mercados interligados: o mercado primário, no qual apenas agentes autorizados operam lotes de ETF, constituídos de milhares de quotas unitárias do ETF, e o mercado secundário, em que as milhares de quotas unitárias de ETF são transacionadas da mesma forma que as ações das empresas listadas em bolsa de valores. O mercado primário é responsável pela criação e resgate de lotes de ETF materializando o mecanismo de arbitragem realizado pelos agentes autorizados. Na arbitragem, lotes de ETFs são criados a partir da reunião de lotes

da cesta de ativos que o ETF replica, ou seja, para um índice que replica o desempenho de ações de empresas, é necessário reunir a quantidade de ações das empresas na mesma proporção em que elas compõem o índice. Da mesma forma, o resgate de ETF implica em trocar lotes de ETF por lotes de ativos que o ETF replica. Assim, o mercado primário de ETFs movimentou grande volume dos ativos que compõem os índices rastreados. Para as empresas que estão presentes nos índices de mercado rastreados pelos ETFs, quanto maior a demanda por ETFs, maior a demanda pelas ações dessas empresas. Por outro lado, conforme indicado em Fichtner et al. (2017), a posição minoritária em milhares de empresas listadas nas principais bolsas de valores permite aos grandes gestores de ativos, em particular os “Big Three”, dominarem o mercado internacional de ETFs. Além dos investimentos de gestão passiva em fundos indexados, essa estratégia estaria sendo adotada por grandes grupos empresariais de forma independente (Wigglesworth, 2021).

3. Método de pesquisa

Esta pesquisa foi inspirada na literatura da sociologia econômica e da sociologia das finanças que trata das transformações envolvendo as grandes empresas no capitalismo contemporâneo. O primeiro passo foi a identificação dos principais investidores na estrutura de propriedade de grandes empresas listadas na B3 e a relação dessas empresas com o mercado de ETFs, procurando as semelhanças e as singularidades do caso brasileiro em relação aos casos de países centrais, como o norte-americano (Fichter; Heemskerk; Garcia-Bernardo, 2017), o alemão (Rügemer, 2019), o francês (Deville; Oubenal, 2012) e o espanhol (Juste, 2019).

O Ibovespa teve início em 1968, sob influência do Ibov, índice da Bolsa de Valores do Estado do Rio de Janeiro, criado pelo economista, banqueiro e ex-ministro da fazenda Mário Henrique

Simonsen¹, em 1962 (Leite; Sanvicente, 1995). As principais empresas do mercado de capitais brasileiro estão reunidas no Ibovespa que se tornou o principal índice da bolsa brasileira. O estudo empírico tem como amostra as 72 empresas que, em agosto de 2020, compunham a carteira do Ibovespa, os ETFs que rastreiam o Ibovespa e a relação entre esses ETFs, os grupos gestores e as dez principais empresas do índice em 14 de abril de 2021 (as empresas Vale, Petrobrás, Bradesco, ItauUnibanco, B3, Ambev, Magazine Luiza, Weg, Suzano e Intermédica). Os dados foram coletados no site da bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão – B3 e no Marketscreener, site especializado em finanças. Nas dez empresas selecionadas, analisamos os investidores institucionais com posições acionárias superiores a 0,1%. Os dados foram tabulados e organizados em uma matriz na qual os indivíduos, as empresas do Ibovespa (Quadro 1), foram posicionados nas linhas. Todas as variáveis foram tratadas como binárias, ou seja, investidores institucionais presentes ou ausentes, na estrutura acionária das empresas consideradas em nossa amostra. Nas colunas da planilha foram considerados 31 investidores institucionais com posição acionária em pelo menos quatro das 72 empresas do índice Ibovespa (Quadro 2). Essa matriz foi tratada combinando a Análise de Correspondência Múltipla (ACM) e a Análise de Cluster, rodadas a partir do R, um software gratuito de análise estatística de dados. Tanto a ACM quanto a análise de Cluster têm o objetivo específico de identificar similaridades e distinções entre grupos de investidores nas empresas do Ibovespa, assim como os arranjos recorrentes de agentes que investem em algumas dessas empresas, para confirmar a hipótese de que estratégias identificadas em mercados de economias centrais (Rügemeier, 2019) se repetem no caso brasileiro. Para a ACM foram considerados apenas os investidores com posição acioná-

¹ Em 1961, Simonsen, em sociedade com Júlio Bozano, criou a empresa Bozano & Simonsen prestadora de serviços financeiros que depois se tornou o banco de investimentos. Mais detalhes em <http://www.fgv.br/cpdac/acervo/dicionarios/verbete-biografico/simonsen-mario-henrique>

ria em pelo menos 5% do número total de empresas do índice, ou seja, em pelo menos quatro empresas do Ibovespa. Para identificar a relação entre os grupos gestores de ETFs e suas respectivas posições acionárias nas empresas do índice que os ETFs rastreiam, foram considerados: 1- as posições acionárias dos grupos gestores de ETFs que rastreiam o Ibovespa, nas dez empresas com maior participação no índice, conforme definido nas metodologias de cada provedor de índices; 2- o volume teórico de recursos alocados em ações dessas empresas por meio desses fundos, calculado a partir da aplicação do percentual de participação das empresas no índice ao valor do patrimônio líquido do fundo. Na pesquisa foi considerada a carteira teórica do Ibovespa do mês de agosto de 2020, momento de início da coleta de dados. Para os fundos de índices, foram considerados os dados dos ETFs listados na B3 e que rastreavam o Ibovespa, disponibilizados no Boletim Mensal de ETFs, referente a fevereiro de 2021, o BOVA11 da Blackrock, o BOVV11 do ItauUnibanco, o BOVB11 do Bradesco, o BBOV11 do Banco do Brasil e o XBOV11 da Caixa Econômica Federal. A escolha do índice Ibovespa e seus respectivos ETFs foi motivada pela análise de dados referentes ao mercado de ETFs no Brasil e a relevância dos ETFs que rastreiam o Ibovespa apresentada em Mundo Neto e Donadone (2020) e Mundo Neto, Donadone, Cândido (2021).

