

**SARAH MORGANNA MATOS MARINHO**

**Influência governamental, orientação de mercado e a capacidade de ação do  
empresariado na governança das multinacionais brasileiras**

Tese de Doutorado

Orientador: Professor Doutor José Marcelo Martins Proença

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo-SP**

**2021**

**SARAH MORGANNA MATOS MARINHO**

**Influência governamental, orientação de mercado e a capacidade de ação do empresariado na governança das multinacionais brasileiras**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração em Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor José Marcelo Martins Proença.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo-SP**

**2021**

Catalogação da Publicação  
Serviço de Biblioteca e Documentação  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

---

Marinho, Sarah Morganna Matos

Influência governamental, orientação de mercado e a capacidade de ação do empresariado na governança das multinacionais brasileiras ; Sarah Morganna Matos Marinho ; orientador José Marcelo Martins Proença -- São Paulo, 2021.

479

Tese (Doutorado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2021.

1. Investimento estrangeiro direto. 2. Intervenção do Estado na economia. 3. Forças de mercado. 4. Governança corporativa. 5. Investidores institucionais ligados ao Estado. I. Proença, José Marcelo Martins, orient. II. Título

---

Nome: MARINHO, Sarah Morganna Matos.

Título: Influência governamental, orientação de mercado e a capacidade de ação do empresariado na governança das multinacionais brasileiras.

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração em Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor José Marcelo Martins Proença.

Professor Doutor José Marcelo Martins Proença (orientador) Instituição: FDUSP

Banca realizada em:

Resultado:

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof(a). Dr(a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof(a). Dr(a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof(a). Dr(a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof(a). Dr(a). \_\_\_\_\_ Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_



## AGRADECIMENTOS

Uma tese de doutorado é sempre um empreendimento coletivo. Felizmente, os meus agradecimentos se dirigem a várias pessoas e instituições, sem as quais finalizar este trabalho jamais seria possível.

Início com meus imensos agradecimentos à Universidade de São Paulo, que me proporcionou não apenas o excelente ambiente da Faculdade de Direito, mas também a infraestrutura acadêmica dos seus vários departamentos, faculdades e institutos. Foram dez disciplinas completadas, a maioria na Faculdade de Direito, mas várias outras também no departamento de Ciência Política e no Instituto de Relações Internacionais, onde sempre encontrei acolhida e empenho de professores e colegas dispostos a compreender o mundo do direito e colaborar com meu projeto. Agradeço, em especial, aos professores José Augusto Fontoura Costa, Felipe Loureiro, Paolo Ricci, Adrián Albala, Elizabeth Balbachevsky, Leonardo Barone, Carlos Portugal Gouvêa, Calixto Salomão Filho, Alberto do Amaral Junior e Adriana Schor. Agradeço em especial ao meu orientador, o Professor José Marcelo Martins Proença, por sua orientação dedicada e paciente, assim como por seu apoio na busca dos elementos empíricos e interdisciplinares que compõem esta tese. Ainda na Universidade de São Paulo, agradeço aos colegas Natali Moreira, Roberta Pantoni, Vivian Rocha, Maurício Chavenco e Renato Vilela, com quem dividi tantas angústias e alegrias relacionadas ao meu projeto de tese. Agradeço, por fim, à Comissão de Pós-Graduação da Faculdade de Direito, que generosamente me agraciou com recursos financeiros da Capes para apresentar partes do meu projeto em conferências internacionais, na Bélgica, nos Estados Unidos e na Inglaterra, nas quais tive a oportunidade de testar a validade de várias das minhas ideias.

Continuo meus agradecimentos voltando-me para a Fundação Getulio Vargas. No Centro de Política e Economia do Setor Público, onde atuo como pesquisadora desde 2019, agradeço aos meus supervisores Ciro Biderman e Patricia Mello pelo espaço conferido ao meu projeto, bem como aos colegas Claudia Acosta, Tainá Pacheco, Leonardo Bueno, Eliane Teixeira, Vinícius Galante, Juliana Reimberg, Lívia Torres e Eurídice Hernandes. À Juliana Reimberg e à Patricia Mello agradeço, em especial, pelas oportunidades de debate e pela disponibilidade para a leitura e validação de longos trechos desta tese. Na Escola de Direito de São Paulo, agradeço ao Professor Mario Schapiro pelo rico período de pesquisa sob sua

supervisão entre 2016 e 2018, assim como pelo espaço a mim conferido pelos Professores Michelle Sanchez Badin e Fabio Morosini para apresentação e discussão de ideias sobre o meu projeto no Núcleo de Direito Global. Agradeço, ainda, aos colegas Pedro Salomon, Camila Alves, Carolina Dalla Pacce, Mayara Pereira, Bruno Becker e Theófilo Aquino, com quem pude conversar por longas horas sobre as minhas ideias e que, gentilmente, também leram e opinaram sobre diferentes versões do texto desta tese.

Dos cinco anos de doutorado, dezoito meses foram passados em Madison, na Universidade de Wisconsin, onde devo agradecimentos especiais a várias pessoas. Agradeço ao meu supervisor local, o Professor Jason Yackee, com quem descobri a relevância da Vale na opinião pública internacional e pude testar várias ideias do ponto de vista metodológico. Agradeço também ao Professor John Ohnesorge, cujas ideias sobre os campos do direito e desenvolvimento e direito e sociedade foram tão valiosas para o meu projeto. Agradeço, ainda, pelas várias oportunidades de debate com o Professor David Trubek, de quem fui assistente de pesquisa no início do doutorado e cujo trabalho foi determinante para a escolha do tema desta tese. Na Universidade de Wisconsin, agradeço ainda pela companhia e pela qualidade do debate com os colegas Koffi Dogbevi, Erik Eisenheim, Tinashe Hofisi, Zhaoxin Jiang, Maryam Khan, Tatiana Shirasaki e Matika Vinichsorn.

No âmbito acadêmico, agradeço ainda às várias pessoas que, em conversas paralelas e conferências, dirigiram ao meu projeto valiosas críticas e sugestões, entre as quais estão: José Garcez Ghirardi, Diego Gil, Andreoni Antonio, Leslie Elliot Armijo, John Harrington, Jedidiah Kroncke, Raquel de Mattos Pimenta, Katarina Pistor, David Samuels e Amaka Vanni.

Também cabem vários agradecimentos especiais fora do âmbito acadêmico. Agradeço primeiramente aos meus familiares, Cleber, Maria do Socorro e Marta, cujo apoio foi essencial para os períodos de dedicação exclusiva ao doutorado. Dirijo também os mais especiais agradecimentos às amigas Marina Bastos, Natalia Langenegger, Rosângela Silva e Caroline Antunes, fiéis protetoras da minha saúde mental durante a desafiadora trajetória de pesquisa, assim como ao Maxwel, com quem divido meus dias, a alegria da descoberta e a confiança na ciência.

Foram muitas as pessoas que me ajudaram com leituras e revisões de trechos desta tese. Os erros e omissões que permanecem são exclusivamente minha responsabilidade.

## DEDICATÓRIA

Dedico esta tese à minha querida avó,  
Amélia Edmea Fernandes Matos.

## RESUMO

MARINHO, Sarah Morganna Matos. **Influência governamental, orientação de mercado e a capacidade de ação do empresariado na governança das multinacionais brasileiras**. 2021. 479f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.

A presente tese se debruça sobre a governança corporativa de grandes empresas brasileiras que, entre 2003 e 2012, destacaram-se no cenário internacional como empresas multinacionais. O investimento estrangeiro direto dos países emergentes cresceu em medida sem precedentes nos anos 2000. Em diferentes campos do conhecimento, a literatura associou esse fenômeno à atuação de grandes empresas de poucos países que, no período, intensificaram a intervenção governamental na economia. A literatura de negócios internacionais se destaca entre as fontes de estudos empíricos sobre o tema e sugere ser a influência governamental o principal determinante do sucesso das empresas multinacionais de países emergentes. Tal influência governamental incide na forma de participações societárias, de empréstimos de bancos públicos, ou, ainda, da presença de administradores que possuem conexões governamentais. O consenso sobre o papel da influência governamental na internacionalização de empresas de países emergentes se baseia em estudos concentrados na experiência chinesa, mas tem sido generalizado sem grandes ressalvas para a experiência brasileira e de outros países. Reforçam esse consenso outras literaturas mais aplicadas às características específicas do Brasil. Estudos nos campos da economia política comparada e do direito e desenvolvimento sugerem que o ativismo estatal no Brasil foi crescente nos anos 2000, especialmente a partir de 2003, com a chegada ao poder do Partido dos Trabalhadores. Tais estudos sugerem que a política industrial de criação de empresas campeãs nacionais foi favorável à internacionalização das empresas brasileiras, por meio de medidas como a facilitação do acesso ao crédito subsidiado de bancos públicos. Estudos na literatura de direito internacional econômico vão no mesmo sentido, ao apontar para uma diplomacia diferenciada empreendida pelo Brasil no período, que pode ter favorecido as operações internacionais das empresas brasileiras. Por fim, estudos nas literaturas de direito societário e negócios sobre a governança das empresas brasileiras apontam para a influência do Estado brasileiro sobre empresas privadas nacionais nos anos 2000, não diretamente, mas por meio de investidores institucionais a ele associados, que atuam como acionistas minoritários ou provedores de crédito. Diante do conhecimento acumulado sobre a intervenção do Estado nas empresas brasileiras, esta tese realiza um estudo de caso comparado das forças governamentais e das forças de mercado em operação na trajetória de internacionalização de quatro empresas brasileiras, a Vale, a Gerdau, a JBS e a Embraer, e conclui que a influência governamental ou esteve ausente ou foi inefetiva quando voltada às operações internacionais dessas empresas. A tese pretende contribuir no campo do direito societário. Ao considerar como os detentores de influência societária sobre as decisões corporativas das empresas analisadas exercem sua capacidade de ação, esta tese argumenta que o poder de influência do Estado brasileiro pode ser limitado na governança de empresas privadas que possuem grande capacidade de captação de recursos e operação no exterior. Além disso, a tese também argumenta que os atores ligados às forças de mercado, quando associados ao capital financeiro, atuam na busca por independência da influência governamental, enquanto os atores ligados ao empresariado brasileiro demonstraram ampla capacidade de mobilizar os recursos dos investidores institucionais ligados ao Estado.

Palavras-chave: Investimento estrangeiro direto; Intervenção do Estado na economia; Forças de mercado; Governança corporativa; Investidores institucionais ligados ao Estado.

## ABSTRACT

MARINHO, Sarah Morganna Matos. **Government influence, market orientation and the agency of private entrepreneurs in the governance of Brazilian multinational enterprises.** 2021. 479f. Doctoral dissertation (Doctorate) – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2021.

This doctoral dissertation examines the corporate governance of large Brazilian enterprises which performed well in their international operations in the period between 2003 and 2012. The growth of foreign direct investment from emerging markets throughout the 2000s was unprecedented. Different literatures associated this growth with the performance of large enterprises based in a few countries which experienced greater government intervention in the economy in the same period. The international business literature is an influential source of empirical studies on outward foreign direct investment from emerging markets and suggests that government influence is a key cause for the successful performance of local enterprises in their international operations. Such government influence may come in the form of equity, debt, or directors and executives with government connections. The international business literature reached a consensus in regard to the role of government influence on the internationalization of emerging-market enterprises based on studies concentrated on the Chinese experience. This consensus has been generalized without caveats to explain the Brazilian experience, as well as other countries' experiences. In addition, other studies dedicated exclusively to understanding the Brazilian experience reinforce this consensus. Studies in comparative political economy and law and development have suggested that state activism grew in Brazil throughout the 2000s, especially after 2003, when the Brazilian Workers' Party came to power. These studies suggest that industrial policy initiatives for the creation of national champions favored the internationalization of Brazilian companies, which benefited from large amounts of subsidized credit from public banks. Studies in international economic law also reinforce the correlation between government influence and the internationalization of Brazilian corporations, since they have suggested that the Brazilian diplomacy in the 2000s may have benefited the international operations of Brazilian corporations. Finally, studies in corporate law and business on Brazilian large enterprises have suggested that government influence on the corporate governance of private corporations grew in Brazil in the 2000s in the form of debt from public banks and minority shareholdings of state-controlled institutional investors. Considering the knowledge accumulated on state intervention on Brazilian private enterprises, this thesis performs a comparative case study of the internationalization of selected Brazilian corporations to understand the role of government influence and of market forces in the corporate decisions related to their foreign operations. Corporations selected are the Brazilian companies Vale, Gerdau, JBS, and Embraer. Despite the literature review, case study conclusions suggest that government influence was absent or ineffective on the internationalization trajectory of corporations under analysis. Based on the corporate governance in action in cases observed, this thesis argues that government influence on Brazilian large corporations may be limited when they hold large foreign operations. At the same time, actors associated with financial markets seek independence from government influence, while Brazilian entrepreneurs associated with the industrial sector demonstrated great capacity of mobilizing State-controlled institutional investors' resources.

