



Ciências Econômicas

Pedro Henrique Soares de Oliveira

As causas e impactos das mudanças de estratégia das *tradings de commodities* desde a década de 1980

São Paulo

2025

Pedro Henrique Soares de Oliveira

**As causas e impactos das mudanças de estratégia das *tradings de commodities* desde a
década de 1980**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
programa de Graduação em Ciências Econômicas
como requisito parcial para obtenção do título de
Bacharelado em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Vinícius de Bragança Müller e
Oliveira

São Paulo

2025

De Oliveira, Pedro Henrique Soares.

As causas e impactos das mudanças de estratégia das
tradings de commodities desde a década de 1980

Pedro Henrique Soares de Oliveira – São Paulo, 2025.

29 f.

Trabalho de Conclusão de Curso – Insper, 2025

Orientador: Prof. Vinícius de Bragança Müller e Oliveira

Pedro Henrique Soares de Oliveira

**As causas e impactos das mudanças de estratégia das *tradings de commodities* desde a
década de 1980**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
programa de Graduação em Ciências Econômicas
como requisito parcial para obtenção do título de
Bacharelado em Ciências Econômicas

Orientador: Prof. Vinícius de Bragança Müller e
Oliveira

Banca Examinadora

Prof. Vinícius de Bragança Müller e Oliveira

Inspere

Prof. Dr. Marcos Sawaya Jank

Inspere

Resumo

Os principais objetivos desse trabalho são entender as razões que motivaram as diferentes mudanças de estratégia das grandes *tradings* de *commodities* desde o fim do século passado, e entender os impactos disso nos resultados das companhias e na dinâmica de outros setores, como o de infraestrutura no Brasil, por exemplo.

Analisando eventos históricos relevantes que impactaram o preço dessas *commodities* e/ou o resultado líquido das *tradings*, foram encontradas motivações claras para cada movimento de aquisição, cisão, venda de ativos ou foco de negociação dessas empresas.

Além disso, com base nos movimentos históricos e na situação atual do setor, foram analisadas as estratégias vencedoras para *tradings* em cada segmento de *commodity* e o potencial de consolidação no setor, em cada segmento.

Por fim, o ponto-chave que mais impactou o foco de atenção do setor foi a lucratividade das *tradings*, movida pelo patamar de preço das *commodities*, que motiva a verticalização para ativos de infraestrutura e logística, a fim de reduzir custos e expandir suas margens.

Palavras-chave: *Commodity tradings, estratégia, preços de commodity, tradings, commodities.*

Abstract

The main objectives of this paper are to understand the reasons which motivated the many strategy shifts from commodity tradings since the late 20th century, and examine the impacts of these changes in these companies' profitability, and in the dynamics of other industries, such as Brazilian infrastructure, for instance.

Looking into relevant historic events that have impacted commodity prices and the net income of the tradings, it could find a clear motivation for each acquisition, spin-off, asset sales or negotiation focus from these companies.

Moreover, based on the industry's history and the current context, the analysis was drawn towards which trading company strategies were successful in each commodity segment, and the potential for consolidation in the industry, in each commodity segment.

In conclusion, the key factor that impacted the industry's focus was the trading companies' profitability, resulting from the commodity prices level, which motivated their verticalization towards infrastructure and logistic assets, aiming to reduce operating costs and expand their margins.

Keywords: *Commodity tradings, strategy, commodity prices, tradings, commodities.*

Sumário

1. Introdução	6
2. Revisão de Literatura	10
3. Metodologia	12
4. Discussão e Resultados	14
5. Conclusões	25
6. Limitações	26

1. Introdução

O comércio de matérias-primas é fundamental para o desenvolvimento econômico global, se apoiando nas vantagens competitivas relativas de cada região em extrair cada tipo de produto especificamente abundante, e assim permitir a especialização e sofisticação da manufatura no mercado global.

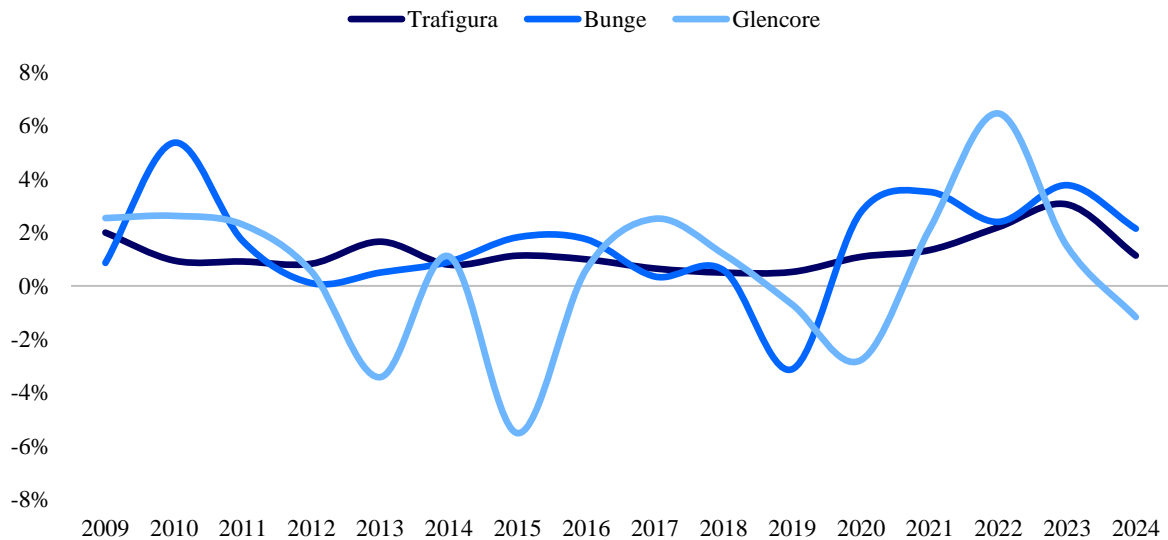
Mais profundamente, as chamadas *commodities* têm também um papel de reserva de valor, pois seu preço tende a acompanhar de maneira próxima a inflação. Um conhecido exemplo é o ouro, que não só é visto como reserva de valor (seu preço, em termos reais, pouco varia desde sua descoberta), mas também já foi usado em diversas civilizações como moeda de troca em si, ou lastro para a moeda em questão. Dessa forma, não só o ouro, mas também o petróleo, ou outras matérias, em menor grau, influenciam fortemente o equilíbrio do comércio global e das economias nacionais, porque sua flutuação de preço impacta diretamente a inflação percebida, e a balança comercial dos países exportadores e/ou importadores.

Nesse sentido, as *tradings* são agentes fundamentais na manutenção do equilíbrio dinâmico dos mercados de comércio internacional. Essas companhias agem arbitrando flutuações desproporcionais de preços, e assim reduzem oscilações de mercado, gerando liquidez para os mercados físicos e financeiros, e elevando a estabilidade do sistema de comércio global como um todo.

O modelo de negócios dessas empresas se baseia em comprar e vender *commodities*, como petróleo, aço, minérios, soja, entre outros. Assim, negociam, fisicamente ou por meio de contratos financeiros (até mesmo no mercado futuro, negociando preços em datas vindouras) esses bens, com expectativa de ganhos financeiros que podem ocorrer de duas formas: pela flutuação de preços dos itens (é possível ganhar com a queda de preço mediante uma estratégia de venda descoberta, por exemplo), e pela arbitragem entre as partes compradora e vendedora, tendo um ganho marginal ao solucionar distorções de preço de uma *commodity* em diferentes regiões do planeta.