4. A década de 1990, a virada do século e o momento pós-crise de 2007: fortalecimento do mercado de capitais brasileiro e o caso da B3

A configuração atual do mercado de capitais brasileiro foi influenciada pelas políticas de privatizações dos anos 1990 e pelas alterações na legislação das sociedades anônimas, em 1999, culminando na reestruturação da maior bolsa de valores do país, a então Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA). As regras para classificar as empresas na bolsa e orientar as novas ingressantes passaram a estar atreladas à qualidade da gover-

nança corporativa por elas apresentada. As empresas que aderiram a essas novas métricas passaram a integrar o Novo Mercado da Bovespa. Por exemplo, as empresas estatais que foram privatizadas no final do século XX passaram a ser estruturadas e preparadas para se tornarem empresas de capital aberto listadas no Novo Mercado. Esse processo contou com a participação de representantes governamentais, notadamente a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), de gestores de fundos de *private equities*, nacionais e internacionais, representando os investidores institucionais que adquiriram participação tanto em empresas estatais como em empresas privadas, em grande parte pertencentes a elites nacionais brasileiras, em diferentes setores da economia (Grün, 2003, 2005; Desidério, 2017).

Paralelamente, as reestruturações das grandes empresas ficaram sob responsabilidade de gestores de fundos de investimentos e representantes de grandes consultorias, agentes responsáveis por difundir as boas práticas gerenciais, notadamente aquelas relacionadas à governança corporativa, nas empresas resultantes do processo de fusões e aquisições de empresas (Donadone, 2010). No início do século XXI, um conjunto expressivo de empresas ingressou na bolsa brasileira. O ciclo de abertura de capitais atingiu o ápice em 2007, com 64 empresas, e foi interrompido pela crise financeira, tornando os anos subsequentes de pouca movimentação (B3, 2022).

O processo de reestruturação das grandes empresas brasileiras, estatais ou privadas, e a adoção da estratégia de abrir o capital foram tratados em estudos de casos setoriais, como do setor elétrico (Pedroso Neto, 2005; Saltorato, 2005), do mercado de transporte aéreo comercial (Mundo Neto, 2011) e das famílias que lideravam o mercado sucroalcooleiro (Mundo Neto, 2012). O processo de abertura de capitais e de reestruturação produtiva das empresas brasileiras envolveu a participação de representantes dos grupos financeiros citados em Rügemer (2019),

com destaque para os gestores de fundos de *private equities* e bancos de investimentos, nacionais e internacionais, que atuaram de forma similar ao processo de financeirização iniciado nos Estados Unidos durante a década de 1980, conforme analisado de forma detalhada na literatura (Useem, 1993, 1996; Davis, Kim, 2015; Lazonick, Shin, 2019; Ertürk, 2019). Quanto aos estudos sobre a difusão, a apropriação e os formatos que o processo de financeirização Brasileiro, pode-se indicar: Matsuda e Donadone (2018), Do Carmo et al. (2019) e Saltorato et al. (2014) nas mudanças organizacionais e gerenciais ligadas a ele; Fantti e Donadone (2020) nos embates com outras formas de concepção de empresa; Jardim (2009) na relação entre fundos de pensão e financeirização; Sartore (2012) e Novaes Botta e Donadone (2015) no entrelaçamento com a sustentabilidade, Martins e Donadone (2018), Julian e Donadone (2021) e Sanchez e Donadone (2011) na transformação das possibilidades de carreira gerencial frente tal processo e nas configurações das elites brasileiras; Cavenaghi e Donadone (2016) e Desidério (2017) na atuação do Estado na configuração da financeirização brasileira.

A própria trajetória da B3, empresa que gerencia a bolsa brasileira atualmente, ilustra o processo de internacionalização da economia brasileira, em particular do mercado de capitais. A B3 adquiriu a estrutura societária atual após sucessivas operações de fusão, com destaque à fusão com a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&F), em 2008, constituindo a BM&FBOVESPA, e à fusão com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP S.A.), em 2017, formando a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Com essas sucessivas fusões, a B3 se tornou uma das principais empresas do mercado de capitais brasileiro, passando a fazer parte da carteira de empresas do Ibovespa. Assim como ocorre com as empresas que administram as principais bolsas de valores do mundo (Rügemer, 2019), a própria B3 possui os grandes investidores globais como principais acionistas (Quadro 01).

Quadro 01- Posição acionária dos principais acionistas (shareholders) da B3, em 14/05/21.