Keywords: Foreign direct investment; State intervention in the economy; Market forces; Corporate governance; State-controlled institutional investors.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACFIs	Acordo de Cooperação e Facilitação de Investimentos
ALADI	Associação Latinoamericana de Integração
BIRD	Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BITs	<i>Bilateral Investment Treaties</i>
CAMEX	Câmara de Comércio Exterior
CACEX	Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil
CEME	Central de Medicamentos
CPDOC	Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil
PVC	Cloreto de Polivinil
CPI	Comissão Parlamentar de Inquérito
COFIG	Comitê de Financiamento e Garantia às Exportações
CBD	Companhia Brasileira de Distribuição
CSN	Companhia Siderúrgica Nacional
CVRD	Companhia Vale do Rio Doce
CNI	Confederação Nacional da Indústria
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CDES	Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social
CNP	Conselho Nacional de Petróleo
EADS	<i>European Aeronautic Defense and Space Company</i>
FAB	Força Aérea Brasileira

FED	<i>Federal Reserve</i>
FIESP	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FAB	Força Aérea Nacional
FDC	Fundação Dom Cabral
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador
FMI	Fundo Monetário Internacional (“FMI”)
FND	Fundo Nacional de Desenvolvimento
FNDCT	Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico
GATT	<i>General Agreement on Tariffs and Trade</i>
GEIQUIM	Grupo Executivo da Indústria Química
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICC	International Chamber of Commerce
ICSID	International Centre for Settlement of Investment Disputes
IDP	<i>Investment Development Path</i>
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IEDI	Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial
IFC	International Finance Corporation
INPS	Instituto Nacional de Previdência Social
ITA	Instituto Tecnológico de Aeronáutica
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, da Indústria e do Comércio Exterior
Mercosul	Mercado Comum do Sul
MRE	Ministério das Relações Exteriores
NYSE	New York Stock Exchange

OMC	Organização Mundial do Comércio
OPEP	Organização do Países Exportadores de Petróleo
PSDB	Partido da Social Democracia Brasileira
PT	Partido dos Trabalhadores
PRB	Partido Republicano Brasileiro
PCA	Permanent Court of Arbitration
PBM	Plano Brasil Maior
PSI	Programa de Sustentação do Investimento
PDP	Política de Desenvolvimento Produtivo
PITCE	Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior
PIB	Produto Interno Bruto
PAEG	Programa de Ação Econômica do Governo
PND	Programa Nacional de Desestatização
SCC	<i>Stockholm Chamber of Commerce</i>
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
Previc	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
STF	Supremo Tribunal Federal
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	Taxa de Longo Prazo
TRIPS	Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights
UNCITRAL	United Nations Commission for International Trade Law
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
UFRGS	Universidade Federal do Rio Grande do Sul
WIR	World Investment Report



# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>1</b>
<b>2 AS ABORDAGENS ACADÊMICAS SOBRE O INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO</b>	<b>17</b>
2.1 O direito internacional econômico e a regulação do investimento estrangeiro direto	17
2.2 Negócios, desenvolvimento e as multinacionais dos países emergentes	37
2.3 Conclusão	65
<b>3 A ELITE INDUSTRIAL LOCAL NA INTERFACE ENTRE ESTADO E SOCIEDADE NO BRASIL</b>	<b>66</b>
3.1 As relações Estado-empresa na modernização do Brasil	67
3.2 O declínio no Estado empreendedor? Um balanço das relações Estado-empresa após as privatizações no Brasil	100
3.3 Conclusão	130
<b>4 DO BRASIL PARA O MUNDO: A INTEGRAÇÃO COMPETITIVA NAS PRIORIDADES GOVERNAMENTAIS ENTRE 2003 E 2012</b>	<b>132</b>
4.1 O setor industrial brasileiro na Era PT	132
4.2 Entre o neoliberalismo, o novo desenvolvimentismo e a integração competitiva: a ascensão e a queda dos governos do PT	139
4.3. Conclusão	187
<b>5 FERRAMENTAS PARA A INTEGRAÇÃO COMPETITIVA? O BNDES E O CADE</b>	<b>189</b>
5.1. A política de internacionalização do BNDES	189
5.1.1 As multinacionais em potencial	204
5.1.2 As operações realizadas	235
5.2 O poder de influência do BNDES sobre as multinacionais brasileiras	258
5.3 Conclusão	268
<b>6 AS CAMPEÃS NACIONAIS BRASILEIRAS ENTRE AS GRANDES MULTINACIONAIS</b>	<b>270</b>
6.1 O universo das multinacionais brasileiras nos anos 2000	271
6.1.1. Seleção dos casos	294
6.2 Desenho de pesquisa	305
6.3 Campeãs nacionais independentes? A Vale e a Gerdau	312
6.3.1 A internacionalização da Vale	313
6.3.1.1 A estratégia da Vale como empresa privada	330

6.3.1.2 A trajetória de investimentos no Brasil 2003-2012	342
6.3.2 A trajetória de internacionalização da Gerdau	347
6.4 A JBS e a Embraer	372
6.4.1 A trajetória de internacionalização da JBS	372
6.4.2. A trajetória de internacionalização da Embraer	386
6.5 Conclusão	405
<b>7 CONCLUSÃO</b>	<b>409</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>411</b>
<b>ANEXO I</b>	<b>455</b>
<b>ANEXO II</b>	<b>459</b>
<b>ANEXO III</b>	<b>461</b>
<b>ANEXO IV</b>	<b>463</b>
<b>ANEXO V</b>	<b>465</b>
<b>ANEXO VI</b>	<b>467</b>
<b>ANEXO VII</b>	<b>469</b>
<b>ANEXO VIII</b>	<b>471</b>
<b>ANEXO IX</b>	<b>474</b>
<b>ANEXO X</b>	<b>476</b>
<b>ANEXO XI</b>	<b>479</b>

# 1 INTRODUÇÃO

Passados 20 anos, o início da década 2000 pode ser visto como um período de pico da globalização econômica. As economias nacionais passavam naquele momento pela consolidação da convergência internacional sobre boas práticas em termos de economia política, incluindo principalmente assuntos macroeconômicos e regulação financeira.<sup>1</sup> Os países pareciam ter suas economias integradas de forma permanente pela via financeira, do comércio exterior e do investimento estrangeiro e o período, ao mesmo tempo, foi de marcante prosperidade no Sul global.<sup>2</sup> Apesar de existir conhecimento acumulado em diferentes áreas do conhecimento sobre o avanço econômico dos países emergentes, a produção acadêmica sobre as empresas multinacionais do Sul global tem se voltado para tópicos específicos, como os fatores institucionais e políticos dos países de origem dessas empresas<sup>3</sup> e o papel que o IED

---

<sup>1</sup> Sobre o Consenso de Washington, movimento que consolida diretrizes para as boas práticas em termos de economia política e regulação vistas, desde o começo dos anos 1990, como motor para superação das crises fiscais dos anos 1980 e para a consolidação da globalização e difusão do desenvolvimento econômico, ver WILLIAMSON, John, What Washington means by policy reform, *in*: WILLIAMSON, John; INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS (U.S.) (Orgs.), **Latin American adjustment: how much has happened?**, Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990. Sobre o papel do direito no processo de ajuste fiscal dos países e na promoção da globalização, ver EFFROS, Robert C., The World Bank in a Changing World: The Role of Legal Construction, **The International Lawyer**, v. 35, n. 4, p. 1341–1348, 2001. Para uma revisão dos conceitos e contradições de ideias como associados ao Consenso de Washington passada a primeira década de circulação de ideias relativas ao movimento, ver RODRIK, Dani, Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform, **Journal of Economic Literature**, v. 44, n. 4, p. 973–987, 2006.

<sup>2</sup> WILSON, D.; PURUSHOTHAMAN, R., **Dreaming with bricks: The path to 2050**, [s.l.]: Goldman Sachs, 2003.

<sup>3</sup> Tal avaliação é feita a partir de estudos nas literaturas de negócios internacionais e de economia política comparada, que serão explorados em detalhe ao longo da tese. Na literatura de negócios internacionais, ver, principalmente, LUO, Yadong; XUE, Qiuzhi; HAN, Binjie, How emerging market governments promote outward FDI: Experience from China, **Journal of World Business**, v. 45, n. 1, p. 68–79, 2010; CUI, Lin; JIANG, Fuming, State ownership effect on firms' FDI ownership decisions under institutional pressure: a study of Chinese outward-investing firms, **Journal of International Business Studies**, v. 43, p. 264–284, 2012; MEYER, Klaus E *et al*, Overcoming distrust: How state-owned enterprises adapt their foreign entries to institutional pressures abroad, **Journal of International Business Studies**, v. 45, n. 8, p. 1005–1028, 2014; PAN, Yigang *et al*, Firms' FDI ownership: The influence of government ownership and legislative connections, **Journal of International Business Studies**, v. 45, n. 8, p. 1029–1043, 2014. Na literatura de economia política comparada, ver AMANN, Edmund, Technology, public policy, and the emergence of Brazilian multinationals, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**, Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 187–220; SCHNEIDER, Ben R., Big Business in Brazil: Leveraging Natural Endowments and State Support for International Expansion, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**, Washington:

pode ter na ascensão dos países emergentes na governança global e na intensificação das relações Sul-Sul.<sup>4</sup> Esta tese de doutorado procura suprir uma lacuna em tais estudos, voltando-se para a compreensão do impacto da internacionalização na relação das empresas multinacionais com o estado nos seus países de origem.<sup>5</sup> Para isso, a tese explora o seguinte problema de pesquisa: como a influência governamental e as forças de mercado orientaram a internacionalização das empresas brasileiras nos anos 2000, notadamente a partir de 2003? Esta pergunta de pesquisa é endereçada a partir de uma análise de governança corporativa em ação.

O Brasil foi visto como uma promessa de desenvolvimento crescente ao longo de toda a década 2000. Esperava-se do país uma trajetória ascendente de crescimento econômico consistente, junto a uma trajetória de redução na desigualdade da distribuição de renda local.<sup>6</sup> Conforme as projeções de economistas do banco *Goldman Sachs* divulgadas em

---

Brookings Institution Press, 2009, p. 159–186; COUTINHO, Luciano *et al*, Industrial policy and economic transformation, *in: The Oxford Handbook of Latin American Political Economy*, New York: Oxford University Press, 2012, p. 101–129.