É fato que, por não agregarem qualquer valor ao produto negociado, essas empresas tendem a ter margens reduzidas. Ainda que até o século passado, devido a maiores assimetrias de informação em diferentes partes do planeta, essas companhias conseguissem ser amplamente lucrativas, hoje, devido a avanços na tecnologia da comunicação, produtividade e extrativismo global e aumento da pressão competitiva, a estratégia e resultados dessas companhias têm mudado de maneira relevante.

Gráfico 1: Margem líquida de companhias do setor



Fonte: Relações com investidores

As atuais margens reduzidas nas companhias do setor, apesar de evidentemente justificadas com base na teoria financeira, nutrem um contraste com a base de ativos dessas companhias. Atualmente, tanto no Brasil quanto em outros países, grande parte dos terminais ferroviários, portuários, e até usinas de etanol são propriedade dessas grandes corporações. Isso levanta uma relevante dúvida com relação ao sentido estratégico de essas empresas deterem tantos ativos intensivos em capital, em um *business* que naturalmente deveria manter um balanço leve e com alta liquidez, por conta de suas reduzidas margens.

Não é trivial, inclusive, como se extraem sinergias desses ativos logísticos e de infraestrutura quando comparados com o resto da operação. Evidenciando a ausência de geração de valor para a cadeia produtiva, afinal essas empresas apenas comercializam as *commodities*, é essencial que para se manterem lucrativas, reduzam seus custos de logística, transporte e armazenamento. Como esses produtos são fisicamente densos e pesados, seu transporte e armazenamento não é simples, o que torna os processos ainda mais custosos. Sendo essas linhas algumas das mais relevantes dentre os custos do setor, é justificável a posse de ativos de logística, ainda que não óbvia.

Segundo a firma de consultoria Kearney, especialista em soluções logísticas e cadeias de suprimentos, em 2023 os custos logísticos incluindo transporte, depreciação de estoque e armazenagem tiveram um crescimento anual composto médio, nos 5 anos anteriores, de 9,2%. Número não só superior à inflação média no período, mas também superior ao crescimento nominal do PIB estadunidense, se usado como *proxy* para o crescimento das companhias no

país. Isso mostra que as despesas com logística nesse século têm se tornado muito mais representativas nos resultados das companhias globais, o que pode resultar em menores margens, algo crítico para modelos de negócio com essa característica já intrínseca.

Tabela 1: Crescimento anual composto dos custos logísticos nos EUA

Overview of 2023 USBLC figures (\$ billion)	2022	2021	2020	YoY 2022/2021	YoY 2022/2020	5-year CAGR
Transportation costs						
Full truckload	403.8	380.4	313.6	6.2%	28.8%	7.9%
Less-than-truckload	96.3	90.6	74.8	6.4%	28.8%	6.9%
Private or dedicated	395.8	373.5	304.5	6.0%	30.0%	8.0%
Motor carriers	896.0	844.5	692.9	6.1%	29.3%	7.8%
Parcel	217.3	207.5	181.0	4.7%	20.1%	13.7%
Carload	64.7	55.0	48.3	17.6%	33.9%	2.3%
Intermodal	34.5	29.4	26.2	17.6%	31.7%	10.5%
Rail	99.2	84.4	74.5	17.6%	33.1%	4.8%
Air freight (includes domestic, import, export, cargo, and express)	66.8	65.7	40.2	1.7%	66.3%	-2.9%
Water (includes domestic, import, and export)	36.4	30.7	25.7	18.4%	41.8%	1.4%
Pipeline	75.7	63.2	56.3	19.8%	34.4%	10.2%
Subtotal	1,391.4	1,296.0	1,070.5	7.4%	30.0%	7.6%
Inventory carrying costs						
Storage	218.5	185.1	154.1	18.1%	41.8%	9.5%
Financial cost (WACC x total business inventory)	313.0	164.5	123.3	90.2%	153.9%	15.4%
Other (obsolescence, shrinkage, insurance, handling, others)	227.8	149.8	118.9	52.0%	91.6%	12.7%
Subtotal	759.3	499.4	396.2	52.0%	91.6%	12.7%
Other costs						
Carriers' support activities	93.8	78.6	62.4	19.3%	50.3%	10.0%
Shippers' administrative costs	72.3	63.1	57.6	14.6%	25.5%	7.5%
Subtotal	166.1	141.6	120.0	17.3%	38.4%	8.9%
Total US business logistics costs	2,316.7	1,937.0	1,586.8	19.6%	46.0%	9.2%

Fonte: Kearney Consulting

Está claro que ao longo do tempo a dinâmica desse *business* sofreu mudanças, e hoje deve ser voltada à consolidação e modernização de sua logística, a fim de reduzir custos e manter a lucratividade. Uma das principais mudanças observadas, segundo a McKinsey, é a redução das assimetrias de informação, devido aos avanços na tecnologia de transmissão de preços e dados globais instantaneamente, assim extinguindo as oportunidades de arbitragem para as *tradings* (ASCHER; LASZLO; QUIVIGER; [s.d.]).

Uma derivada desse fator, resultante da maior disponibilidade e homogeneidade de informação acerca dos preços, oferta e demanda das *commodities*, é o significativo aumento na pressão competitiva, pressionando margens já mínimas. Isso pode ser, também, outro fator que motiva a verticalização do business em termos de logística: a busca por maiores margens, afinal essas empresas são a maior clientela das provedoras de serviços de transporte e armazenamento. Ou seja, existe sinergia entre uma *trading* de grãos adquirir ações de sua fornecedora de silos de armazenagem, por exemplo, e não pagar mais preços de mercado para o armazenamento de sua soja. Ao se tornar dona de sua própria infraestrutura, a *trading* passaria a arcar apenas com os custos de operação dos silos, e não mais com o *mark-up* dos fornecedores desse serviço, assim elevaria suas margens, resultado da redução de seus custos com armazenagem.

Outros fatores relevantes para as evoluções na estratégia do setor ao longo do tempo podem ser a elevação da necessidade de capital de giro, devido a inflação acumulada em longos períodos – no século passado um barril de petróleo *brent* custava em torno de US\$ 40, hoje o mesmo pode chegar a mais de US\$ 100 – e as mudanças regulatórias, impactando a disponibilidade de crédito (consequente, também, da queda estrutural de taxas de juros globais), e a gestão de capital e aversão ao risco dessas companhias.

2. Revisão de Literatura

Commodity trading at a strategic crossroad

O *paper* foca nas principais tendências observadas no setor atualmente. Inicialmente, destaca-se o desenvolvimento tecnológico, que aumentou a homogeneidade de distribuição da informação sobre preços, oferta e demanda, e como isso elevou a pressão competitiva e sofisticou a assertividade dos produtores em se aproximar do preço máximo que garantiria seus ganhos.

Como consequência, para se manterem lucrativas, as *tradings* precisam tomar mais riscos e/ou empregar mais capital. Com relação ao risco, observam-se hoje medidas de controle regulatório sobre a negociação de instrumentos financeiros derivativos (ferramentas relevantes para as *tradings* negociarem preços futuros ou se protegerem via *hedge*, por exemplo). Apesar de contrabalanceado pela maior disponibilidade de capital hoje, devido ao desenvolvimento dos mercados de capitais e redução estrutural das taxas de juros ao redor do mundo, ainda assim o crédito bancário sofre restrições regulatórias por não poderem se expor ao risco elevado empregado atualmente pelas *tradings*, a fim de elevar seus resultados líquidos.