Shareholders		
Name	Equities	%
Capital Research & Management Co. (Global Investors)	109,048,397	5.34%
Capital Research & Management Co. (World Investors)	103,073,698	5.05%
BlackRock Fund Advisors	67,635,148	3.31%
The Vanguard Group, Inc.	63,349,093	3.10%
Invesco Advisers, Inc.	62,837,855	3.08%
Fidelity Management & Research Co. LLC	50,038,084	2.45%
Baillie Gifford & Co.	41,202,989	2.02%
Thornburg Investment Management, Inc.	38,166,373	1.87%
JPMorgan Asset Management (UK) Ltd.	35,430,912	1.74%
Itaú Unibanco SA	28,303,917	1.39%

Fonte: Mundo Neto, Donadone e Candido (2021); Marketscreener (2021). Disponível em: <https://www.marketscreener.com/quote/stock/B3-S-A-BRASIL-BOLSA-42489953/company/>

5 - Apresentação e análise dos dados: empresas, investidores e ETFs relacionados ao Ibovespa

Neste artigo os resultados são apresentados em duas etapas. Na primeira apresentamos os principais investidores institucionais com posição acionária com relevância estatística no conjunto das empresas que compunham a carteira do Ibovespa em agosto de 2020. Para esse conjunto de dados foi utilizada a ACM e a análise de Cluster dela decorrente. O objetivo central dessa análise foi indicar a semelhança da estrutura acionária das grandes empresas listadas na bolsa brasileira com aquelas listadas nas bolsas de valores das principais economias, tomando como referência os dados apresentados em Rügemer (2019). Um objetivo particular foi verificar a ocorrência dos principais grupos gestores de ETFs listados na B3 entre as empresas da carteira do Ibovespa. Na segunda etapa, apresentamos o conjunto de dados sobre os grupos gestores de ETFs listados na B3 que rastreiam o Ibovespa considerando as suas respectivas posições acionárias nas dez empresas de maior peso no índice e, também, o volume teórico de recursos alocados em ações dessas empresas por meio desses fundos.

5.1. Etapa 1 - Estrutura Acionária e Investidores Institucionais nas 10 principais empresas listadas no Ibovespa.

Em agosto de 2020 o Ibovespa era composto por um conjunto de 72 empresas, conforme indicado no Quadro 02. Nos dados coletados em agosto de 2020, foram identificados 170 investidores institucionais com posição acionária superior a 0,1% de participação nas 72 empresas do índice. Desse total, 31 investidores apresentaram relevância estatística, pois estavam presentes em pelo menos quatro empresas do índice.

Quadro 02 – Relação das empresas do Ibovespa em agosto de 2020 e a respectiva numeração utilizada na ACM para os cálculos e plotagem dos gráficos.

1 AMBEV	21 COSAN	41 IRBRASIL	61 SUL AMERICA
2 AZUL	22 CSN	42 ITAUSA	62 SUZANO
3 B3	23 CVC	43 ITAUUNIBANCO	63 TAESA
4 BB	24 CYRELA	44 JBS	64 TIM
5 BB SEG	25 ECORODOVIAS	45 KLABIN	65 TOTVS
6 BRBEEF (Minerva)	26 ELETROBRAS	46 L. AMERICANA	66 ULTRAPAR
7 BTG Pactual	27 ENGIE	47 L. RENNEN	67 USIMINAS
8 BRADESCO	28 EMBRAER	48 MAGAZINE	68 VALE
9 BRADESPAR	29 ENERGIAS BR	49 MARFRIG	69 TELEFONICA
10 BR Distr.	30 ENERGISA	50 MRV	70 VIAVAREJO
11 BRF	31 EQUATORIAL	51 MULTIPLAN	71 WEG
12 BRASKEM	32 FLEURY	52 NATURA	72 YDUQS
13 BR Malls	33 GERDAU	53 P. AÇUCAR	
14 B2W	34 INTERMEDICA	54 PETROBRAS	
15 CCR	35 GERDAU M	55 QUALICORP	
16 CIELO	36 GOL	56 RAIADROGASIL	
17 CEMIG	37 HAPVIDA	57 RUMO	
18 COGNA	38 HERING	58 RENT LOCALIZA	
19 CPFL	39 HYPERA	59 SANTANDER	
20 CARREFOUR	40 IGUATEMI	60 SABESP	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Quadro 03 – Relação dos Investidores Institucionais com ocorrência em, pelo menos, quatro empresas do Ibovespa.

1 Blackrock	8 JPMorgan	15 Hermes I.	22 Aberdeen	29 HSBC Global
2 Vanguard	9 T. Rowe Price	16 Vontobel	23 Schroder	30 Deutsche Bank
3 Capital G.	10 BNDESPAR	17 Morgan Stanley	24 Opportunity	31 Massachusetts
4 Invesco	11 Itau Unibanco	18 Compass G.	25 Dynamo	
5 Norges B.	12 Bradesco	19 the Caisse	26 TIAA-CREF	
6 APG Asset	13 Lazard Asset	20 Dimensional	27 Wells Capital	
7 Fidelity	14 Robeco	21 Investis A.	28 Teachers ad.	

Fonte: Elaborado pelos autores.

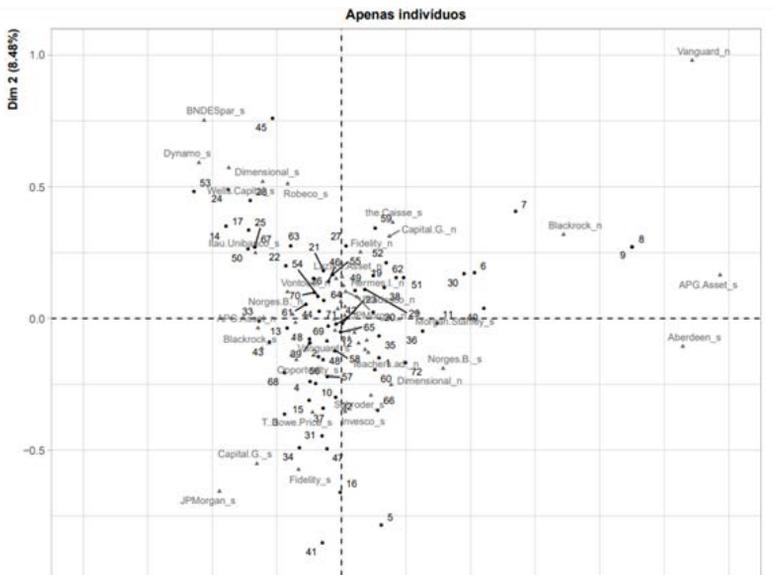
A ACM foi calculada considerando as 72 empresas do Ibovespa, em função de 31 investidores institucionais cujo atributo é estar ou não presente entre os acionistas das empresas do índice.