<sup>4</sup> Estudos recentes na literatura de direito internacional econômico têm revisado iniciativas específicas de diplomacia pelos países emergentes que, em parte, servem para proteger os interesses econômicos das empresas locais por meio de acordos internacionais. Da mesma forma, a literatura de economia política internacional aponta para o papel possível das empresas multinacionais de países emergentes na cooperação Sul-Sul, que pode ser um dos fatores a explicar a expansão da ajuda financeira entre países do Sul global. Na literatura de direito internacional econômico, ver ROLLAND, Sonia E.; TRUBEK, David M., Legal Innovation in Investment Law: Rhetoric and Practice in Emerging Countries, *University of Pennsylvania Journal of International Law*, v. 39, n. 2, p. 355–434, 2017; MOROSINI, Fabio; BADIN, Michelle Ratton Sanchez, **Reconceptualizing International Investment Law from the Global South**, Cambridge: Cambridge University Press, 2017. Na literatura sobre a cooperação Sul-Sul, ver GRAY, Kevin; GILLS, Barry K., South–South cooperation and the rise of the Global South, *Third World Quarterly*, v. 37, n. 4, p. 557–574, 2016; QUADIR, Fahimul, Rising Donors and the New Narrative of ‘South–South’ Cooperation: what prospects for changing the landscape of development assistance programmes?, *Third World Quarterly*, v. 34, n. 2, p. 321–338, 2013; INOUE, Cristina Yumie Aoki; VAZ, Alcides Costa, Brazil as ‘Southern donor’: beyond hierarchy and national interests in development cooperation?, *Cambridge Review of International Affairs*, v. 25, n. 4, p. 507–534, 2012.

<sup>5</sup> Apesar de boa parte dos estudos que se voltam à compreensão da influência do estado sobre a economia se concentrar na observação do impacto das ações governamentais sobre a vida privada, parte da literatura que estuda a relação entre Estado e sociedade no Brasil examina o chamado corporativismo de Estado brasileiro, no qual a ação governamental ou de Estado para influenciar o mercado e a capacidade de mobilização do setor privado para atuar de acordo ou desafiar a ação do Estado se diferenciam. Nesse sentido, ver CERQUEIRA, Eli Diniz; BOSCHI, Renato Raul, Estado e sociedade no Brasil: uma revisão crítica, **BIB (Boletim Informativo e Bibliográfico de Ciências Sociais)**, Rio de Janeiro: IUPERJ, n. 1, p. 12–31, 1977; O’DONNELL, Guillermo, Corporatism and the question of State, *in: MALLOY, James M. (Org.), Authoritarianism and Corporatism in Latin America*, Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1977, p. 47–87.

<sup>6</sup> Trajetória similar foi projetada também para outros países emergentes, em especial Rússia, China e Índia que, no futuro, viriam a formar uma coalizão internacional de países, junto à África do Sul, chamada BRICS. Ver o relatório produzido por economistas do banco *Goldman Sachs*, que circulou por alguns anos até ser definitivamente publicado pelo banco em 2003: WILSON; PURUSHOTHAMAN, **Dreaming with bricks: The path to 2050**.

2003, Brasil, Rússia, China e Índia poderiam ver suas economias crescerem o suficiente para ultrapassar o mercado consumidor dos países do então G7 em cinco décadas. Os representantes originais da então sigla “BRICs” poderiam se tornar economias maiores antes disso se a valorização das suas moedas frente ao dólar americano continuasse a crescer, o que tornaria a capacidade de compra do mercado consumidor doméstico desses países maior em prazo ainda mais curto.<sup>7</sup>

Nesse contexto de tamanha prosperidade, o fluxo de saída de IED dos países emergentes também cresceu. Os países classificados como em desenvolvimento pela UNCTAD, em conjunto, respondiam por 8% da exportação de capital via IED em 1999,<sup>8</sup> percentual que chegou a 15% em 2006,<sup>9</sup> e a 30% em 2017<sup>10</sup> (ver Figura 1.1). Entre os países em desenvolvimento, os dados da UNCTAD mostram que o Brasil era a principal fonte de IED durante os anos 1980 e parte dos anos 1990. Os países asiáticos, especialmente a China, ultrapassaram definitivamente o Brasil em termos de exportação de capital nos anos 2000, mas o país teve desempenho de destaque nesse período mesmo assim.

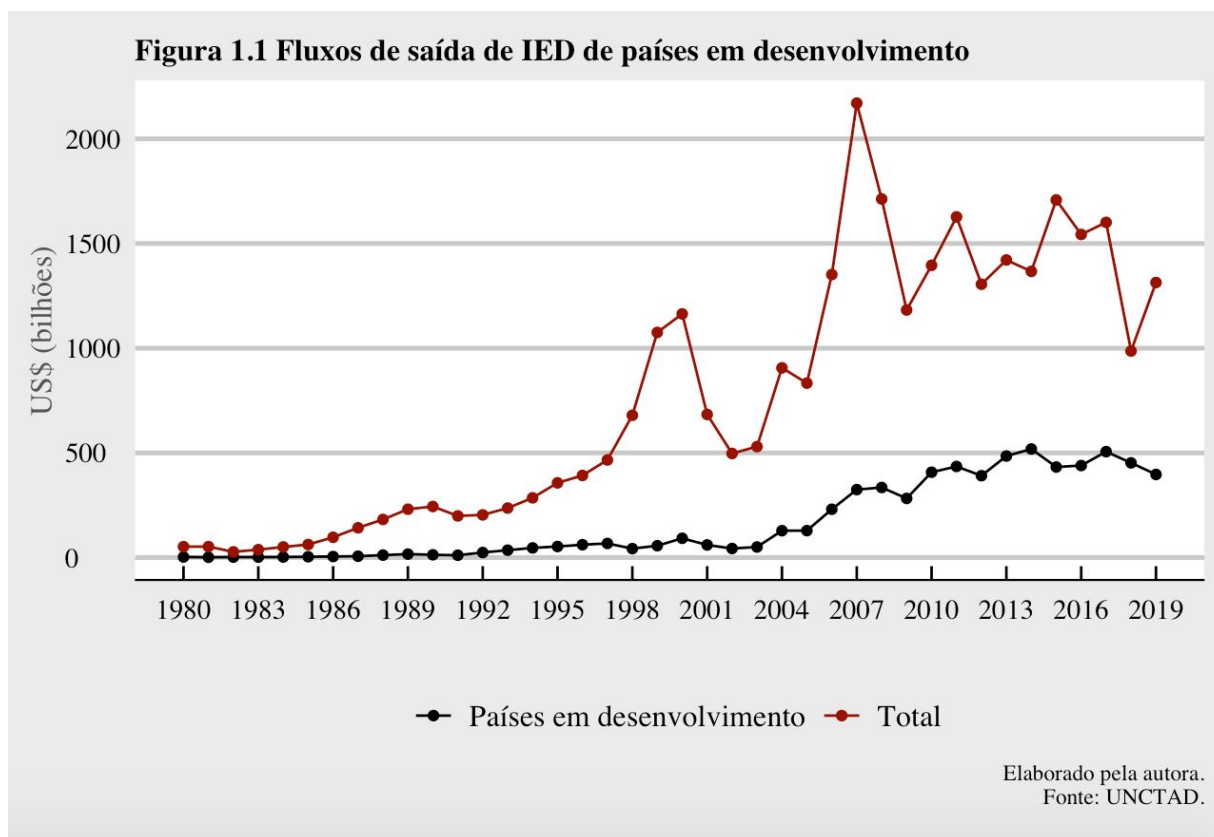
---

<sup>7</sup> *Ibid.*

<sup>8</sup> **World Investment Report 2000**, Geneva: United Nations Publication, 2000.

<sup>9</sup> **World Investment Report 2006**, Geneva: United Nations Publication, 2006.

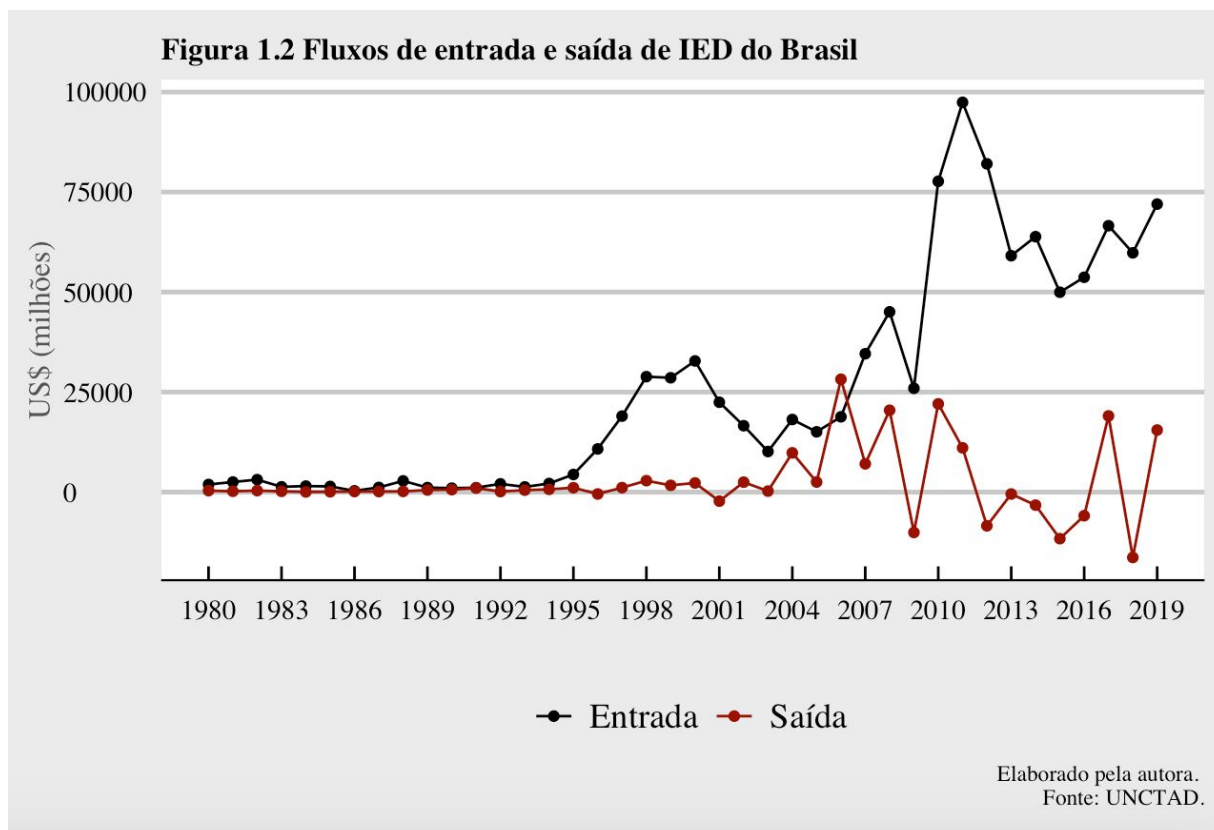
<sup>10</sup> **World Investment Report 2018**, Geneva: United Nations Publication, 2018.