Não só a disponibilidade de capital se elevou, como também a necessidade do mesmo. As companhias do setor sofreram um aumento relevante na necessidade de capital de giro por conta, majoritariamente, da inflação global – a aquisição de um grande carregamento de barris de petróleo, por exemplo, se elevou em US\$ 80 milhões.

O estudo observa também a elevação na posse de ativos *upstream*, ou seja, de extração de *commodities* e logística por parte das companhias do setor. Isso se dá por uma necessidade de elevar suas margens, pressionadas pela competição mais intensa, o que favorece aquisições, por exemplo, de fazendas produtoras de soja por *tradings* de grãos – originando seus próprios grãos, não precisam mais pagar pela margem de lucro do produtor agrícola – o que eleva suas margens por meio da verticalização do *business*. O mesmo se observa em ativos de transporte e armazenamento.

Para o futuro, o *paper* observa a necessidade de redução de custos pelas companhias do setor, para proteger as reduzidas margens; o fortalecimento de seus balanços em ativos *asset-heavy*, como os de logística, armazenamento e extração, e o aumento de acessos ao mercado de capitais, via IPOs e emissões de dívida, pelas companhias do setor, para reduzir sua dependência de crédito bancário.

The dawn of a new order in commodity trading

O *paper* inicia a discussão sobre recentes fusões de grandes companhias de *trading* de *commodities*, como a fusão de US\$ 80 bilhões da Glencore e da Xstrata. Os autores veem esse movimento como defensivo, reforçando uma importante tendência do setor: a criação de opcionalidade.

A opcionalidade se define como a segurança de poder comprar *commodities* no momento que for mais oportuno, e vender para quem for mais vantajoso, sem ter a necessidade de girar a carteira com frequência, e se manter preso ao *timing* e localização dos mercados consumidores. Para desenvolver opcionalidades, ou seja, mais opções de quando e onde negociar, o estudo sugere duas estratégias principais: estar presente em mais segmentos de *commodities* (agrícolas, minerais, e petróleo, por exemplo), e em mais regiões do planeta. A fusão das duas gigantes citadas anteriormente satisfazem ambas as estratégias, e por isso o caráter defensivo argumentado pelo estudo.

Estar presente em mais países, garante que a companhia não se verá presa aos desequilíbrios de oferta e demanda de uma localização específica, e poderá aproveitar as vantagens comparativas de cada localização para negociar mais e diferentes *commodities*. Assim, o *business* de *trading* é naturalmente global.

Por fim, o estudo observa uma correlação entre a dependência em ativos próprios (calculado como o valor de ativo imobilizados como % da receita), e a lucratividade (calculada como a margem líquida). Assim, ele observa que as companhias que não são *traders* puras, e sim produtoras (portanto têm um negócio verticalizado, originado a própria *commodity* negociada), tendem a ter margens significativamente mais elevadas. Dessa forma, concordando com o estudo da McKinsey, onde é ressaltada a tendência de verticalização das *tradings*, adquirindo ativos próprios de extração e logística desses produtos.

3. Metodologia

3.1. Período Analisado

Inicialmente, para definir o período analisado, foi definido um espaço temporal abrangente que cobrisse simultaneamente as diferentes perspectivas de modelo de negócio das companhias do setor, mas também eventos históricos como os choques do petróleo, o superciclo de commodities no início do século XXI, e as guerras no Oriente Médio, sendo esses exemplos de eventos que impactaram significativamente as condições de oferta e demanda de *commodities*, e assim adicionaram volatilidade a seus preços. Por isso, foi definido a década de 1980 até os dias atuais, de forma que também possam ser traçados paralelos com a pandemia do Covid-19 e a recente guerra da Rússia contra a Ucrânia, impactando o fornecimento de *commodities* agrícolas e petróleo para o ocidente.

3.2. Obtenção de Dados

A construção de uma base de dados se deu por meio de plataformas de informações sobre ativos financeiros, como a Bloomberg e o Factset, para extrair preços históricos de *commodities*, volume negociado, contratos futuros, taxas de juros e inflação globais e câmbio.

Com relação às comunicações públicas da gestão das *tradings*, foi utilizada uma amostra de companhias listadas, que têm fatos relevantes e relatórios anuais publicados há tempo suficiente para serem extraídas informações acerca da estratégia e gestão. Algumas companhias listadas no setor, portanto com informações públicas e resultados auditados (para entendimento da performance financeira e rentabilidade resultante de cada estratégia) são a Bunge, ADM, Cargill, Glencore e BP, por exemplo.

Com base nessas fontes, podemos estabelecer relações de causa e consequência entre flutuações nos preços e volume negociado de *commodities*, e as condições econômicas e políticas globais, além de entender os impactos disso nos resultados, e como consequência, nas estratégias das *tradings* que tiverem informações públicas.

Para fins de análise e exemplificação, foram observados, principalmente, os movimentos de três *tradings* específicas: Trafigura, uma das maiores *tradings* de óleo e gás globais, portanto representando esse segmento; Glencore, grande *trading* de minérios global, representando o segmento; e a Bunge, focada em *commodities* agrícolas, e representando esse segmento.

Além disso, foram consultados livros de análise econômica e sobre *tradings* e comércio, como o *Merchants of Grain* (1979), de Dan Morgan, e *World for Sale* (2021), de Javier Blas e

Jack Farchy. Também foram consultados relatórios históricos de entidades relacionadas ao comércio global, como a *U.S. Department of Agriculture*, a OCDE, OMC, o BNDES e o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento.

Por fim, foram consultados pontualmente jornais como *The Guardian*, *Reuters* e *Financial Times* para obter visões opinativas sobre acontecimentos relevantes na indústria em questão.

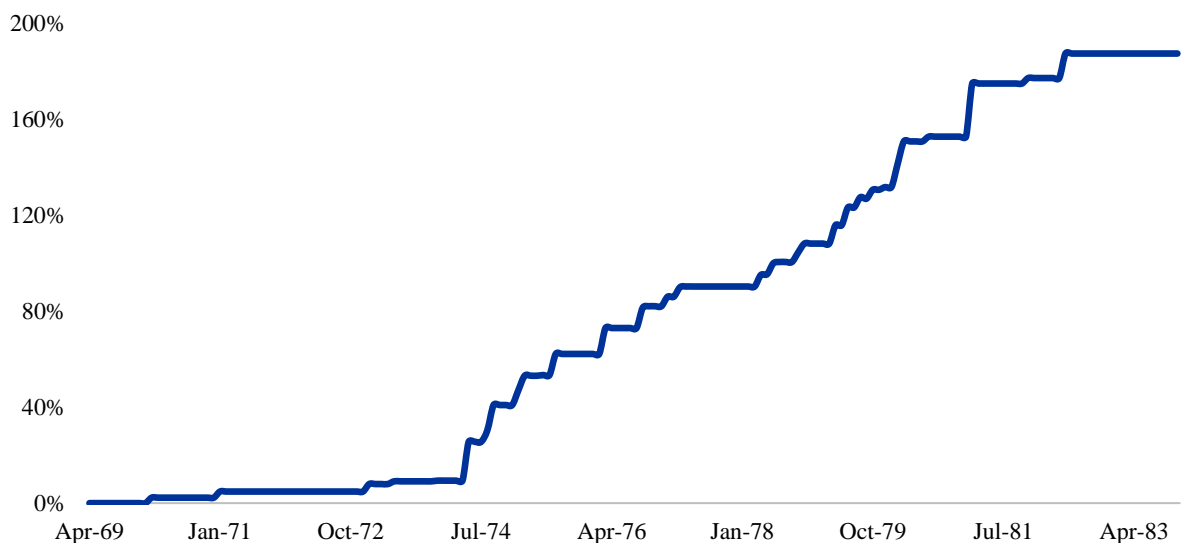
4. Discussão e Resultados

4.1. Mercado de Minérios

Para reconstruir a história do mercado global de minérios, faz sentido partir da fundação da Glencore, maior *player* nesse segmento em termos de receita há duas décadas. Fundada em 1974, sucedendo outra *trading* chamada Marc Rich & Co., a companhia se envolveu em escândalos antes mesmo de completar uma década de operação: segundo o jornal The Guardian, a Glencore quebrou embargos internacionais para vender *commodities* à Líbia durante o regime ditatorial de Muammar Gaddafi, ao Chile sob Pinochet, e à África do Sul durante as sanções internacionais que levaram ao fim do regime do *apartheid* (The Guardian, 2015).