Foram considerados apenas aqueles investidores que figuram entre os investidores de pelo menos quatro empresas. O Gráfico 01 indica como as empresas estão relativamente próximas quando elas são comparadas em função dos investidores que fazem parte de suas estruturas acionárias. Essa distribuição indica similaridades na composição acionária da maior parte das empresas do Ibovespa, com destaque para os grupos Vanguard e Blackrock, cujo número de ocorrências era 64 e 53, respectivamente. Além desses dois representantes dos “Big Three”, há um conjunto de investidores que aparece com grande frequência, com destaque para o Capital Group, com 26 ocorrências nas empresas do índice, o grupo Norges, gestor do fundo soberano da Noruega, com 25 ocorrências, os grupos Fidelity e Dimension, presentes em 22 delas, o grupo holandês APG, gestor de fundos de pensão, em 13 empresas, Invesco, em 11 delas, grupo Aberdeen, em nove empresas, além dos grupos J. P. Morgan, Schoder, T. RowePrice e BNDESPar com oito ocorrências cada. Além do BNDESPar, entre os investidores nacionais, destacam-se o grupo ItauUnibanco com 10 ocorrências, o grupo Opportunity presente em cinco delas e o grupo Bradesco em quatro. O banco de investimentos Opportunity foi um dos agentes que contribuíram para estruturar as privatizações no Brasil ocorridas nos anos 1990. Dentre os gestores de ETFs listados na B3 que rastream o Ibovespa destacam-se os grupos Blackrock, ItauUnibanco e Bradesco.

Para identificar as empresas com investidores comuns, foi utilizada a função que identifica clusters de indivíduos a partir do cálculo da ACM. O Gráfico 02 foi gerado a partir da função que gera clusters de indivíduos (empresas) em função das variáveis (investidores) consideradas na ACM. Foram identificados cinco clusters de empresas que apresentam semelhanças entre os investidores que figuram entre seus principais acionistas. Cada cluster é gerado na ordem de proximidade que a ACM posicionou cada empresa, em função dos investidores analisados. Essa ordem foi mantida na apresentação dos dados.

O cluster cuja numeração está apresentada na cor preta é constituído pelas empresas Klabin (45), Pão de Açúcar (53), Embraer (28), Lojas Americanas (46), B2W 14) e Via Varejo (70). Esse cluster se destaca por reunir empresas do setor de varejo e tem como investidores de destaque os grupos Blackrock e Vanguard, em seis e cinco delas respectivamente, junto com o fundo de pensão norte-americano TIIA-CRED e sua subsidiária, Teachers Advisors, em seis e quatro empresas respectivamente. Ele indica a parceria entre fundos de pensão internacionais e os grandes grupos internacionais gestores de ativos.

Gráfico 01 – Gráfico da ACM das 72 empresas do Ibovespa em função de 31 Investidores Institucionais com presença em pelo menos 04 empresas do índice.



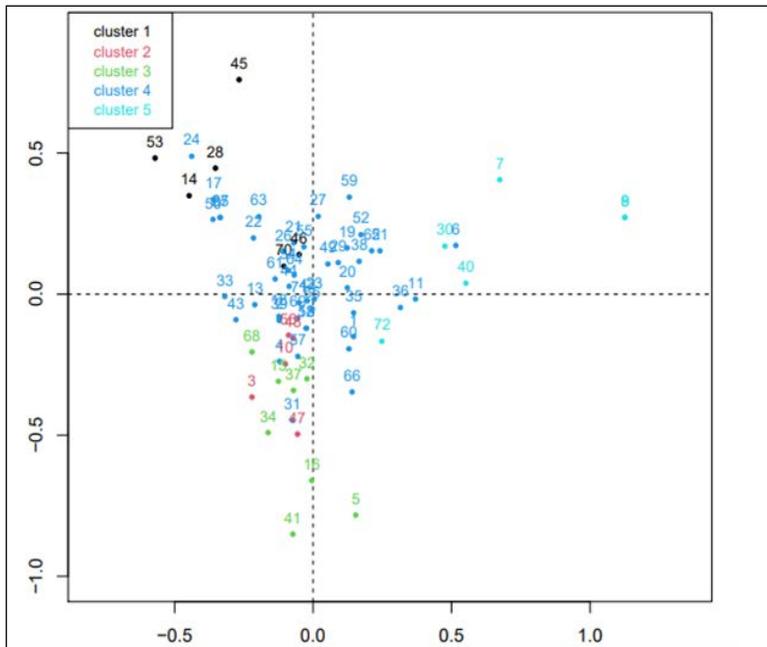
Fonte: Gráfico gerado pelo software R a partir dos dados levantados na pesquisa.

O cluster 2, apresentado na cor rosa, reúne as empresas Raia Drogasil (56), Lojas Renner (47), B3 (3), BR Distribuidora (10) e Magazine Luiza (48). Nesse grupo de empresas predominam grandes investidores internacionais, com destaque para o grupo

Vanguard, presente nas cinco empresas, os grupos Blackrock, T. RowePrice e J P Morgan, em quatro delas, e os grupos Schoder, Fidelity, Norges e Capital Group, em três delas.