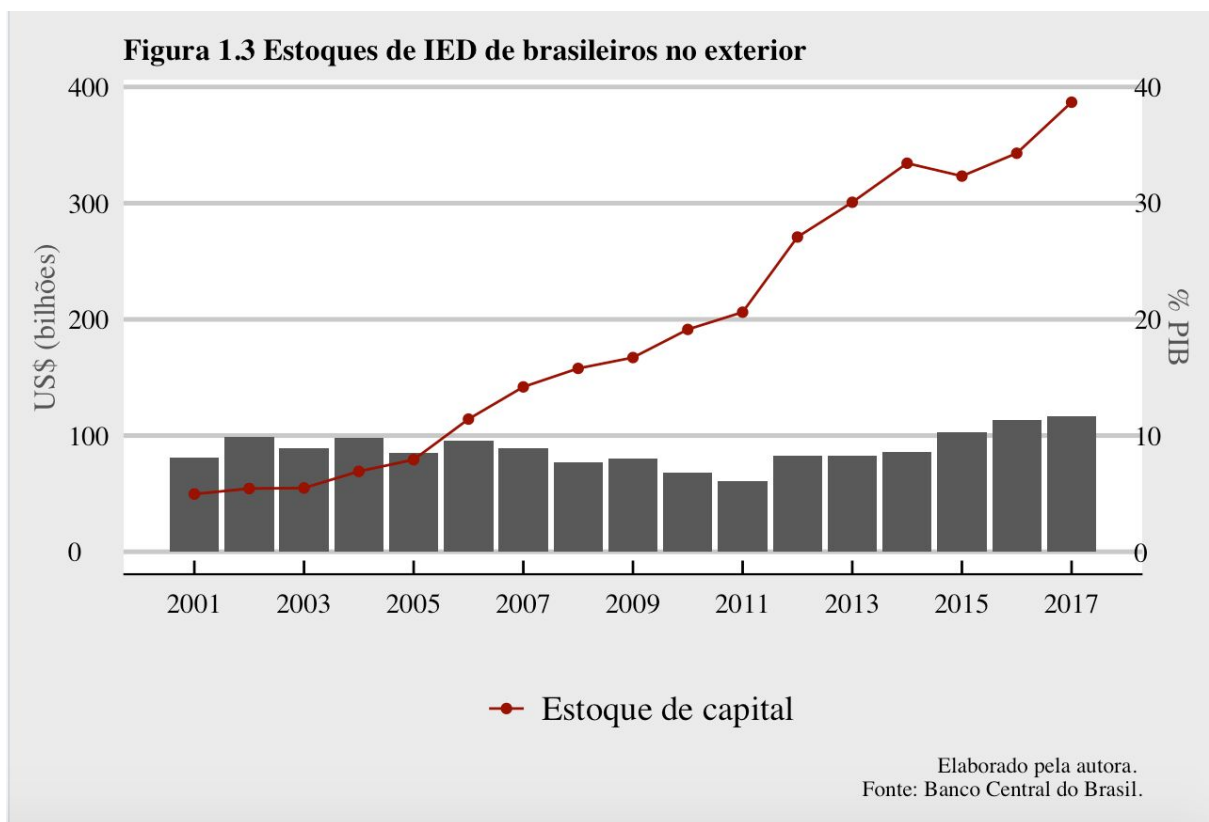
Entre 2000 e 2010, a saída de IED do Brasil cresceu cinco vezes, chegando a superar a entrada de IED em 2006, apesar de a trajetória dos fluxos de saída não ter sido constante (ver Figura 1.2). Entre 2011 e 2017, a saída de IED do Brasil teve resultado nominal negativo, o que não significa que houve uma retração substantiva nas atividades das empresas multinacionais brasileiras no exterior nesse período. Em 2013, por exemplo, as empresas brasileiras investiram 19 bilhões de Dólares em subsidiárias no exterior, fluxo anual considerável naquele contexto, mas receberam de fontes de crédito externas 23 bilhões de Dólares via empréstimo intrafirma.<sup>11</sup> Os números negativos na Figura 1.2, portanto, têm significado relativo, especialmente diante da Figura 1.3, que mostra que o valor de mercado do

<sup>11</sup> No plano internacional, a UNCTAD é a organização mais utilizada como referência para as estatísticas sobre os fluxos e estoques internacionais de IED. Para isso, a UNCTAD colhe declarações dos bancos centrais dos países. Uma outra organização internacional, a OCDE, se consolidou como fonte das práticas de contabilidade, avaliação e estatísticas envolvendo IED e outras formas de fluxo de capital internacionalmente. Os padrões da OCDE indicam que as estatísticas sobre IED devem considerar, entre outros fatores, os empréstimos intrafirma das empresas, para obter fluxos e estoques de IED líquidos, padrão que é atendido pelo Banco Central do Brasil nas suas estatísticas e, conseqüentemente, pela UNCTAD ao mensurar o IED do Brasil. Ver OECD, FDI Accounting Principles and Valuation, p. 91–97, 2009.

estoque de capitais brasileiros no exterior via IED foi crescente em relação ao PIB ao longo das últimas duas décadas.<sup>12</sup>



<sup>12</sup> Também com base nas recomendações de contabilidade, avaliação e estatísticas sobre IED da OCDE, o Banco Central do Brasil prioriza catalogar os estoques de IED mantidos por brasileiros no exterior a partir do valor de mercado de tais ativos de IED. Ver o repositório de estatísticas de IED do Banco Central do Brasil em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioid>>. Acesso em 27 set. 2020.



O conhecimento acadêmico acumulado em diferentes literaturas explora o papel do apoio governamental no crescimento da saída de IED de países emergentes. Ocorre que a maior parte da literatura empírica concentra esforços na experiência da China como caso típico de apoio governamental para saída de IED,<sup>13</sup> o que esta tese sugere trazer problemas para as generalizações pretendidas para outros casos, como nos estudos que apontam para a relevância da política industrial no contexto brasileiro para explicar a performance das empresas multinacionais de origem brasileira.<sup>14</sup> Este trabalho, então, investiga as relações

<sup>13</sup> Ver LUO; XUE; HAN, How emerging market governments promote outward FDI; CUI; JIANG, State ownership effect on firms' FDI ownership decisions under institutional pressure; MEYER *et al*, Overcoming distrust.

<sup>14</sup> Para a literatura de negócios internacionais, que concentra estudos empíricos com metodologia mais rigorosa sobre o impacto do apoio governamental na performance das multinacionais de países emergentes, ver RODRIGUES, Suzana B.; DIELEMAN, Marleen, The internationalization paradox: Untangling dependence in multinational state hybrids, **Journal of World Business**, v. 53, n. 1, p. 39–51, 2018; HENNART, Jean-François; SHENG, Hsia Hua; CARRERA, José Marcos, Openness, international champions, and the internationalization of Multilatinas, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 518–532, 2017; PINTO, Cláudia Frias *et al*, Ownership in cross-border acquisitions and the role of government support, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 533–545, 2017. Para os estudos que situam o sucesso das multinacionais brasileiras no contexto dos governos do PT, ver COUTINHO *et al*, Industrial policy and economic transformation; AMANN, Technology, public policy, and the emergence of Brazilian multinationals; SCHNEIDER, Big Business in Brazil: Leveraging Natural Endowments and State Support for International Expansion; GOLDSTEIN, A., **Multinational Companies from**



governamentais das empresas brasileiras com trajetórias ascendentes de investimento no exterior, especialmente entre 2003 e 2012, período em que a literatura sugere ter sido a política industrial relevante para explicar o crescimento econômico no Brasil.<sup>15</sup> A partir da governança corporativa das empresas selecionadas para a pesquisa nos rankings de empresas multinacionais produzidos anualmente pela UNCTAD nos relatórios WIR,<sup>16</sup> esta tese explora a influência governamental no Brasil sobre os investimentos internacionais do setor privado nacional e argumenta que o governo, nos anos 2000, não priorizou uma política pública de apoio às multinacionais domésticas. Apesar de ter havido iniciativas fragmentadas e limitadas nesse sentido, os governos do período priorizaram outros temas ligados à estabilidade macroeconômica, ao pleno emprego, à infraestrutura doméstica e à diplomacia comercial, o que ficou no geral refletido também nos episódios de influência governamental efetiva sobre as multinacionais brasileiras.

Para além desse achado, como resultado principal, as conclusões desta tese sugerem que, no Brasil dos anos 2000, os controladores das grandes multinacionais brasileiras do setor privado representam uma elite empresarial local independente para gerir negócios no exterior. Isso se verificou mesmo nas multinacionais brasileiras em cujo controle societário há participação significativa de investidores institucionais ligados ao Estado. Essa avaliação é relevante na medida que a literatura disponível sobre as relações entre Estado e empresas no Brasil é normalmente influenciada por noções como o patrimonialismo e o desenvolvimento dependente, conceitos que conferem, a partir de lógicas distintas que serão exploradas no terceiro capítulo desta tese, proeminência à capacidade de ação do Estado face à capacidade de ação do setor industrial privado.<sup>17</sup> Tais modelos de análise das relações Estado-empresa

---

**Emerging Economies: Composition, Conceptualization and Direction in the Global Economy**, Houndmills: Springer, 2007.

<sup>15</sup> Nesse sentido, ver SINGER, André, The failure of the developmentalist experiment in three acts, **Critical Policy Studies**, v. 11, n. 3, p. 358–364, 2017.

<sup>16</sup> Na série WIR, a UNCTAD divulga anualmente dois rankings, um listando as maiores empresas multinacionais do mundo de acordo com o valor dos seus ativos no exterior, e outro listando as maiores empresas multinacionais especificamente de países em desenvolvimento e economias em transição, de acordo com o mesmo critério. A UNCTAD mantém os relatórios e estatísticas da série WIR em repositório online. Disponível em: <[https://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/World\\_Investment\\_Report.aspx](https://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/World_Investment_Report.aspx)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>17</sup> O patrimonialismo, como aplicado à realidade brasileira, a partir da obra de Raymundo Faoro, compreende a intervenção do Estado no país como uma ação capturada por uma elite burocrática estatal, que busca a satisfação de interesses próprios e prejudica a ascensão plena de uma economia de mercado no Brasil. Ver FAORO, Raymundo, **Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro**, Porto Alegre: Editora Globo, 1958. Para uma revisão ampla das interpretações conferidas na literatura nacional sobre a obra de Faoro e o conceito de

exploram os ambientes que a elite empresarial brasileira pôde acessar a partir do Estado, enquanto a presente tese se concentra em explicar como tais grupos podem ter crescido a ponto de acessar os mercados internacionais independentemente da influência do Estado.

Esta tese tem valor interdisciplinar, por estabelecer diálogo com as literaturas de direito internacional econômico;<sup>18</sup> direito comercial;<sup>19</sup> e direito e desenvolvimento<sup>20</sup> no campo jurídico, assim como com as literaturas de negócios<sup>21</sup> e economia política<sup>22</sup> que se dedicam à intervenção do estado na atividade das empresas multinacionais. A pretensão pode parecer ambiciosa à primeira vista, mas a revisão de estudos em todos esses campos foi necessária para desenvolver os conceitos centrais do trabalho, que preza por descrever com níveis equivalentes de profundidade a influência governamental e a ação dos atores privados conforme observadas na atividade empresarial. Cada uma das literaturas apontadas parte de um grupo diferente de circunstâncias fáticas e/ou institucionais para sugerir que a influência governamental, ou um ativismo estatal, esteve presente na realidade brasileira, durante um período que vai de 2003 a 2012, e pode ter impactado a atividade empresarial no geral e a expansão internacional das empresas nacionais via IED em particular. Igualmente, em todos estes campos de produção acadêmica há tanto sugestões de que a intervenção do Estado pode gerar resultados positivos,

---

patrimonialismo para explicar a falta de uma economia de mercado plenamente desenvolvida no Brasil, ver CAMPANTE, Rubens Goyatá, O patrimonialismo em Faoro e Weber e a sociologia brasileira, **Dados**, v. 46, n. 1, p. 153–193, 2003. Já o conceito de desenvolvimento dependente está associado ao trabalho de Cardoso e Faletto sobre as possibilidades de exploração industrial no Brasil diante da sua dependência do mercado externo, no qual os autores concluem que, com um esforço integrador a partir do Estado, seria possível para países subdesenvolvidos de alta renda, como era considerado o Brasil em meados do século XX, empreender um processo de industrialização com a conciliação dos interesses do capital nacional e do capital estrangeiro. Ver CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTO, Enzo, **Dependência e desenvolvimento na América Latina**, Edição: 8. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004.

<sup>18</sup> Na área de direito internacional econômico, ver especialmente a literatura que explora a diplomacia econômica dos países emergentes, como ROLLAND; TRUBEK, *Legal Innovation in Investment Law*; MOROSINI; BADIN, **Reconceptualizing International Investment Law from the Global South**.

<sup>19</sup> Na área de direito comercial, ver especialmente a literatura que explora o papel do Estado na governança corporativa das sociedades empresárias no contexto brasileiro, como PINTO JUNIOR, Mario Engler, **Empresa Estatal: Função Econômica e Dilemas Societários**, [s.l.]: Atlas, 2013; PARGENDLER, Mariana, *State Ownership and Corporate Governance*, **Fordham Law Review**, v. 80, n. 6, p. 2917–2974, 2011.