A vantagem para a *trading* residia na venda com ágio relevante desses produtos aos mercados embargados, que por estarem fechados ao comércio internacional, viam uma oferta reduzida e pagavam prêmio sobre o preço dos minérios e petróleo. O caso da África do Sul é especialmente representativo, dado que o país já era, na época dos embargos, um dos maiores produtores globais de minérios como ferro, manganês, cromo, carvão e platina. Sendo assim, a compra, por empresas sul-africanas, de minérios adicionais advindos do mercado externo se torna ainda mais negativa para o país, que perdeu o benefício do *rally* dos preços de minérios (parcialmente motivado pela própria restrição de oferta vinda da África do Sul) enquanto encarava o ônus de pagar mais caro pelos mesmos.

Gráfico 2: Variação do preço global do minério de ferro (com base em abr/1969)



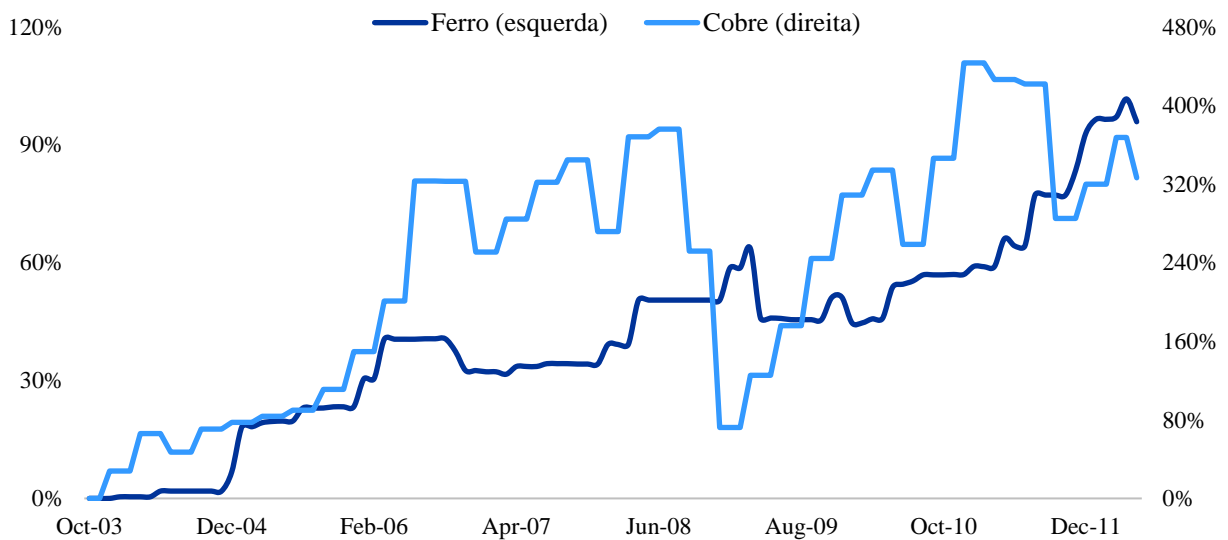
Fonte: FRED

Frente a essa alta relevante nos preços dos minérios, a Glencore viu um crescimento acelerado de seu faturamento, acumulou caixa, e adquiriu em 1987 dois terços do capital social de sua primeira mina de chumbo e zinco, no Peru, e uma siderúrgica de alumínio chamada Mt Holly, nos EUA, assim verticalizando sua operação e reduzindo os riscos de estar na ponta errada do próximo *boom* de *commodities* minerais.

Posteriormente, se sucederam outras aquisições relevantes de minas, como a compra de uma participação minoritária na Südelektra AG (posteriormente Xstrata) e a compra da Prodeco, na Colômbia, importante produtora de carvão.

Entre 2003 e 2012, os minérios novamente tiveram uma alta relevante, o que favoreceu o acúmulo de capital da Glencore, que se beneficiou fortemente dessa alta e novamente utilizou seu caixa e valor de mercado adicionados para executar outras transações relevantes: primeiro uma fusão com sua coligada Xstrata, uma das maiores mineradoras de carvão, cobre, níquel e zinco do planeta, que na época da transação (2011) tinha um valor de mercado semelhante ao da Glencore, que ofertou uma “fusão de iguais”, ou seja, pagamento em ações. A transação só seria concluída em 2013, e assim a Glencore se consolidaria como uma das maiores mineradoras do mundo, em adição a sua posição de liderança no setor de *trading*. Originando sua própria matéria-prima, o risco que a companhia passa a sofrer pela variação dos preços no mercado é extremamente mitigado.

Gráfico 3: Variação dos preços globais dos minérios de ferro e cobre (com base em out/2003)

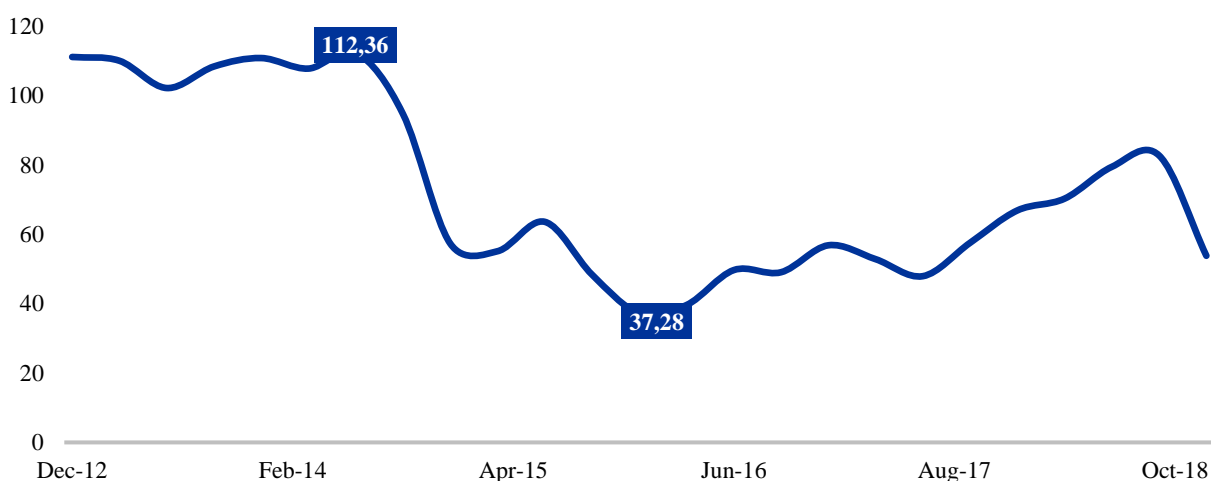


Fonte: FRED

Além disso, a Glencore adquiriu outra *trading*, porém no setor de grãos: a canadense Viterro. Pelas palavras do presidente do conselho da companhia, Simon Murray, a transação seria de suma importância para a diversificação do portfólio de produtos da Glencore, que então fortaleceria sua atuação em grãos, e também para a diversificação geográfica, que somaria uma atuação relevante na Austrália. Fazendo parte de um *business* naturalmente global, em linha com o relatório da McKinsey, a estratégia das companhias de *trading* de minérios tem sido focada principalmente na verticalização, mas também diversificação global e de produtos, o que será também observado em outros segmentos de *commodities*.