O cluster 3 reúne no gráfico as empresas na cor verde. Trata-se de oito empresas: IRB Brasil (41), Cielo (16), BB Seguridade (5), Vale (68), CCR (15), Hapvida (37), Intermédica (34) e Fleury (32). Destacam-se as empresas do setor de saúde. Nesse cluster estão reunidos três grandes “organizadores” do capitalismo internacional, o grupo Vanguard, presente em todas as empresas, e os grupos Blackrock e Capital Group, em sete das oito empresas. O grupo Bradesco representa os grandes investidores nacionais, presente em quatro empresas desse cluster.

Gráfico 02 – Clusters das empresas da carteira do Ibovespa em função de investidores institucionais comuns reunidos pela ACM. Dados referentes a agosto de 2020.



Fonte: Gráfico gerado pelo Software R a partir dos dados da pesquisa.

O cluster 5, com o número das empresas na cor azul clara, é formado pelas empresas Bradesco (8), Bradespar (9), Energisa (30), BTG Pactual (7), YDUQS (72) e Iguatemi (40). Esse cluster tem como principais investidores a APG, subsidiária do maior fundo de pensão da Holanda, o Stichting Pension fonds ABP. Nesse grupo de empresas a Blackrock não aparece entre os acionistas. Destacam-se os grupos internacionais Vanguard, Norges, Compass e Aberdeen com três ocorrências nas seis empresas desse cluster.

O maior cluster, cluster 4, reúne um conjunto de 47 empresas, apresentadas no Gráfico 2 na cor azul escuro. É um conjunto marcado pela presença dos investidores internacionais que mais apareceram nas empresas do Ibovespa. Além dos grupos Vanguard e Blackrock, destaca-se a presença do Capital Group, Norges, Fidelity e Dimension, que aparecem em mais de 20 empresas do índice. Esse cluster ilustra a presença desse conjunto de “organizadores” do capitalismo internacional, no sentido indicado em Rügemer (2019), atuando nas principais empresas da bolsa brasileira.

Os dados indicam que o mercado de capitais brasileiro segue a tendência dos mercados centrais, com destaque para a diversidade de investidores internacionais entre os acionistas das maiores empresas da B3, bem como o desenvolvimento do mercado de fundos de índices, sobretudo os ETFs que rastreiam o principal índice da bolsa (Mundo Neto; Donadone, 2020). Há um conjunto de investidores institucionais nacionais que atua de forma análoga aos grupos internacionais, a exemplo dos grupos ItauUnibanco, Bradesco, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, mas no mercado de capitais brasileiro ainda é comum entre as grandes empresas a ocorrência de investidores ligados às famílias fundadoras e que participam do grupo de controle das empresas. Apesar do tamanho relativamente pequeno do mercado de capitais brasileiro, foi possível identificar dinâmica similar àquela dos mercados centrais, tanto em relação à estrutura de propriedade

das empresas como em relação à dinâmica entre o mercado de ETFs e as estratégias dos gestores desses fundos.

Na estrutura de propriedade das empresas do Ibovespa se destaca a participação de dois “Big Three”, Vanguard e Blackrock, e de outros grupos internacionais que seguem a mesma estratégia, como Fidelity, Capital Group, Norges e JP Morgan, aliados a um conjunto de grandes grupos financeiros nacionais, numa configuração semelhante a outros mercados globais. Outro aspecto que confirma a semelhança do mercado nacional em relação aos mercados centrais é a participação acionária minoritária dos principais gestores de ETFs na maior parte das empresas que compõe os índices rastreados pelos fundos, conforme apresentado a seguir para o caso dos ETFs que rastreiam o Ibovespa.

5.2. Etapa 2 - Grupos Gestores de ETFs: gestão ativa e passiva de investimentos

No Brasil, o mercado de ETFs é relativamente pequeno e tem o grupo Blackrock como líder, responsável pelo BOVA11, ETF que rastreia o Ibovespa e principal produto do mercado brasileiro. Recentemente, a Blackrock ampliou seu domínio no mercado nacional de ETFs, emitindo dezenas de BDR² de ETFs listados no mercado norte-americano (B3, 2021a). Entre os grupos nacionais, se destacam os grandes bancos tradicionais, uma vez que todos lançaram ETFs que rastreiam o Ibovespa, como o BOVV11 do ItaúUnibanco, o BOVB11 do Bradesco, BBOV11 do Banco do Brasil e o XBOV11 da Caixa Econômica Federal. Entre as gestoras de ETFs que rastreiam o Ibovespa destacam-se o grupo Blackrock, presente nas dez principais empresas do índice, o grupo Itaú Unibanco, em oito, e a Caixa Econômica Federal em três, conforme indicado no Quadro 04.

² *Brazilian Depository Receipts* são certificados que representam ações emitidas por empresas em outros países e que são negociados na bolsa brasileira.

Quadro 04 – Posição Acionária dos grupos gestores de ETFs que rastreiam o Ibovespa nas 10 empresas de maior peso no índice. Dados referentes a 15/04/2021.