<sup>20</sup> No campo do direito e desenvolvimento, ver principalmente TRUBEK, David M. *et al*, **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**, New York: Cambridge University Press, 2013.

<sup>21</sup> Especialmente a literatura de negócios internacionais, embora a literatura nacional de negócios também tenha sido relevante para mapear as formas de influência governamental no contexto brasileiro. Para a literatura de negócios internacionais, ver referências nas notas 3 e 14, acima. Para a literatura nacional de negócios, ver principalmente LAZZARINI, Sergio G., **Capitalismo de Laços**, Edição: 3ª. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier, 2010.

<sup>22</sup> Ver principalmente referências da nota 3, acima.

como de que a influência governamental tende a desviar as empresas das orientações presentes no mercado e, assim, ter impacto negativo.

Partindo dessa revisão de literatura variada, esta tese desenvolve um estudo empírico sobre a influência governamental em ação, em contraposição à capacidade de ação dos representantes do setor privado. A pesquisa se baseia em desenho de estudo de caso comparado da trajetória de internacionalização das quatro empresas privadas brasileiras que tiveram seus ativos no exterior mais valorizados ao longo do período de estabilidade econômica vivido pelo Brasil entre 2003 e 2012, de acordo com os rankings do relatório WIR da UNCTAD. Estas empresas são: a Vale, a Gerdau, a JBS e a Embraer. O estudo iniciou com a trajetória da Vale, que pode ser classificada como o caso mais provável de internacionalização mediante influência governamental, tendo em vista que, comparada às demais empresas estudadas, a Vale foi a que mais se internacionalizou via IED, sendo também a multinacional brasileira com o maior potencial de influência governamental via governança corporativa. Na Vale, que é uma companhia privatizada, o Tesouro Nacional mantém uma ação de classe especial, ou uma *golden share*; o BNDES mantém um percentual das ações de controle, assim como linhas de crédito abertas em seu benefício; e vários fundos de pensão de empresas estatais, que a literatura sugere atuarem como acionistas ativistas em função de interesses governamentais na realidade societária brasileira,<sup>23</sup> mantém, igualmente, percentual das ações de controle. Com as ações de controle detidas, que são divididas com outros acionistas controladores de origem privada, o BNDES e os fundos de pensão indicam vários membros de sua confiança ao conselho de administração da Vale, representando a presença de tais conselheiros mais uma variável de influência governamental como catalogado pela literatura.<sup>24</sup>

Dois motivos levam a observar a trajetória da Vale como o caso mais informativo sobre como a influência governamental opera sobre a internacionalização das empresas brasileiras, em contraposição à possibilidade da orientação de mercado. Um deles está na

---

<sup>23</sup> Ver especialmente os estudos de Lazzarini e de Pargendler nesse sentido, PARGENDLER, Mariana, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*, in: LIEBMAN, Benjamin L.; MILHAUPT, Curtis J. (Orgs.), **Regulating the Visible Hand?: The Institutional Implications of Chinese State Capitalism**, Oxford, New York: Oxford University Press, 2015; LAZZARINI, **Capitalismo de Laços**.

<sup>24</sup> A literatura de negócios internacionais tem catalogado com mais rigor as variáveis que representam influência governamental sobre as empresas na realidade atual, o que será retomado no segundo e no sexto capítulo desta tese.

literatura de negócios internacionais, que já considerou o caso da Vale individualmente<sup>25</sup> e a classifica como a principal empresa multinacional na experiência brasileira.<sup>26</sup> O outro motivo está na qualidade das informações prestadas pela Vale às autoridades de valores mobiliários às quais a empresa presta contas, que são a CVM e a SEC. Por mais que, entre as outras empresas consideradas, todas sejam listadas em bolsa de valores, ao menos no Brasil,<sup>27</sup> a Vale informa suas relações governamentais às autoridades reguladoras às quais está submetida de forma mais detalhada e transparente. A partir dos documentos que a Vale submeteu à CVM e à SEC no período investigado, foi possível comparar os fatos relevantes e comunicados ao mercado disponibilizados via autoridades reguladoras com o debate que se desenvolvia na mídia jornalística sobre a influência do governo nos negócios da Vale no Brasil e no exterior. Para as demais empresas, compreender as nuances da influência governamental e, principalmente, sua eventual falta de efetividade, demandou mais esforço na revisão de materiais jornalísticos e fontes secundárias, assim como na comparação entre as escolhas de internacionalização realizadas e as prioridades de governo em voga no mesmo momento.

O estudo empírico contrapõe, em seguida, a trajetória da Vale com a trajetória da Gerdau, uma empresa siderúrgica de controle familiar. Apesar de a Gerdau ter participação societária da BNDESPAR e ter mantido trajetória de internacionalização consistente em termos de crescimento de ativos no exterior durante todo o período entre 2003 e 2012, uma eventual influência do BNDES não pareceu associada ao processo de internacionalização da empresa. A participação da BNDESPAR na Gerdau, na realidade, está associada a financiamentos via emissão de debêntures realizados para viabilizar aquisições da empresa durante as privatizações do setor siderúrgico na década de 1990. Tais debêntures vieram a ser convertidas em participação societária em diferentes momentos, e tal participação se manteve estável entre 6% e 7% do capital votante da Gerdau, mas não levou o BNDES a buscar influenciar a empresa por essa via. Tal percentual de ações ordinárias, pela lei brasileira, não é suficiente para que a subsidiária do banco consiga sozinha eleger membros do conselho de

---

<sup>25</sup> Ver RODRIGUES; DIELEMAN, The internationalization paradox.

<sup>26</sup> O estudo de Cuervo-Cazurra, Newburry e Park, na literatura de negócios internacionais, realiza análise comparada das maiores empresas multinacionais de países emergentes e considera a Vale o caso mais relevante na experiência brasileira. Ver CUERVO-CAZURRA, Alvaro; NEWBURRY, William; PARK, Seung Ho, **Emerging Market Multinationals: Managing Operational Challenges for Sustained International Growth**, Reprint edition. New York: Cambridge University Press, 2016.

<sup>27</sup> No caso, a JBS é registrada apenas na CVM, enquanto a Vale, a Gerdau e a Embraer são listadas também em bolsas de valores estrangeiras, tendo em comum o registro na SEC.

administração, assim como não se encontra depositado na CVM ou na SEC acordo de acionistas a esta participação relacionado.

Ao lado disso, os investimentos-chave que tornaram a Gerdau uma grande empresa multinacional ocorreram no final dos anos 1990, quando a empresa aproveitou um amplo movimento de operações de fusão e aquisição no setor siderúrgico dos Estados Unidos, país em que veio a consolidar seus investimentos internacionais durante os anos 2000. Na época em que as grandes aquisições da Gerdau foram realizadas, o BNDES sequer poderia financiar aquisições no exterior, por conta do seu estatuto.<sup>28</sup> Após, nos anos 2000, os ativos no exterior da Gerdau continuaram a crescer intensamente, mas por conta, principalmente, da manutenção dos investimentos iniciais realizados no final da década de 1990.

O estudo da Gerdau foi seguido pela avaliação da trajetória de internacionalização da JBS, produtora de proteína animal com controle familiar que, a princípio, poderia ser lida como um caso típico de empresa impulsionada pela influência governamental no Brasil. A JBS teve sua internacionalização viabilizada pela política de apoio do BNDES e o banco, no período, por meio da sua subsidiária integral, a BNDESPAR, manteve amplas possibilidades de influência significativa sobre os negócios da empresa. Os eventos observados no caso da JBS permitem inferir que a trajetória de internacionalização da empresa não seria a mesma sem o apoio financeiro do BNDES. Contudo, as escolhas estratégicas efetivamente postas em prática pela administração da empresa não sofreram direcionamento do banco ou do governo, tendo, inclusive, sido direcionado o IED da JBS para destinos que não eram prioridade estratégica nas relações econômicas internacionais do governo no momento.

A descrição da trajetória de internacionalização da JBS foi seguida, no estudo empírico, pela descrição da trajetória da Embraer. O caso da Embraer comporta uma narrativa diferente dos demais em relação à influência do Estado. A Embraer é uma grande empresa do setor aeronáutico, a única entre as quatro grandes fabricantes de aeronaves presentes no mercado internacional que é sediada em um país emergente.<sup>29</sup> A empresa foi criada

---

<sup>28</sup> Como será explorado em maiores detalhes no quinto capítulo desta tese, o BNDES precisou aprovar junto ao governo federal uma reforma no seu estatuto social em 2002 para ser capaz de financiar projetos de empresas brasileiras diretamente no exterior.

<sup>29</sup> As principais concorrentes da Embraer são a Airbus, sediada na União Europeia, a Boeing, sediada nos Estados Unidos, e a Bombardier, sediada no Canadá.

originalmente pelo governo federal, em 1969, com o propósito de fabricar aviões e realizar pesquisa e desenvolvimento relacionada na área de defesa. Quando privatizada, no início da década de 1990, a empresa já acumulava a dupla missão de fabricar aeronaves comerciais e de defesa, e tinha nas aeronaves comerciais a parte mais rentável dos seus negócios no momento.

A Embraer foi privatizada com esforços de dispersão do seu capital e acabou por ser adquirida por base realmente dispersa de investidores, vindo, contudo, três acionistas a firmar acordo com o objetivo de exercer seu controle societário. Entre tais acionistas estava um banco de investimento privado nacional, assim como dois fundos de pensão, um deles dos funcionários do Banco do Brasil, enquanto o outro era patrocinador de empregados de variadas empresas privadas. Esses três acionistas, enquanto foram os controladores, dividiram seu poder de voto por igual. O exercício do poder de controle por eles demonstrou que seus propósitos como grupo eram transitórios na Embraer, com foco principal na geração de valor a partir do investimento inicial e com o objetivo de realizar desinvestimento posterior, o que veio a ocorrer em 2006. Naquele ano, a Embraer, que já era listada no Brasil, foi listada também em bolsa de valores nos Estados Unidos e teve sua base acionária diluída no Brasil e nos Estados Unidos, vindo a tornar-se uma companhia de controle gerencial.

Ocorre que, ao lado da estrutura acionária da Embraer, sua administração e sua estrutura de capital não deixaram de ser amplamente marcadas pela presença do Estado com a sua privatização. Por um lado, a União manteve no processo uma *golden share* com poder de veto sobre decisões da Embraer relacionadas, principalmente, aos seus negócios de defesa, podendo com essa ação de classe especial também nomear um conselheiro de sua confiança e evitar a mudança do controle societário da companhia. A influência da União sobre a Embraer por meio da sua *golden share* é centralizada na FAB. Do lado do governo federal, ainda que não diretamente pela União, o Banco do Brasil também conseguia, enquanto a Embraer teve controle definido, indicar até cinco membros do seu conselho de administração, a depender do mandato, que poderia comportar de nove até 13 conselheiros, conforme definido em assembleia de acionistas em cada caso. Por outro lado, no tocante à estrutura de capital da Embraer, como é típico entre fabricantes de aeronaves para uso comercial, a empresa foi bastante dependente de programas de crédito subsidiado do governo federal, que cujo planejamento envolvia diversas agências governamentais e demandava amplos esforços de diplomacia comercial. A influência da FAB certamente foi efetiva para parte das decisões

estratégicas da Embraer para investir no exterior, em busca de aperfeiçoar a competitividade da empresa na área de defesa. Quanto ao crédito governamental, do qual a empresa foi dependente para financiar a aquisição de aeronaves civis pelos seus clientes, este não chegou a financiar projetos de IED da Embraer no exterior. Contudo, a dependência do executivo federal para viabilizar seus negócios na área comercial pode igualmente ter direcionado seus destinos de IED para na área de aviação civil, que, nos anos 2000 contaram com aportes pioneiros de capital pela Embraer no nascente mercado de aviões comerciais da China.