A partir de 2013, até 2018, a economia chinesa passou a apresentar sinais de desaceleração. Sendo o aço um dos principais insumos para a economia chinesa, que se baseia fortemente na construção civil, o preço dos minérios (especialmente ferro) e do petróleo sofreram grave redução – o que impactou os resultados da Glencore e elevou seu endividamento, agravado pelas aquisições recentes. Como solução, os executivos da companhia resolveram se desfazer de parte da Viterro para os fundos canadenses CPPIB e BCI. Posteriormente, em 2023, sairiam por completo do investimento nos mercados de agronegócio, e assinariam a venda total da Viterro para a Bunge, que é focada nesse segmento. Concluindo, se provou eficiente a diversificação geográfica, mas não a de segmentos de atuação (como visto pelo investimento mal-sucedido da Glencore na Viterro), e não se observou foco em ativos logísticos por empresas do segmento de minérios, nem intenção de investir significativamente em logística, em nenhum período da análise. Venceu, portanto, a estratégia que continha presença global e verticalização de seu portfólio, que foi influenciada pelo cenário macroeconômico internacional.

Gráfico 4: Preço do barril de petróleo *brent* entre 2013 e 2018 (US\$/bbl)



Fonte: Bloomberg

4.2. Mercado Agrícola

O agronegócio está intimamente relacionado ao desempenho econômico brasileiro. Somada a sua importância à competitividade líder do país, temos protagonismo nos exemplos de estratégia das *tradings*, especialmente no que tange a ativos de logística. A demanda por exportação de grãos fomentou o desenvolvimento de silos de armazenamento (dado o ciclo das safras) e de terminais nos modais ferroviário, portuário e de cabotagem, e mesmo assim grande parte da produção é escoada pelas rodovias, tamanha é a produção no interior do país.

Um *player* essencial para compreender a evolução da trajetória dos produtos agrícolas no Brasil é a Bunge. Fundada em 1818, em Amsterdã, começou a operar no Brasil apenas em 1905, com um moinho de trigo em Santos. De fato, o processamento de alimentos é muito mais barato (em termos de Capex) que o refino de petróleo ou siderurgia. Por isso, é esperado que *tradings* do segmento agrícola buscassem elevar suas margens agregando valor à cadeia ao processar seus produtos agrícolas (vide a moagem de trigo como porta de entrada da Bunge no Brasil). Outro conhecido exemplo é o processamento de oleaginosas da Cargill, que hoje está entre os líderes nas vendas de óleos vegetais no Brasil.

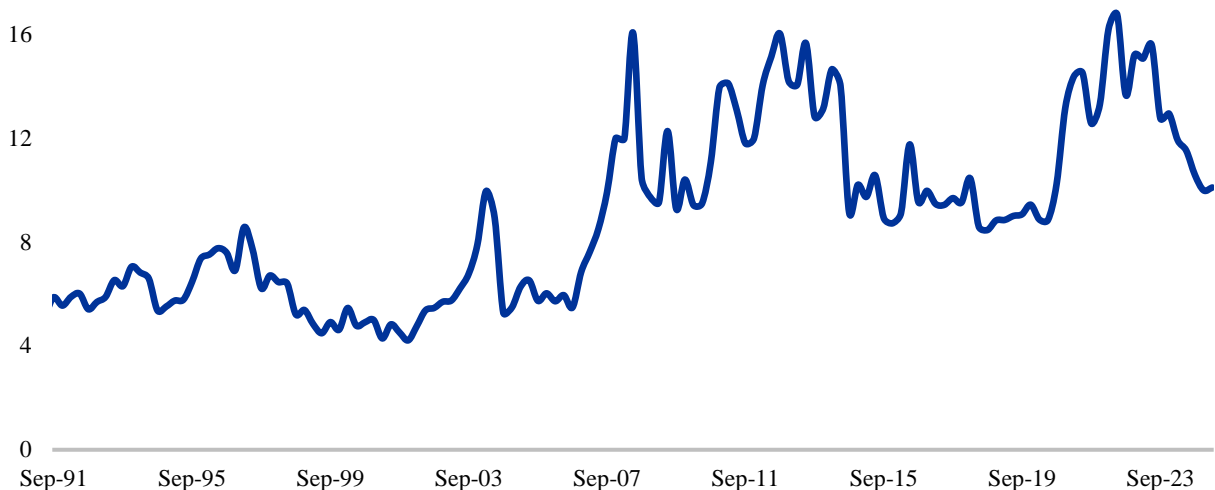
Desde 1997, com a aquisição da Ceval, a Bunge já era líder nas vendas de óleos vegetais no Brasil, e líder na produção e venda de fertilizantes na América do Sul. Somente a partir de 2001, no entanto, esse passou a ser o foco absoluto de suas operações. Em seu relatório anual de 2001, a Bunge destaca uma nova tendência no setor agrícola: a verticalização. Citam, inclusive, a necessidade de verticalização não só para a ponta produtiva, mas também para a distribuição de seus produtos, pois “controlar os custos é fundamental [...] assim a companhia pode simultaneamente garantir o acesso a matérias primas e reduzir suas despesas logísticas”.

Segundo o BNDES, a exportação da soja oriunda do Mato Grosso mais que triplicou entre 1996 e 1998, e quase quadruplicou entre 1998 e 2002, fazendo com que o estado se tornasse o maior exportador de grãos do país em 2001, posição que mantém até hoje. Com as novas concessões ferroviárias (e a privatização da malha ferroviária paulista, em 1997, que posteriormente seria concedida à atual Rumo Logística), foi fomentado um aumento expressivo na utilização do porto de Santos, que recebeu fortes investimentos de expansão de capacidade. A título de ilustração, a representatividade do porto de Santos dentre toda a soja exportada pelo Mato Grosso passou de 8%, em 1996, para mais de 53% em 2002.

A partir disso, o país estava preparado para receber o *boom* no preço das *commodities* agrícolas do início do século XXI, que teria impactos positivos geracionais nas contas públicas e no desenvolvimento econômico brasileiro. Adicionalmente, as *tradings* — notadamente

Amaggi, Bunge, Cargill e ADM — já dominavam as exportações do país e eram responsáveis por mais de 80% da soja exportada pelo Mato Grosso No relatório anual de 2001, a Bunge afirma ser a maior companhia consumidora de serviços logísticos no Brasil, e demonstrava otimismo com o setor nos anos seguintes.