Top 10	Valor de Mercado	Blackrock part. %	R\$	ItaúUnibanco	R\$	Bradesco	R\$	Banco do Brasil	R\$	Caixa	R\$
Ibovespa	Valores em R\$ mil hoies										
	15/04/2021		GESTÃO ATIVA								
										Economica	Federal
Vale	R\$570.141,98	2,15	R\$12.258,05	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00	1,59	R\$9.065,26
Petrobrás	R\$302.934,07	0,74	R\$2.241,71	1,05	R\$3.180,81	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00
Bradesco	R\$214.496,69	0,76	R\$1.630,17	1,36	R\$2.917,15	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00
ItaúUnibanco	R\$256.454,01	1,26	R\$3.231,32	2,35	R\$6.026,67	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0,56	R\$1.436,14
BB	R\$110.696,82	3,27	R\$3.619,79	1,37	R\$1.516,55	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00
Ambev	R\$248.207,87	1,07	R\$2.655,82	0,41	R\$1.017,65	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0,19	R\$471,59
Magazine Luiza	R\$144.081,21	2,68	R\$3.861,38	0,64	R\$922,12	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00
Weg	R\$163.779,35	1,44	R\$2.358,42	0,45	R\$737,01	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00
Suzano	R\$98.133,49	1,83	R\$1.795,84	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00
Intermedica	R\$49.996,48	2,56	R\$1.279,91	1,73	R\$864,94	0	R\$0,00	0	R\$0,00	0	R\$0,00

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas informações disponíveis na B3.

Nos mercados centrais, os ETFs têm se tornado a principal modalidade de investimentos de gestão passiva (Fichtner, Heemskerk, Garcia-Bernardo, 2017; Fichtner, Heemskerk, 2020). No Brasil, as informações reunidas no Quadro 05 permitem observar o valor teórico alocado em ações das empresas do Ibovespa para cada ETF que rastreia o índice. Quando comparado com os valores alocados de forma direta (gestão ativa) é possível verificar a relevância econômica que os investimentos alocados em ETFs (gestão passiva) passou a ter no mercado brasileiro, conforme indicado para o subgrupo das principais empresas do Ibovespa. É importante destacar que mesmo quando os grupos gestores de ETFs não possuem posição acionária nas empresas do índice, como os grupos Bradesco e Banco do Brasil, os seus ETFs, que rastreiam o índice considerado, necessariamente irão alocar recursos em ações dessas empresas, caracterizando, justamente, os investimentos de gestão passiva. Cabe lembrar que os ETFs que rastreiam o Ibovespa são apenas uma parte do mercado nacional de ETFs e que as grandes empresas listadas na B3 também fazem parte de um conjunto de índices do mercado nacional e de mercados de capitais internacionais rastreados por ETFs listados nesses mercados. Portanto, quanto mais ETFs que rastreiam índices de ações, mais as ações que compõem os índices rastreados são demandadas nos mercados de capitais que transacionam esses fundos.

Quadro 05 - Volume teórico de recursos alocados nas 10 empresas com maior participação no Ibovespa (carteira do dia 14/04/2021) para cada ETF listado na B3 que rastreia o índice. Patrimônio Líquido dos ETFs referentes ao mês de fevereiro de 2021.

10 empresas > % no Ibovespa	Part% Ibovespa 14/04/2021	Boletim ETFs fevereiro 2021						valor (R\$ milhões)	
		ETF Black BOVA11	ETF ItauUnibanco BOVV11	ETF Bradesco BOVB11	ETF BB BBOV11	ETF Caixa XBOV11	Total ETF Ibovespa		
Patrimônio Líquido		15.040,10	5.234,40	2.176,10	558,70	113,20		23.122,50	
Vale	13,481%	2.027,56	705,65	293,36	75,32	15,26		3.117,14	
Petrobrás	8,623%	1.296,91	451,36	187,65	48,18	9,76		1.993,85	
Bradesco	6,169%	927,82	322,91	134,24	34,47	6,98		1.426,43	
ItauUnibanco	5,955%	895,64	311,71	129,59	33,27	6,74		1.376,94	
B3	4,898%	736,66	256,38	106,59	27,37	5,54		1.132,54	
Ambev	3,122%	469,55	163,42	67,94	17,44	3,53		721,88	
Magazine Luiza	2,718%	408,79	142,27	59,15	15,19	3,08		628,47	
Weg	2,549%	383,37	133,42	55,47	14,24	2,89		589,39	
Suzano	2,407%	362,02	125,99	52,38	13,45	2,72		556,56	
Intermédica	2,256%	339,30	118,09	49,09	12,60	2,55		521,64	
Sub Totais	52,178%	7.847,62	2.731,21	1.135,45	291,52	59,07		12.064,86	

Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados disponíveis em B3 (2021b).

Considerações finais

O resultado do mapeamento da estrutura de propriedade das principais empresas do mercado de capitais brasileiro, considerando a realidade apresentada para os casos norte-americano e alemão, indica semelhança entre o mercado de capital brasileiro e os principais mercados internacionais nos quesitos participação minoritária de grandes investidores internacionais na maior parte das empresas e a diversidade desses investidores institucionais. A partir da análise de frequência, assim como destacado por Rügemer (2019) para os mercados centrais, no mercado brasileiro foi possível constatar a presença dos organizadores do capitalismo, com destaque para grandes investidores internacionais sob a liderança de dois dos “Big Three”, os grupos Vanguard e Blackrock, seguidos de gestores de fundos de *private equities*, gestores de fundos de *hedge*, gestores de fundos de pensão e bancos de investimentos. A ausência do grupo State Street em relação aos mercados centrais merece ser melhor estudada. Entre os 31 investidores institucionais considerados, apenas quatro são nacionais, BNDESPar, ItauUnibanco, Bradesco e Opportunity, indicando a internacionalização da propriedade das grandes empresas. Porém, dois deles, ItauUnibanco e Bradesco, ilustram o papel dos

tradutores das tendências internacionais para o espaço nacional, pois eles também têm participação significativa no mercado de ETFs brasileiros, atuando no mercado local de forma análoga aos “Big Three” no mercado global: adquirem posições minoritária em grandes empresas listadas nos principais índices de mercado e lançam ETFs que rastreiam esses índices.