O estudo de caso comparado considera a trajetória de internacionalização das empresas selecionadas como o resultado investigado. A capacidade de ação dos atores privados e a influência governamental são as condições cujo impacto se pretende compreender a partir de evidências qualitativas.<sup>30</sup> O desenho de pesquisa considera três fatores contextuais diferentes para operacionalizar as variáveis ligadas à influência governamental e as variáveis ligadas à capacidade de ação dos atores privados. Um desses fatores consiste no potencial de influência privada sobre as empresas da amostra comparado ao potencial de influência governamental a partir dos seus desenhos de governança corporativa. A comparação entre o potencial de influência privada e governamental foi realizada no plano do controle acionário, da administração e da estrutura de capital das empresas investigadas. Foram considerados, ainda, os fatores de mercado capazes de influenciar a demanda pelos produtos e serviços comercializados pelas empresas pesquisadas no período investigado no Brasil e no exterior. Por fim, os fatores políticos que influenciavam as prioridades do governo brasileiro nas suas relações com o setor privado no período investigado também foram considerados.

A partir do estudo comparado de casos, esta tese sugere que iniciativas de influência governamental sobre a internacionalização de empresas do setor privado brasileiro foram empreendidas a partir de tentativas difusas de emplacar projetos de empresas em

---

<sup>30</sup> O estudo de caso é mais comumente utilizado como metodologia de exploração de variáveis novas, enquanto estudos quantitativos são mais comuns na literatura para estimar o impacto de uma variável específica em um resultado. Apesar disso, o estudo de caso, único ou comparado, consiste em metodologia apropriada para estudos de impacto em algumas situações, especialmente se a hipótese central nega um consenso já estabelecido na literatura, o que é o caso desta tese. No caso, enquanto a literatura empírica existente, que se baseia principalmente em estudos quantitativos, correlaciona a influência governamental como causa da internacionalização e do bom desempenho das empresas multinacionais de países emergentes no exterior, este estudo sugere a correlação, mas não a causalidade no caso brasileiro a partir de evidências qualitativas. Esta discussão será aprofundada no sexto capítulo. Sobre o uso do estudo de caso para estimar impacto, ver GERRING, John, **Case Study Research: Principles and Practices**, 2 edition. Cambridge, United Kingdom New York, NY: Cambridge University Press, 2016.

diferentes braços do governo federal. Entre as instâncias do governo federal envolvidas, o BNDES sem dúvida atuou de forma autônoma em prol de uma política para a internacionalização de empresas, levando o banco adiante tal projeto em diferentes governos, até encontrar no governo Lula um ambiente apropriado para realizá-lo. Outros setores do governo federal também procuraram influenciar o processo de internacionalização de empresas, como o extinto MDIC e a própria Presidência da República ao apoiar empresários buscando oportunidades de IED em viagens internacionais. A FAB também influenciou a internacionalização da Embraer, no caso mais específico de manter o setor aeronáutico brasileiro competitivo. Ocorre que, à exceção do caso da Embraer, nem as iniciativas do BNDES e nem a diplomacia econômica do governo Lula foram capazes de direcionar o IED das grandes empresas brasileiras investigadas de acordo com as prioridades governamentais que dominaram o governo entre 2003 e 2012 quanto à inserção econômica internacional do Brasil.

A abordagem de pesquisa desta tese se situa no rol de estudos em direito e sociedade. Essa abordagem vem já há algumas décadas promovendo uma diversificação epistemológica da produção acadêmica em direito para inserir os estudos jurídicos também no mundo do “ser”, em acréscimo à tradição do positivismo jurídico, que foca no “dever ser”. O debate em direito e sociedade sobre o valor científico da pesquisa empírica no campo do direito abarca um rol temático tão extenso quanto a própria literatura jurídica no geral. O diferencial dos estudos que se situam na abordagem de direito e sociedade está menos nos temas possíveis nessa abordagem e mais na relevância atribuída ao estudo do direito em ação para a compreensão do direito positivo, ou do direito “nos livros”.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> O direito em ação, traduzido do termo em inglês “*law in action*”, e o direito nos livros, traduzido do termo em inglês “*law in books*”, são conceitos elaborados nos estudos em direito e sociedade, expressão traduzida do termo em inglês *law and society*. Ampla comunidade acadêmica internacional se situa nessa abordagem de estudo empírico em direito, embora não exista um rol tão amplo de estudos em direito e sociedade em língua portuguesa. A literatura internacional em direito e sociedade tem sua origem, em conjunto com a literatura de direito e desenvolvimento (“*law and development*”, no original) e dos estudos críticos em direito (“*critical legal studies*”, no original), principalmente no estudo seminal de Trubek e Galanter. Ver TRUBEK, David M.; GALANTER, Marc, *Scholars in Self-Estrangement: Some Reflections on the Crisis in Law and Development Studies in the United States Law and Society*, **Wisconsin Law Review**, n. 4, p. 1062–1103, 1974. Em língua portuguesa, ver principalmente DE SÁ E SILVA, Fabio, *Vetores, desafios e apostas possíveis na pesquisa empírica em direito no Brasil*, **Revista de Estudos Empíricos em Direito**, v. 3, n. 1, 2016.



## **Estrutura da tese**

Esta tese está dividida em sete capítulos, incluindo esta introdução e a conclusão. No próximo capítulo, a tese é situada em revisão de literatura dos dois campos que mais tradicionalmente tratam dos fluxos de IED, o campo do direito internacional econômico e o campo dos negócios internacionais. Já no terceiro capítulo, o estudo é situado na literatura de direito societário a partir de uma reflexão sobre as relações Estado-empresa no Brasil, associando os empreendimentos conjuntos do Estado e de empresas privadas a eventos políticos que são relevantes para compreender como essas relações se transformaram até o fim dos anos 1990. Nesse momento, houve a ascensão dos investidores institucionais controlados pelo Estado como substitutos funcionais das empresas públicas e sociedades de economia mista, as quais tinham se consolidado como o veículo do Estado para intervir como um empreendedor no Brasil em décadas anteriores.

No quarto capítulo, são catalogadas, a partir de fontes primárias e secundárias, as iniciativas governamentais que podem ter influenciado a internacionalização de empresas brasileiras nos anos 2000. As iniciativas e prioridades governamentais presentes entre 2003 e 2012 são descritas conforme seus propósitos possam ser considerados neoliberais, voltados à integração competitiva do Brasil, ou, ainda, desenvolvimentistas. Foram encontradas iniciativas consolidadas de ordem neoliberal, bem como atividades localizadas de ordem desenvolvimentista e de integração competitiva. A análise das iniciativas governamentais, a partir dessas categorias, teve valor metodológico para, depois, no quinto capítulo, compreender-se como a política de apoio à internacionalização de empresas do BNDES se situou em relação ao governo. A análise do quarto capítulo também serviu para verificar-se, no quinto capítulo, se no período investigado existiu sinergia entre as prioridades governamentais na área de política industrial e o tratamento das empresas brasileiras com potencial multinacional na análise de atos de concentração realizada no Brasil pelo CADE.

O sexto capítulo realiza a seleção e o estudo comparado dos casos eleitos para compreender as relações Estado-empresa das multinacionais brasileiras. Com isso, explica-se primeiramente o processo de seleção das quatro empresas escolhidas para o estudo de caso

comparado, bem como detalha-se as bases metodológicas para a análise das variáveis do estudo e a realização de inferências. Em seguida, empreende-se o estudo de caso comparado efetivamente, com a exploração dos achados da pesquisa empírica. Na conclusão, por fim, o aporte da tese para aperfeiçoar a literatura revisada é explorado de forma resumida.

## 2 AS ABORDAGENS ACADÊMICAS SOBRE O INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

Este capítulo situa a tese nas literaturas que mais tradicionalmente se voltam para o estudo das multinacionais e dos fluxos de IED. Estas são a literatura de direito internacional econômico e a literatura de negócios internacionais. Este estudo dialoga com parte bastante específica da literatura de direito internacional econômico, notadamente com os estudos que se voltaram para os aspectos jurídicos da diplomacia econômica do Brasil nos anos 2000, quando foram priorizadas as relações Sul-Sul. No âmbito da literatura de negócios internacionais, a tese dialoga especialmente com os estudos que avaliam a expansão das empresas multinacionais que têm como sede países emergentes.

### 2.1 O direito internacional econômico e a regulação do investimento estrangeiro direto

Um trabalho acadêmico sobre IED no campo do direito normalmente se situa na literatura de direito internacional econômico, que, por sua vez, se dedica a temas jurídicos relacionados ao comércio exterior e aos fluxos internacionais de capital. Tais fluxos incluem IED, e também, outras modalidades de fluxo de capital, normalmente denominados investimentos de portfólio.<sup>1</sup> Apesar da formação de uma ordem econômica internacional, com as instituições de *Bretton Woods*, para a regulação do comércio exterior e do sistema financeiro internacional, uma iniciativa multilateral para regular a modalidade de fluxo de

---

<sup>1</sup> O investimento estrangeiro costuma ser considerado de portfólio, e não direto, quando o aporte no exterior resulta na propriedade de ativos pelo investidor do país provedor no país receptor, sobre os quais o investidor estrangeiro tem direito de obter resultado financeiro, mas não o controle sobre como empreender sua exploração econômica. Esse consenso sobre a diferença entre IED e investimento estrangeiro de portfólio já soma algumas décadas, como se pode ver em WILKINS, Mira, **The Maturing of Multinational Enterprise: American Business Abroad from 1914 to 1970**, First Edition edition. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1974. Embora a literatura, principalmente na área econômica, questione essa divisão para fins de produção de conhecimento, os conceitos de IED e investimento de portfólio são amplamente aceitos em diferentes literaturas e para fins regulatórios. Nesse sentido, ver, por exemplo, CHESNAIS, François, **Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump**, Boston: BRILL, 2016..

capitais via IED não emergiu.<sup>2</sup> Como consequência, na parte dedicada ao IED, a literatura de direito internacional econômico só começou a tomar forma nos anos 2000 e acabou se concentrando no estudo de um aspecto regulatório, que está no plano do direito internacional público:<sup>3</sup> os acordos bilaterais de investimento, ou BITs, na sua sigla original em língua inglesa.

Na medida em que o fluxo internacional de capitais via IED crescia, notadamente nos anos 1950 e 1960, surgiu a iniciativa dos BITs.<sup>4</sup> A Alemanha e a República Dominicana firmaram o primeiro BIT em 1959 e a convenção do ICSID foi pactuada em 1966. Essas foram as primeiras iniciativas diplomáticas preventivas a possibilitar às multinacionais os padrões mínimos de tratamento que desejavam dos governos dos países receptores do seu investimento direto e a legitimidade para acionar esses governos diretamente em caso de controvérsia. Da década de 1960 aos dias atuais, as iniciativas para estabelecer uma regulação internacional para o IED avançaram pouco fora da figura dos BITs ou de outras iniciativas bilaterais. Além disso, os BITs só passaram a ser praticados em grande volume na década de 1990. As primeiras versões desses acordos eram pontuais e regulavam matérias bastante específicas, com foco especial nos parâmetros de compensação em caso de expropriação, embora um padrão mínimo de tratamento para o investidor estrangeiro também já fosse estabelecido.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> Carmody comparou o regime jurídico formado para o comércio exterior, que se conformou num sistema multilateral baseado na OMC, e o regime jurídico do investimento estrangeiro, que acabou regulado por um quadro disperso de BITs, com algumas instituições multilaterais, como o ICSID, que apenas apoiam a execução desses acordos. Ver CARMODY, Chios, Obligations versus Rights: Substantive Difference between WTO and International Investment Law, *Asian Journal of WTO and International Health Law and Policy*, v. 12, n. 1, p. 75–104, 2017. O FMI e o grupo Banco Mundial aglomeram as instituições internacionais que se formaram em *Bretton Woods* para regular o sistema financeiro internacional. Sobre o contexto de criação das instituições de *Bretton Woods* e uma análise crítica das mudanças de orientação na sua missão ao longo do tempo, ver STIGLITZ, Joseph E., *Globalization and Its Discontents*, [s.l.]: W. W. Norton & Company, 2003., p. 3-22.