Gráfico 5: Preço do *bushel* de soja (US\$/bu)



Fonte: Bloomberg

Em meio a um período extenso de alta do preço da soja (e de outras *commodities* agrícolas), entre 2002 e 2014, a alta lucratividade e acúmulo de caixa das *tradings* começou a ser direcionado a mais investimentos. Em 2003, foi inaugurado o terminal de grânéis sólidos da Cargill, no porto de Santarém, no Pará, para exportação dos grãos originados no Mato Grosso. Esses grãos são transportados por caminhões até o porto de cabotagem de Miritituba (Pará) para então serem escoados a Santarém.

Dentre outros exemplos, destaca-se o investimento de R\$ 440 milhões feito pela Bunge, Amaggi e ALL (atual Rumo Logística) no Terminal Graneleiro do Guarujá, que foi inaugurado em 2007 com capacidade de movimentação de 3,5 Mtons de grãos por ano (atualmente possui capacidade de 9 Mtons/ano). Assim, sem dúvidas, a estratégia de verticalização da cadeia produtiva das *tradings* agrícolas se consolidava, indo desde a originação dos grãos, até o processamento e logística de exportação, realizando o planejamento feito em 2001 pela diretoria da Bunge, muito beneficiado pelo ótimo momento para os preços dos grãos.

Com essa infraestrutura logística e a verticalização de manufatura já consolidados, a partir do próximo ciclo de alta das *commodities* agrícolas, em 2019, não havia muito espaço

restante para verticalização das companhias no setor. O porto de Santos já estava sobrecarregado, e as expansões de capacidade dos terminais graneleiros, como o T16 e T19, por exemplo, não acomodariam toda a demanda adicional que viria do novo ciclo de alta do preço dos grãos. Por isso, era importante que as companhias exportadoras de grãos tivessem participação acionária nos terminais graneleiros para garantir suas vendas ao mercado externo.

Assim, observou-se um aumento na atividade de fusões e aquisições. O período de lucratividade e acúmulo de caixa do período entre 2019 e 2023 possibilitou movimentos agressivos de consolidação a partir da queda dos preços dos grãos (ilustrados pelo preço da soja). Em 2023, a partir da crise da Glencore, a Bunge adquiriu a Viterra (*trading* do segmento agrícola), em um movimento de US\$ 30 bilhões, que a posicionava como a maior *trading* de *commodities* agrícolas do planeta, avançando significativamente na consolidação do setor.

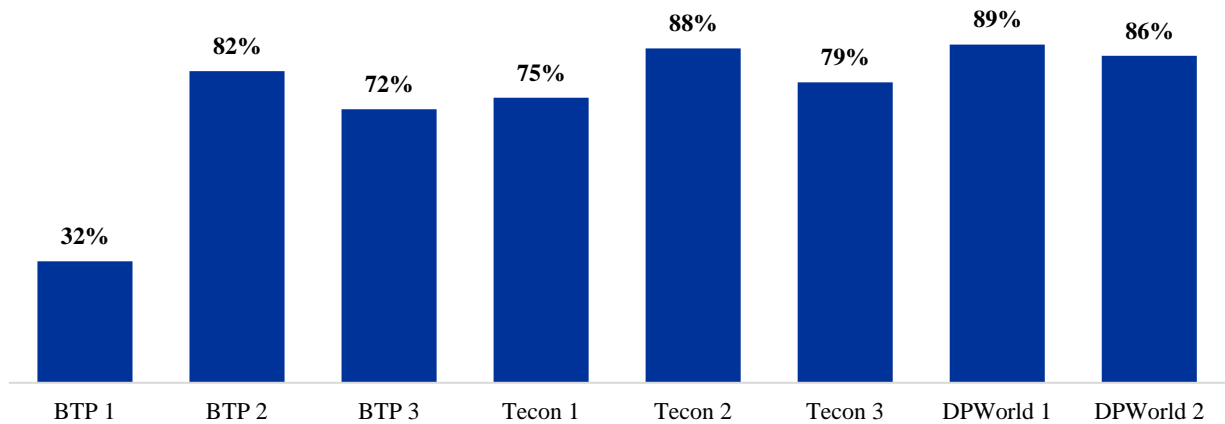
Em 2018, a ADM já havia abordado a Bunge sobre uma possível oferta de aquisição. Na época, a ADM tinha um valor de mercado de US\$ 22 bilhões, mais que o dobro dos US\$ 9 bilhões em que a Bunge estava avaliada. Embora as conversas não tenham avançado, esse movimento indicava uma possível tendência de consolidação no setor.

Por fim, para reforçar sua estratégia de verticalização, a Bunge adquiriu, da Rumo Logística, 50% de participação acionária no terminal T39 do porto de Santos por cerca de R\$ 600 milhões, em 2024.

A Rumo possui, atualmente, um plano de expansão da malha ferroviária para o interior do Mato Grosso, levando as ferrovias até Lucas do Rio Verde. Isso tende a aumentar ainda mais o fluxo de grãos originados no Mato Grosso e transportados até o porto de Santos, o que justifica o investimento da Bunge em ampliar sua capacidade de escoamento no maior porto do país, o qual enfrenta problemas de sobrelotação.

O Brasil, apesar de líder em exportações no mercado agrícola, enfrenta uma ineficiência para escoamento de seus produtos: grande parte das colheitas é feita no interior do país, e não existem ainda maneiras eficientes de levar essa produção aos portos. A expansão da Malha Norte, pela Rumo, deve melhorar consideravelmente essa questão, mas os portos (em especial Santos) estão frequentemente ocupados acima de sua capacidade. A aquisição de terminais portuários de granel sólido pelas *tradings* garante que terão capacidade de embarcar seus grãos nos navios exportadores, porém nem todas possuem terminais próprios.

Gráfico 6: Taxa de ocupação dos berços de carga containerizada no Porto de Santos em 2024 (%)



Fonte: Estudo de Mercado do leilão do Tecon STS-10, Antaq

Dessa forma, conclui-se que a estratégia de verticalização foi imperativa para o sucesso das *tradings* do segmento agrícola durante todo o período analisado, evitando gargalos logísticos e ampliando sua competitividade, assim como evidenciado pelo posicionamento visionário da diretoria da Bunge, em 2001. Com isso, as companhias aproveitaram mais eficientemente os períodos de alta no preço dos produtos agrícolas, e puderam ter um posicionamento mais agressivo quando surgiram oportunidades de consolidação no setor.