A ACM das empresas em função de seus principais investidores seguida da análise de Clusters permitiu a visualização de cinco clusters de empresas que reúnem investidores institucionais que compartilhavam investimentos em grupos específicos de empresas do Ibovespa. Ainda que mais da metade das empresas do índice (47 delas) estavam reunidas em um mesmo cluster, os outros quatro clusters indicaram um grau de diferenciação nas estratégias de investimentos ou escolhas de alguns grupos, como os grandes fundos de pensão identificados na análise. A presença do BNDESPar entre os investidores institucionais confirmou a importância do banco estatal no processo de reorganização e fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, conforme analisado em Desidério (2017), e no suporte ao lançamento de inovações financeiras, conforme discutido em Mundo Neto e Donadone (2020), para a criação e lançamento do primeiro ETF listado na bolsa brasileira. A identificação dos clusters abre uma agenda de pesquisa para aprofundar os estudos e identificar outros elementos que contribuem para a aproximação de grupos específicos de investidores em torno de um determinado grupo de empresas. Como a análise de cluster foi realizada com variáveis binárias (ter ou não ter posição acionária nas empresas do Ibovespa), uma análise mais aprofundada poderá considerar variáveis como o país de origem do investidor, os participantes do grupo de controle (famílias, estado, investidor nacional, investidor internacional), o setor de atuação da empresa, e contribuir para abrir novos caminhos analíticos.

Os dados da pesquisa confirmaram que as estruturas de propriedade das grandes empresas listadas na bolsa brasileira são

similares às das grandes empresas listadas nas principais bolsas de valores internacionais, com participação de representantes dos grandes gestores de ativos, gestores de fundos de *private equities*, gestores de fundos de *hedge*, gestores de fundos de pensão, bancos de investimentos e outros grandes investidores institucionais. Em grande medida, essa configuração é função das estratégias que predominam entre os grandes grupos gestores de ETFs e os grandes investidores institucionais: adquirir posição acionária minoritária nas empresas que constituem as carteiras dos principais índices do mercado, potencializando a criação de ETFs e a participação ativa dos investidores nas operações de arbitragem no mercado primário de ETFs (Deville; Oubenal, 2012).

De acordo com Juste (2019), uma das críticas que essa nova configuração do capitalismo suscita é o fato de que os grandes gestores de ativos atuam de forma monopolista, mas disfarçados, pois apesar de estarem presente como acionistas minoritários entre as principais empresas nos principais mercados de capitais, os titulares dos ativos são os clientes desses grandes grupos, vinculados a eles por meio dos instrumentos financeiros, notadamente os fundos indexados por eles estruturados. Outro ponto destacado pelo autor é o impacto que os investimentos cruzados desse conjunto de grandes investidores tem para a concorrência em diferentes mercados, pois é comum esse conjunto de investidores estar entre os principais acionistas de empresas que concorrem entre si, nos mais diferentes mercados. Um desses impactos é a intensificação de operações de aquisições e fusões entre empresas com acionistas comuns, contribuindo para ampliar o processo de extração de valor no sistema capitalista (Lazonick; Shin, 2019).

Referências

B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). **BDRs de ETFs Shares da BlackRock serão negociados na B3 a partir desta segunda-feira.** Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/bdrs-8AA8D0CC75AFAFFD017619E5A42070B0.htm. Acesso em 03 mai. 2021a.

_____. **Boletim Mensal ETF** – Fevereiro de 2021. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/boletim-mensal/. Acesso em 12 abr. 2021b.

_____. **Empresas listadas.** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em 07 abr. 2022.

Bebchuck, Lucian; Hirst, Scott. The Specter of the Giant Three. **Boston University Law Review**, Vol. 99, 2019, p. 721-741.

Cavenaghi, Felipe; Donadone, Julio Cesar. Novos Formatos Institucionais na reprodução das ferramentas da indústria de capital de risco: estudo de caso da BANDESPAR ante as normas de prudência bancária. **Agenda Política**, v. 4, 2016, p. 182-215.

Davis, Gerald; Kim, Suntae. Financialization of the economy. **Sociology**, v. 41, n. 1, 2015.

Desidério, Wellington Afonso. **Banco de desenvolvimento ou de investimento? A trajetória da BNDESPAR no capitalismo brasileiro.** Tese (Doutorado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2017. Disponível em: <https://repositorio.ufscar.br/handle/ufscar/9085>. Acesso em 03 jul. 2021.

Deville, Laurent; Oubenal, Mohamed. Legitimizing an Ambiguous Financial Innovation: The case of Exchange Traded Funds in France, In: Huault, Isabelle; Richard, Chrystelle (eds), **Finance: The Discreet Regulator. How Financial Activities Shape and Transform the World** (Basingstoke: Palgrave Macmillan), 2012, p. 212-32.

Do Carmo, Marcelo; Sacomano Neto, Mario; Donadone, Julio Cesar. Financialization in the Automotive Industry: Shareholders, Managers, and Salaries. **Journal of Economic Issues**, v. 53, 2019, p. 841-862.

Donadone, Julio Cesar. Consultoria internacional em expansão e formas emergentes de globalização das trocas e contenciosos gerenciais. **Tempo Social**, [S. l.], v. 22, n. 1, 2010, p. 101-125.

Ertürk, Ismail. Shareholder Primacy and Corporate Financialization. In: Mader, Philip; Mertens, Daniel; Van Der Zwan, Natascha; editors, **The Routledge**

International Handbook of Financialization. London: Routledge. 2019, p. 43-55.

Fantti, Marina Borges Lima; Donadone, Julio Cesar. The influence of the financial logic in the National Quality Award. **Gestão & Produção**, v. 27, 2020, p. 101-121.