<sup>3</sup> Por direito internacional público, entende-se o conjunto de acordos internacionais que passam por processo de ratificação no legislativo dos países signatários, assim como sua interpretação e aplicação em tribunais e ambientes de resolução de disputa internacionais. Outros conceitos para outros fins acadêmicos podem ser encontrados na literatura. Os BITs talvez sejam a única iniciativa bilateral de regulação internacional do IED de acordo com as regras de direito internacional público. Ver SORNARAJAH, M., *The International Law on Foreign Investment*, [s.l.]: Cambridge University Press, 2017.

<sup>4</sup> Para um apanhado histórico completo ver VANDELDE, Kenneth J., A Brief History of International Investment Agreements Symposium: Romancing the Foreign Investor: BIT by BIT, *U.C. Davis Journal of International Law & Policy*, v. 12, n. 1, p. 157–194, 2005; VAN HARTEN, Gus, *Investment Treaty Arbitration and Public Law*, Oxford: Oxford University Press, 2007.

<sup>5</sup> Para exemplos de relatórios que mapeiam o uso dos BITs, ver a série *World Investment Report*, disponível em: <<http://unctad.org/en/pages/DIAE/World%20Investment%20Report/WIR-Series.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

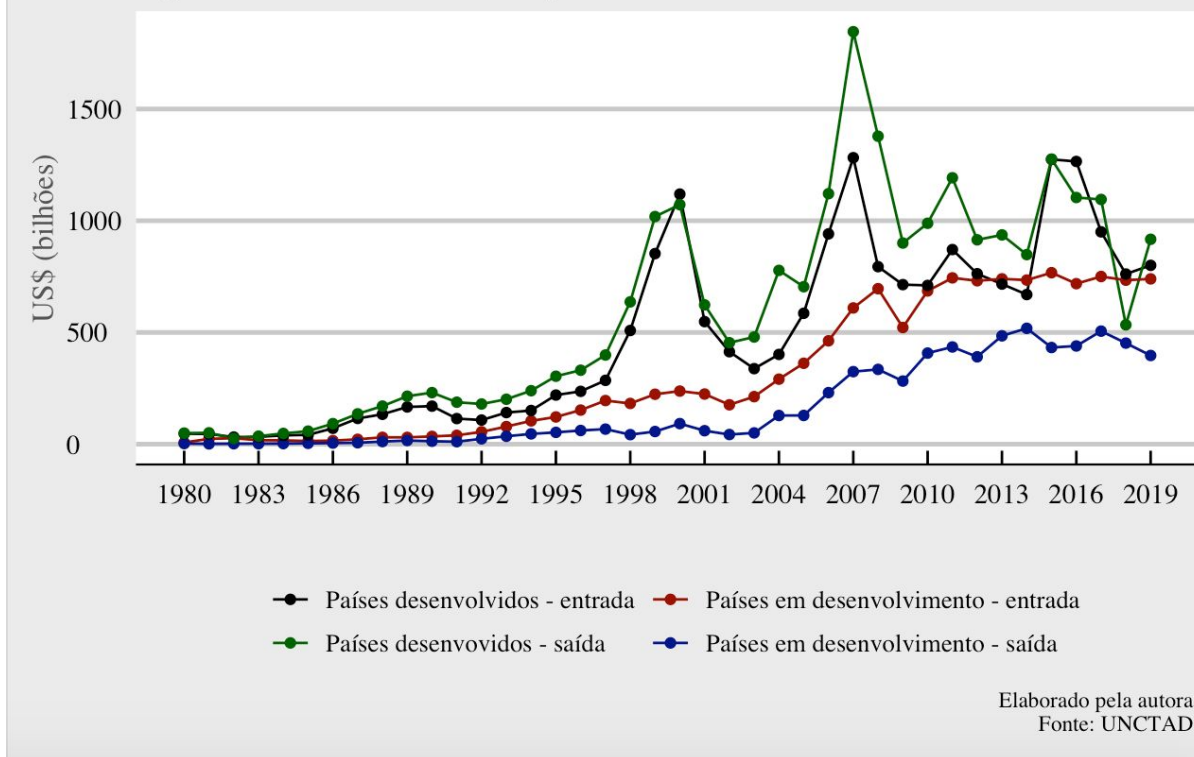
As análises acadêmicas dos BITs na área do direito, portanto, partem da tensão entre os interesses dos investidores estrangeiros – multinacionais controladas por nacionais de países desenvolvidos, que firmam BITs com certos governos receptores – normalmente países com renda inferior e que, por isso, precisam atrair investidores estrangeiros para financiar seu setor produtivo.<sup>6</sup> Apesar da concentração da exportação e atração do IED nos países desenvolvidos, no eixo Norte-Norte (ver Figura 2.1), a importância dos BITs como mecanismo de regulação está no fluxo de IED de países desenvolvidos para países em desenvolvimento, no eixo Norte-Sul. As estatísticas da UNCTAD mostram que, historicamente, a prática dos BITs está presente nos três eixos possíveis: Norte-Sul, Norte-Norte e Sul-Sul, mas a prevalência esteve no primeiro eixo de acordo com as estatísticas disponíveis. Em 2005, os BITs mapeados no WIR, o relatório anual produzido pela UNCTAD com tendências econômicas e regulatórias nos fluxos globais de IED, somaram 2.495, dos quais 59% haviam sido firmados no eixo Norte-Sul, 40% no eixo Sul-Sul, e 8% no eixo Norte-Norte.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Esforços detalhados em sistematizar uma regulação do investimento estrangeiro direto podem ser encontrados em VAN HARTEN, **Investment Treaty Arbitration and Public Law**; SALACUSE, Jeswald W.; SULLIVAN, Nicholas P., Do BITs Really Work: An Evaluation of Bilateral Investment Treaties and Their Grand Bargain, **Harvard International Law Journal**, v. 46, n. 1, p. 67–130, 2005; SORNARAJAH, **The International Law on Foreign Investment**. Para referências críticas recentes à interpretação dos BITs nos precedentes do ICSID, especialmente no âmbito das arbitragens internacionais que ocorrem entre investidores de países ricos e governos de países em desenvolvimento, ver EXELBERT, Jeremy, Consistently Inconsistent: What Is a Qualifying Investment Under Article 25 of the ICSID Convention and Why the Debate Must End, **Fordham Law Review**, v. 85, n. 3, p. 1243, 2016; KLEINHEISTERKAMP, Jan, Investment Treaty Law and the Fear for Sovereignty: Transnational Challenges and Solutions, **The Modern Law Review**, v. 78, n. 5, p. 793–825, 2015; GUNTRIP, Edward, Self-Determination and Foreign Direct Investment: Reimagining Sovereignty in International Investment Law, **International & Comparative Law Quarterly**, v. 65, n. 4, p. 829–857, 2016; PERRONE, N. Marcelo, Los derechos de los inversores extranjeros sobre la tierra según los tratados de protección de inversiones: una visión desde Latinoamérica, **ACDI - Anuario Colombiano de Derecho Internacional**, n. 9, p. 273–308, 2016. Tais artigos foram encontrados em busca nos periódicos indexados pelo *Web of Science*, com filtro entre 2015 e 2017, a partir das palavras-chave “*Foreign Direct Investment Regulation*”. A única fonte encontrada apontando para a recorrência das arbitragens entre investidores e estados no eixo Norte-Norte foi SCHULTZ, Thomas; DUPONT, Cédric, Investment Arbitration: Promoting the Rule of Law or Over-empowering Investors? A Quantitative Empirical Study, **European Journal of International Law**, v. 25, n. 4, p. 1147–1168, 2014.

<sup>7</sup> Ver **World Investment Report 2006**, Geneva: United Nations Publication, 2006. Não existe um consenso sobre quais são os países do Sul – ou seja, os países em desenvolvimento –, motivo pelo qual consideramos os países da região do sudeste europeu e da comunidade de países independentes como do Sul, pela inferioridade dos seus índices econômicos e sociais em relação aos dos países considerados pela UNCTAD como desenvolvidos, ou do Norte. A estatística utilizada de 2005 é curiosamente a mais recente acerca dos eixos de pactuação dos BITs considerando países desenvolvidos e em desenvolvimento entre os dados disponíveis nas estatísticas da UNCTAD. Como será explorado adiante neste capítulo, poucos anos depois iniciou-se uma tendência para alargar o escopo dos acordos internacionais sobre investimento para além da tensão entre empresas de países desenvolvidos e governos de países em desenvolvimento. Mais atenção tem sido dada, ainda, mais recentemente, ao tratamento dado à entrada e saída de IED na regulação doméstica.

**Figura 2.1 Fluxos de IED entre países desenvolvidos e em desenvolvimento**



Um regime internacional para o IED, então, passou a ser reconhecido a partir dos anos 1990, pelo qual os BITs oferecem um padrão mínimo de tratamento para os investidores estrangeiros, com uma série de direitos voltados à sua proteção e de deveres que os governos dos estados receptores devem respeitar. Também faz parte desse regime internacional a elaboração de mecanismos de resolução de controvérsias e execução, foco central dos estudos mais recentes.<sup>8</sup> Como padrões mínimos de tratamento, é esperado que o governo local confira aos investidores estrangeiros um tratamento “justo e equitativo”, sem discriminação em relação aos investidores locais e com proteção e segurança garantidas aos seus ativos, assim como é comum a previsão de uma cláusula da “nação mais favorecida”, pela qual os privilégios concedidos a um investidor de outra nacionalidade são automaticamente aplicáveis aos demais. Também, entre os padrões de tratamento centrais, estão: a livre transferência de capitais, exceto em situações de crise no balanço de pagamentos; a justa

<sup>8</sup> Esse regime vem sendo sistematizado principalmente por Salacuse e Sornarajah. Ver SALACUSE; SULLIVAN, Do BITs Really Work; SORNARAJAH, **The International Law on Foreign Investment**.

compensação em caso de expropriação; e a manutenção dos direitos dos investidores estrangeiros em caso de guerra ou perturbação civil.<sup>9</sup>

Já, o mecanismo de resolução de controvérsias gira em torno da arbitragem direta entre investidores e estados, mesmo sem a exaustão dos mecanismos locais de resolução de controvérsias do país receptor.<sup>10</sup> As arbitragens internacionais de investimento normalmente ocorrem no âmbito da ICSID, convenção integrante do sistema Banco Mundial, à qual os estados podem aderir independentemente do uso de BITs ou em arbitragens *ad hoc* que fazem uso do regulamento da UNCITRAL. Existem também outras câmaras de arbitragem estabelecidas, como a PCA, a ICC, e a SCC, menos utilizadas.<sup>11</sup> A delimitação do que é um investimento estrangeiro elegível para uso da ICSID como mecanismo de resolução de controvérsias é um tema recorrente na literatura, ao lado do direito à compensação em caso de expropriação, ambos dentro do grande tema da arbitragem internacional entre investidores e estados, um tópico central nos propósitos da regulação do investimento estrangeiro por meio dos BITs.<sup>12</sup>

A expansão no uso dos BITs ao longo da década de 1990 está associada à conjuntura política global da época. Ao longo da década de 1980, a economia global vinha sofrendo as consequências da crise fiscal de vários países e da queda do preço internacional das commodities, especialmente por conta da crise do petróleo.<sup>13</sup> Especificamente na América Latina, o ciclo de gastos públicos com políticas de substituição de importações após a II

---

<sup>9</sup> SALACUSE; SULLIVAN, Do BITs Really Work; SORNARAJAH, **The International Law on Foreign Investment**.