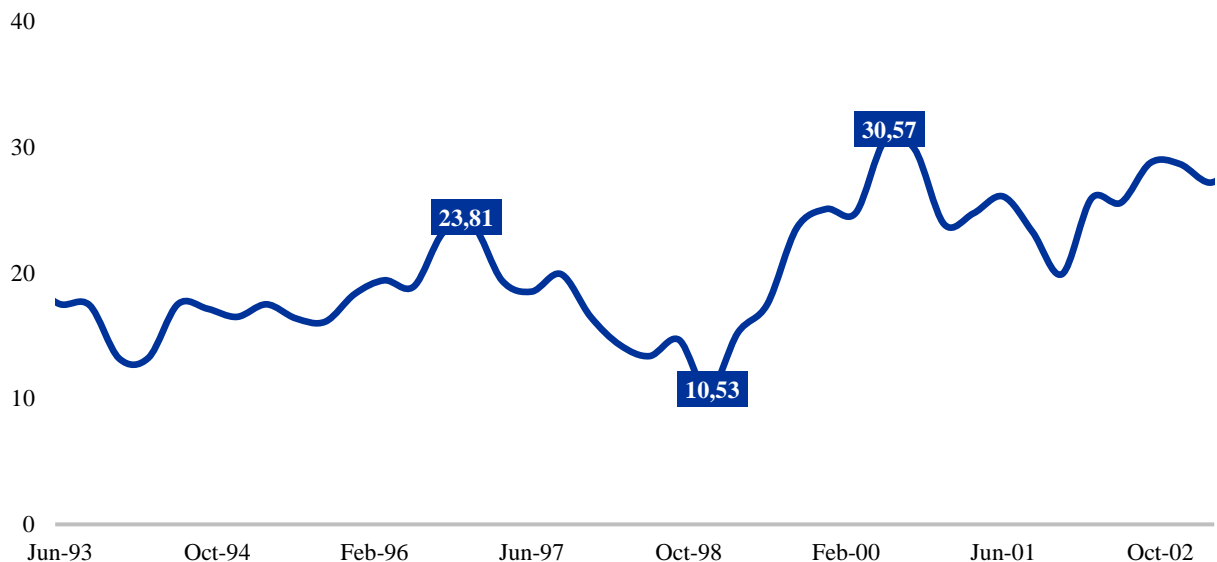
Historicamente, os produtos agrícolas não foram impactados de forma evidente por eventos geopolíticos, e apresentaram certa estabilidade, o que guiou os movimentos estratégicos das *tradings* baseados apenas no patamar de preços e acúmulo de caixa. Para o futuro, é possível antecipar mais movimentos de fusão e aquisição de ativos de logística, especialmente ligados à exportação de grãos, e se intensificando após a conclusão da expansão da malha ferroviária até o interior do Mato Grosso. Também pode-se esperar movimentos pontuais de consolidação no setor, conforme vêm acontecendo desde 2018, com a oferta da ADM pela Bunge, e a posterior fusão da Bunge com a Viterra.

De maneira geral, pode-se afirmar que em períodos de alta no preço dos grãos as *tradings* acumularam caixa e direcionaram seus investimentos a expansão logística, como a construção de terminais portuários e aquisição de participação em terminais já existentes, para garantir sua competitividade frente ao bom momento do setor. Em momentos de baixa nos preços dos grãos, no entanto, se intensificaram movimentos de consolidação, com o objetivo de ganhar escala e preservar margens em períodos de receita reduzida. Esse ciclo de “alta nos preços da soja levando a maior Capex em ativos de logística, e baixa nos preços da soja levando a consolidação via M&A” evidencia a estratégia anticíclica vencedora dessas companhias.

4.3. Mercado de Petróleo

O mercado global de petróleo apresenta forte correlação com eventos históricos, e empresas consolidadas que já dominam o setor há muito tempo. Um bom ponto de partida é a história da Trafigura, *trading* de óleo e gás, que foi fundada em 1993 por um grupo de executivos da Marc Rich & Co, companhia que precedeu a formação da Glencore. Durante o período turbulento de 1979 a 1981 no Irã, Marc Rich contornou as sanções aplicadas ao país em meio à crise dos reféns para vender petróleo iranianos aos países ocidentais por um preço elevado, o que foi julgado criminoso pela justiça americana.

Gráfico 7: Preço do barril de petróleo *brent* entre 1993 e 2002 (US\$/bbl)



Fonte: Bloomberg

A experiência dos executivos fundadores da Trafigura foi fundamental para que a *trading* se beneficiasse de um movimento elástico nos preços do petróleo: entre 1996 e 1998, o valor do barril caiu pela metade, movido parcialmente pela crise nos países asiáticos, que reduziu a demanda pela *commodity* e acendeu um alerta na economia global. Nos anos que sucederam essa queda, a Trafigura concluiu dois movimentos estratégicos fundamentais para seu sucesso futuro. Em 1999, se tornou a primeira empresa a obter uma licença para vender petróleo do Sudão internacionalmente, arbitrando um monopólio internacional temporário sobre as numerosas reservas do país. Em 2000, adquiriu uma participação majoritária na distribuidora de combustíveis Puma Energy, verticalizando sua operação e permitindo à Trafigura controlar não só o comércio, mas a logística e a distribuição de produtos derivados

do petróleo, estabelecendo uma base sólida para capturar os lucros resultantes da alta de quase 200% da *commodity* até 2002.

Entre 2005 e 2008, o barril de petróleo *brent* sofreu uma das maiores apreciações da história, atingindo US\$ 140, movido pela aceleração da economia global, e consequentemente da demanda. Brevemente interrompida pela crise financeira de 2008, essa trajetória se manteve até 2014, quando se reverteu devido à crise na China. Durante esse prolongado período, as *tradings* acumularam caixa suficiente para investir em ativos de logística e armazenamento de petróleo.

Gráfico 8: Preço do barril de petróleo *brent* entre 2005 e 2025 (US\$/bbl)



Fonte: Bloomberg

Em antecipação ao início do ciclo de alta, a Vitol, *trading* de petróleo fundada nos Países Baixos, adquiriu terminais de armazenamento e transbordo de petróleo em Roterdã e Amsterdã, e concentrou esses investimentos em uma nova subsidiária, chamada VTTI. Entre 2006 e 2010, a subsidiária construiu terminais nos Emirados Árabes, Flórida, Nigéria, e adquiriu outros na Bélgica e Quênia. O racional para a criação dessa nova plataforma de investimentos em armazenamento e transbordo foi a verticalização das operações da Vitol, e a adição de opcionalidade que permitiria a companhia comprar e vender a matéria-prima em momentos oportunos de mercado, e armazená-la sem custos adicionais.

Após a queda nos preços do petróleo, em 2014, a Trafigura alterou sua estratégia para focar na diversificação de segmentos, inicialmente investindo em *commodities* minerais. Junto ao Mubadala, fundo soberano dos Emirados Árabes, completou as aquisições de minas de

cobre, zinco e chumbo na Espanha, uma mina de ferro em Minas Gerais, no Brasil, e o Porto Sudeste, focado na exportação de minérios, no Rio de Janeiro, sendo os dois últimos vendidos por Eike Batista. Após o desenvolvimento de outros projetos e aquisições no segmento de mineração, o faturamento vindo de minérios representa hoje, em média, 30% do faturamento total da Trafigura. Apesar dessa diversificação não ser considerada fracassada, tal qual o avanço da Glencore sobre as *commodities* agrícolas, o segmento de minérios da Trafigura tem uma margem operacional significativamente inferior ao segmento de petróleo, ou seja, tem se mostrado menos lucrativa e mais próxima de apresentar prejuízos. Com isso, pode-se argumentar que focar no segmento em que a *trading* já possui ativos, escala e *know-how* ainda é uma estratégia dominante.

Seguindo o exemplo da Trafigura, para as *tradings* de petróleo a diversificação para outros segmentos se mostrou mais presente que em outros mercados de *commodity*, especialmente devido à tendência global de transição energética, focando em fontes de energia limpa e preterindo o petróleo. Esse é o atual foco do setor, tanto para capturar um mercado relevante de energia limpa, quanto para se protegerem da possível queda na demanda de energias poluentes, como a derivada do petróleo, no longo prazo. Exemplos foram o investimento da Trafigura na Morgen Energy, em 2021, que desenvolve projetos de hidrogênio verde na Europa, a formação de outra *joint-venture* com o fundo IFM Investors, estabelecendo uma companhia chamada Nala Renewables, que possui parques de geração de energia eólica e solar, e a recente aquisição da GreenEnergy, que gera e distribui bioenergia no Reino Unido e Países Baixos.