Fichtner, Jan; Heemskerk, Eelke M.; Garcia-Bernado, Javier. Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. **Business and Politics**, 19(2), 2017, p. 298-326. DOI:10.1017/bap.2017.6

Fichtner, Jan.; Heemskerk, Eelke. The New Permanent Universal Owners: Index funds, patient capital, and the distinction between feeble and forceful stewardship. **Economy and Society**, 2020. DOI: 10.1080/03085147.2020.1781417

Grün, Roberto. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais** [online]. V. 18, n. 52, 2003, p. 139-161.

_____. Convergência das elites e inovações financeiras: a governança corporativa no Brasil. **Revista Brasileira de Ciências Sociais** [online]. V. 20, n. 58, 2005, p. 67-90.

Jardim, Maria Aparecida Chaves. Nova Elite no Brasil? Sindicalistas e ex-sindicalistas no mercado financeiro. **Sociedade e Estado**, Brasília, v. 24, n. 2, maio/ago. 2009, p. 363-399.

Julian, Erica Ambiel; Donadone, Julio Cesar. Internacionalização, financeirização e transformações organizacionais: O estudo do Grupo Gerdau como entendimento de ação política dos empresários brasileiros. **Norus – Novos Rumos Sociológicos**, v. 09, 2021. p. 412-445.

Juste, Rubén. **La nueva clase dominante: Gestores, inversores y tecnólogos. Una historiadel poder desde Colón y elConsejo de Indias hasta BlackRock y Amazon** (Spanish Edition) (p. 100). Arpa. Edição do Kindle, 2019.

Lazonick, William.; Shin, Jang-Sup. **Predatory Value Extraction: How the looting of the business corporation became the U.S. Norm and how the prosperity can be restored.** Oxford University Press, 2019.

Leite, Hélio de Paula; Sanvicente, Antonio Zoratto. **Índice Bovespa: Um padrão para os investimentos brasileiros.** Ed. Atlas - São Paulo, 1995.

Manne, Henry. Mergersandthe Market for Corporate Control. **Journal of Political Economy**, 73, 1965, p. 110-120.

Martins, Thais Joi; Donadone, Julio Cesar. Consagração universitária, capitais simbólicos e cargos financeiros: o estudo do perfil dos engenheiros de pro-

dução na Universidade Politécnica de São Paulo. **Política & Sociedade**, v. 17, 2018, p. 344-367.

Matsuda, Patricia Mari; Donadone, Julio Cesar. The reconstruction of leader's career after the change of the corporate control: A case study in São Paulo electricity sector. **Corporate Governance and Organizational Behavior Review**, v. 2, 2018, p. 32-42.

Mundo Neto, Martin. A lógica financeira e o espaço do transporte aéreo comercial Brasileiro. **Gestão & Produção** [online], v. 18, n. 2, 2011.

_____. **Transformações na indústria sucroalcooleira brasileira no início do século XXI: das famílias aos acionistas**. 228 f. Tese (Doutorado em Ciências Exatas e da Terra) - Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2012.

Mundo Neto, Martin; Donadone, Júlio Cesar. Financeirização das Grandes Empresas e o Mercado de ETFs (Exchange Traded Funds) no Brasil. In: **VII Simpósio Internacional Desigualdades, Diretos e Políticas Públicas**, 2020, São Leopoldo. VII Simpósio Internacional Desigualdades, Diretos e Políticas Públicas. São Leopoldo, 2020.

Mundo Neto, Martin; Donadone; Júlio Cesar; Cândido, Silvio Eduardo Alvarez. Fundos de índices de mercado, gestão passiva e investimentos responsáveis: o caso de frigoríficos listados na B3. In: **12º Workshop Empresa, Empresários e Sociedade**, 16 a 18 de junho de 2021, IEA – USP.

Novaes Botta, Elisa Nogueira; Donadone, Julio Cesar. Internacionalização, disputas sociais e ação dos intermediários na construção da responsabilidade social empresarial brasileira. **Estudios Sociales (Santa Fe)**, v. 48, 2015, p. 175-204.

Pedroso Neto, Antonio José. **A privatização do setor elétrico paulista: suicídio de um grupo**. 386 f. Tese (Doutorado em Ciências Humanas) - Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2005.

Rügemer, Werner. **The Capitalists of the 21st Century. An Easy-to-Understand Outline of the Rise of the New Financial Players**. Hamburg: Tredition, 2019.

Saltorato, Patrícia. **Conquistas e Conflitos Pós-Privatização: o caso do setor elétrico paulista**. 2005. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção). Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2005.

Saltorato, Patricia; Domingues, Larissa Cecília; Donadone, Julio Cesar; Neves Guimarães, Márcia Regina. From Stores to Banks: The Financialization of the Retail Trade in Brazil. **Latin American Perspectives**, v. 41, 2014, p. 110-128.

Sanchez, Jose Paulo de Ângelo; Donadone, Julio Cesar. Novas elites, velhas elites: a análise do comportamento organizacional sob a perspectiva das relações de poder. **Teoria & Pesquisa**, v. 20, 2011.

Useem, Michael. **Executive defense. Shareholder power and corporate Reorganization**. Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 1993.

_____. **Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America**. New York: Basicbooks, 1996.

Wigglesworth, Robin. Global passive assets hit \$15tn as ETF boom heats up, **Financial Times**, may 10 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/7d5c2468-619c-4c4b-b3e7-b0da015e939d?segmentid=acee4131-99c2-09d3-a635-873e61754ec6>. Acesso em 16 ago. 2021.

Recebido em 12/01/2022

Aceito em 17/05/2022