Outro investimento relevante da Trafigura foi a formação de uma *joint-venture*, ou seja, uma subsidiária na qual eles detêm 50% das ações, em parceria com o fundo de infraestrutura australiano IFM Investors. Essa *joint-venture*, chamada Impala Terminals, concentra todos os investimentos mais recentes da *trading* em terminais portuários de grãos líquidos (petróleo), e armazenagem.

A Trafigura também investiu em logística na Angola, sendo investidora da operadora ferroviária da estrada de ferro de Lobito, que ganhou a concessão para modernizar o transporte dos metais, em especial cobre, minerados na África Central, por todo o país até a fronteira com a República Democrática do Congo. Assim, expandindo sua atuação para um serviço na qual a própria companhia se beneficia, dada sua presença no *trading* de minérios na região.

É importante notar que em nenhum momento na história recente houve uma tendência de investimento em ativos de extração de petróleo, com exceção de um avanço da Vitol sobre campos de petróleo na Costa do Marfim e no Congo, onde eles já atuam e possuem concorrência

limitada. Isso ocorre porque a vertical de extração de petróleo, em especial offshore, se torna competitiva apenas com grande escala. A extração de petróleo incorre em imensos custos fixos, que são diluídos com eficiência operacional (dependente de *know-how* no segmento) e com a operação de diversos poços próximos, assim possibilitando o compartilhamento de plataformas e dutos de transporte – estratégia chamada de *tieback*. Por isso, as *major oils*, ou grandes petroleiras integradas, tendem a dominar o setor de extração, e as *tradings* não se verticalizaram com ênfase nesse segmento ainda.

5. Conclusões

Com base nas discussões acerca das empresas atuantes em cada segmento de *commodity*, pode-se concluir que uma tendência comum a todas é a verticalização para o transporte, armazenamento e logística de seus produtos. Em todos os segmentos, foram identificados exemplos de investimento em infraestrutura que potencializam o acesso das *tradings* ao mercado e reduzem seus custos operacionais com a logística de terceiros, assim elevando suas reduzidas margens de lucro.

Além disso, foi identificada a necessidade da diversificação geográfica em todos os segmentos, para que as *tradings* possam acessar mais mercados (tanto produtores quanto consumidores) e se proteger de riscos específicos à demanda de cada região. Por fim, também foi observada de forma possivelmente embrionária uma tendência de consolidação entre *players* do mesmo segmento, especialmente devido às vantagens de escala. Essas tendências devem ser observadas de maneira cada vez mais frequente no futuro.

De maneira específica, no mercado de minérios, foi notada a vantagem de se investir em ativos de extração, mas uma grande desvantagem em se diversificar os segmentos de atuação. Isso contrasta com o mercado de petróleo, onde se observou o apetite para a diversificação para outros segmentos de *commodities*, principalmente devido à macro-tendência de transição energética global, mas não foi observado o investimento em ativos de extração, que foi percebido como não vantajoso para as *tradings*.

No Brasil, espera-se uma intensificação no apetite das *tradings* de *commodities* agrícolas e minerais para investimentos e aquisições no setor de logística e infraestrutura. Após a conclusão da expansão da malha ferroviária para Lucas do Rio Verde, no interior do Mato Grosso, os portos, já sobrecarregados, demandarão ainda mais investimentos, e é interesse das *tradings* não perder o acesso ao mercado exportador, e por isso veremos mais investimentos dessas companhias.

Por fim, a principal causa identificada para o *timing* desses investimentos foi o patamar do preço das *commodities*, e de maneira análoga a demanda pelas matérias-primas. Com a alta nos preços desses produtos, as companhias acumularam lucros e investiram na construção e aquisição de ativos de logística. Com a baixa nos preços desses produtos, foram observados movimentos pontuais de consolidação, mas pouco frequentes e malsucedidos.

6. Limitações

Não foram analisados os impactos da variação de custo de capital ao longo do tempo: espera-se que períodos de alta de commodities, quando causados pela elevação da demanda e atividade econômica, tenham simultaneamente menores taxas de juros globais, e consequentemente menor custo de capital, o que favorecem o investimento e a atividade de verticalização ou expansão das *tradings*.

Além disso, a alta no preço das *commodities* é um vetor de inflação importante para os países, o que em si já motiva uma alta nas taxas de juros, e consequentemente custo de capital. O fato de esses pontos não terem sido levados em consideração na análise da estratégia das *tradings* pode ter gerado uma percepção tardia do *timing* de cada investimento, não associando o patamar de preços das *commodities* ao período exato em que a decisão foi tomada pela diretoria das companhias.

Também não foi analisado o impacto do custo de capital sobre o endividamento das *tradings*, e nem o patamar de endividamento e liquidez em cada período para permitir, atrasar ou impedir o investimento em verticalização, logística ou expansão. Com essa análise, outros fatores como o patamar de juros poderiam influenciar no *timing* da decisão de investimento das *tradings*, mas não na direção da estratégia. Por isso, não haveria mudança substancial na tese.

Referências

ASCHER, J.; LASZLO, P.; QUIVIGER, G. **COMMODITY TRADING AT A STRATEGIC CROSSROAD, McKinsey Working Papers on Risk.**

MEERSMAN, S.; SHARP, G. **THE DAWN OF A NEW ORDER IN COMMODITY TRADING, Risk Journal.** Disponível em:

<https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2012/The_dawn_of_a_new_order_in_commodity_trading.pdf>.

PIRRONG, C. **THE ECONOMICS OF COMMODITY TRADING FIRMS, Trafigura Reports.**

FALLY, T.; SAYRE, J. **COMMODITY TRADE MATTERS, National Bureau of Economic Research.**

ZIMMERMAN, M.; SONTALIA, B.; BROGAN, J.; ACAR, K. **THE GREAT RESET, CSCMP State of Logistics Report 2023, Kearney Consulting.**

PANTLAND, W. **SPECIAL REPORT: GLENCORE, THE COMMODITIES GIANT WITH NO SOUL.**

GLENCORE'S TURBULENT HISTORY: A TIMELINE, The Guardian. Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2015/sep/28/glencore-turbulent-history-a-timeline>>.

PASIN, J. A. B. **A LOGÍSTICA DE EXPORTAÇÃO DA SOJA EM GRÃOS DE MATO GROSSO, BNDES.** Disponível em:

<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/12136/2/RB%2027%20A%20Log%C3%ADstica%20de%20Exporta%C3%A7%C3%A3o%20da%20Soja%20em%20Gr%C3%A3os%20de%20Mato%20Grosso_P_BD.pdf>.

APRESENTAÇÃO INSTITUCIONAL 2023, Rumo Logística. Disponível em:
<<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/003f6029-d45a-44ac-9c9e-869fe5df83fc/ad6f32ac-481d-273a-dcf6-4ed3dee6b44d?origin=1>>.

BP to Acquire Full Ownership of BP Bunge Bioenergia. bp global. Disponível em:
<<https://www.bp.com/en/global/corporate/news-and-insights/press-releases/bp-to-acquire-full-ownership-of-bp-bunge-bioenergia-while-refocusing-plans-for-new-biofuels-projects.html>>.

JOHNSON, D. H. **The Root Causes of Sudan's Civil Wars.** [s.l.] Indiana University Press, 2003.

RANKIN, J. **Marc Rich: controversial commodities trader and former fugitive dies aged 78.** Disponível em: <<https://www.theguardian.com/business/2013/jun/26/marc-rich-commodities-trader-fugitive-dies>>.