<sup>10</sup> Ao contrário da doutrina Calvo, que determinava aos investidores estrangeiros a exaustão dos mecanismos de resolução de controvérsias nacionais antes do uso de mecanismos internacionais e dominou a prática em termos de contratos internacionais envolvendo investimento estrangeiro até meados do século XX, quando os BITs começaram a despontar. Sobre a doutrina Calvo e sua origem no contexto da América Latina, ver GARCIA-MORA, Manuel R., The Calvo Clause in Latin American Constitutions and International Law, **Marquette Law Review**, v. 33, p. 205, 1949, p. .

<sup>11</sup> Para estatísticas das câmaras mais utilizadas em arbitragens internacionais entre investidores e estados, ver SCHULTZ; DUPONT, Investment Arbitration.

<sup>12</sup> Coletâneas como o *Oxford Handbook* e a organizada por Brown e Miles compilam estudos representativos disso. Ver MUCHLINSKI, Peter; ORTINO, Federico; SCHREUER, Christoph, **The Oxford handbook of international investment law**, Oxford: Oxford University Press on Demand, 2008; BROWN, Chester; MILES, Kate, **Evolution in Investment Treaty Law and Arbitration**, Cambridge: Cambridge University Press, 2011. A tese de Van Harten é uma das primeiras referências a apontar a centralidade da arbitragem entre investidores e estados no regime dos BITs, e constrói crítica relevante a esse sistema de resolução de controvérsias. VAN HARTEN, **Investment Treaty Arbitration and Public Law**.

<sup>13</sup> Para um mapeamento das crises fiscais globais ao longo do século XX, assim como seus desdobramentos entre países e regiões e seus impactos locais, ver IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK (WEO), **Financial Stress, Downturns, and Recoveries**, [s.l.]: IMF, 2008.

Guerra Mundial também vinha contribuindo para os déficits públicos.<sup>14</sup> Nesse contexto, as instituições multilaterais e de ajuda financeira situadas em Washington, D.C., principalmente o Banco Mundial e o FMI, vinham se dedicando à compreensão e contenção das crises fiscais em escala global e incentivaram reformas institucionais junto com os recursos financeiros direcionados aos países em crise, particularmente aos países em desenvolvimento.<sup>15</sup> Partindo desse ambiente de reflexão sobre boas práticas econômicas, o economista John Williamson, então baseado no *Peterson Institute for International Economics*, resumiu em 1990 dez orientações de liberalização econômica para os países em desenvolvimento hoje conhecidas como o Consenso de Washington, consistentes em: disciplina fiscal; reorientação de despesas orçamentárias; reforma tributária; liberalização financeira; liberalização cambial; liberalização comercial; liberalização do investimento estrangeiro; privatização; desregulação econômica; e fortalecimento dos direitos de propriedade.<sup>16</sup>

O Consenso de Washington ficou conhecido, principalmente entre opiniões críticas aos seus resultados, como neoliberalismo, por conta do fundamentalismo de mercado que oferece como solução para o desenvolvimento, no qual basta retirar o estado do centro da tomada de decisões em assuntos econômicos e conferir ampla liberdade à iniciativa privada. Do lado da formulação de política, formou-se também uma orientação geral para reformas institucionais influenciada pelo neoinstitucionalismo.<sup>17</sup> O neoinstitucionalismo é a corrente de pensamento na teoria econômica que traduz em reformas institucionais as soluções para o problema do desenvolvimento a partir do funcionamento eficiente dos mercados. As instituições, nessa visão, devem ser elaboradas para eliminar custos de transação. A falta de informação para a correta mensuração de preços; o tamanho dos mercados, que pode tornar suas transações mais pessoais; e a dificuldade para executar os contratos estão entre os

---

<sup>14</sup> Sobre os impactos da crise fiscal global dos anos 1980 especificamente na América Latina, ver STEWART, Frances, *The Impact of Global Economic Crises on the Poor: Comparing the 1980s and 2000s*, **Journal of Human Development and Capabilities**, v. 13, n. 1, p. 83–105, 2012.

<sup>15</sup> EFFROS, Robert C., *The World Bank in a Changing World: The Role of Legal Construction*, **The International Lawyer**, v. 35, n. 4, p. 1341–1348, 2001.

<sup>16</sup> WILLIAMSON, John, *What Washington means by policy reform*, in: WILLIAMSON, John; INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS (U.S.) (Orgs.), **Latin American adjustment: how much has happened?**, Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990.

<sup>17</sup> As críticas ao fundamentalismo de mercado (neoliberalismo) que o Consenso de Washington representa foram revisadas por Rodrik, que também avaliou o quanto a formulação de política internacional foi influenciada, na prática, pelo neoinstitucionalismo. Ver RODRIK, Dani, *Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform*, **Journal of Economic Literature**, v. 44, n. 4, p. 973–987, 2006.



principais custos de transação. Douglass North elaborou o modelo de análise de reformas institucionais que identificou esses custos de transação, reduzidos na experiência de países desenvolvidos e associados a economias menos desenvolvidas, sendo ainda reforçados pelas ideologias locais sobre a prática em relação aos direitos de propriedade e o caráter relacional das suas transações de mercado.<sup>18</sup>

O modelo de North influenciou o consenso sobre as reformas institucionais necessárias para a efetiva liberalização conforme o Consenso de Washington. Essas reformas deveriam fortalecer os direitos de propriedade e oferecer um ambiente institucional previsível para aplicação das regras e execução dos contratos, elementos que fundam o que ficou conhecido no meio de formulação de política como *rule of law*.<sup>19</sup> Dani Rodrik chegou a indicar orientações de reforma institucional, que se relacionam com as medidas de liberalização do Consenso de Washington, as quais nos anos 2000 ficaram conhecidas como “reformas de segunda geração” ou “Consenso de Washington aumentado”<sup>20</sup> (ver Tabela 2.1).

**Tabela 2.1 Consenso de Washington aumentado**

Consenso de Washington	Reformas de segunda geração
Disciplina fiscal	Governança corporativa
Reorientação das despesas orçamentárias	Políticas anticorrupção
Reforma tributária	Flexibilidade na relação de trabalho
Liberalização financeira	Acordos comerciais
Liberalização cambial	Standards privados
Liberalização comercial	Regulação prudencial
Liberalização do investimento estrangeiro	Regime cambial sem intermediação
Privatização	Banco central independente
Desregulação econômica	Proteção social
Fortalecimento dos direitos de propriedade	Redução da pobreza

Adaptado pela autora.

Fonte: RODRIK, Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?, 2006, p. 978.

<sup>18</sup> NORTH, Douglass Cecil, **Transaction costs, institutions, and economic performance**, San Francisco: ICS Press San Francisco, CA, 1992.

<sup>19</sup> Nesse sentido, ver POSNER, Richard A., Creating a Legal Framework for Economic Development, **The World Bank Research Observer**, v. 13, n. 1, p. 1–11, 1998.

<sup>20</sup> RODRIK, Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?

Apesar de não aparecerem na lista acima, os BITs podem ser interpretados como um exemplo típico de reforma neoinstitucional, ou neoliberal, e o direito internacional econômico aí se situa. Isso porque no regime dos BITs pode ser visto um segundo passo da orientação de liberalização do investimento estrangeiro: na falta de um *rule of law* doméstico para proteger a livre disposição da propriedade privada nos países em desenvolvimento, os BITs são propostos para oferecer aos investidores estrangeiros um *rule of law* internacional. Conforme indica a produção intelectual das instituições internacionais influentes sobre a formulação de política relacionada aos fluxos de IED, notadamente o Banco Mundial e a UNCTAD, o uso de BITs seria um indicativo da inclinação dos governos de países em desenvolvimento receptores de IED a mitigar a fragilidade do ambiente institucional doméstico para os investidores estrangeiros.<sup>21</sup> Nesse ambiente institucional frágil, falta definir os direitos de propriedade com clareza e um judiciário confiável e célere para a execução desses direitos. Os BITs, assim, seriam um substituto da falta de um *rule of law* doméstico, já que os direitos de propriedade são definidos no próprio acordo, e o mecanismo de resolução de controvérsias se dá diretamente entre investidores e estados via arbitragem, o que substitui um judiciário eficiente.

O senso comum na formulação de política internacional sobre os fluxos de investimento estrangeiro, portanto, parte de uma premissa na qual o desenvolvimento é resultado da composição dos interesses das multinacionais (do Norte) e do governo local dos países receptores (do Sul), por intermédio de um *rule of law* internacional que viabilize um ambiente de livre-mercado.<sup>22</sup> O presente trabalho designará, nos próximos capítulos, como medidas neoliberais, os acordos bilaterais que regulam a relação entre investidores externos e países receptores diretamente, como os BITs; e também outras reformas institucionais orientadas para a promoção de valores de mercado efetivamente postas em prática no Brasil

---

<sup>21</sup> É isso que se extrai de uma revisão geral da série *World Investment Report*, elaborada pela Unctad desde 1989, que cataloga a cada ano as principais tendências no uso dos BITs, principalmente pelos países em desenvolvimento. Ver, por exemplo, **World Investment Report 2018**, Geneva: United Nations Publication, 2018.. Exemplo similar é o *Legal Framework for the Treatment of Foreign Investment*, publicado pelo Banco Mundial em 1992. Ver BANK, The World, **Legal framework for the treatment of foreign investment: Guidelines**, [s.l.]: The World Bank, 1992..

<sup>22</sup> Sobre o impacto dos BITs na formulação de política dos países em desenvolvimento e na literatura antes e depois dos anos 1990, com a ascensão do neoliberalismo, ver FAUNDEZ, Julio, *International Economic Law and Development: Before and After Neo-Liberalism*, in: FAUNDEZ, Julio; TAN, Celine (Orgs.), **International Economic Law, Globalization and Developing Countries**, Northampton: Edward Elgar Publishing, 2010, p. 10–33.

nos anos 1990 e que foram relevantes para esta pesquisa.<sup>23</sup> A escolha pelo diálogo com a crítica neoliberal serve, principalmente, para situar na literatura a contribuição teórica pretendida. Esta tese avalia a intervenção do Estado sobre a economia a partir de observações empíricas da influência governamental sobre a governança corporativa de multinacionais brasileiras, influência essa contextualizada em momento posterior às reformas neoliberais típicas dos anos 1990 e observada de forma independente de uma avaliação sobre ser o funcionamento dos mercados influenciados pelo governo eficiente ou não.<sup>24</sup> A contribuição aqui pretendida, portanto, dialoga com os estudos interessados em compreender a realidade dos países em desenvolvimento após o neoliberalismo e em momento de intervenção estatal ascendente, e tem pouca relação com estudos mais alinhados ao neoinstitucionalismo, que pretendem compreender o papel das instituições no funcionamento dos mercados, principalmente se esse funcionamento for eficiente.<sup>25</sup>

Mas, para além do reconhecimento de que a literatura de direito internacional econômico sobre IED se funda no estudo dos BITs, é mais importante ainda pontuar as controvérsias que existem sobre os impactos dos BITs e sobre a limitação do objeto dessa literatura, já que algumas dessas controvérsias são centrais para o desenvolvimento desta tese. Uma primeira informação relevante é que os BITs, apesar de estarem no centro da literatura de direito internacional econômico sobre IED, estão fora das práticas regulatórias de caráter neoliberal, às quais o Brasil aderiu na década de 1990. Apesar de o Brasil ter se tornado signatário de 14 BITs nesse período, apenas sete deles foram enviados ao Congresso Nacional,

---

<sup>23</sup> Essas reformas dizem respeito principalmente às privatizações e à regulação macroeconômica postas em prática no Brasil na década de 1990 e serão retomadas no Capítulo 4.

<sup>24</sup> Como já indicado na introdução e será explorado em mais detalhes na próxima seção e no próximo capítulo, esta tese estabelece um diálogo com as literaturas de direito internacional econômico, direito comercial, e direito e desenvolvimento no campo jurídico, assim como com as literaturas de negócios e economia política pertinentes ao estudo da influência governamental sobre as multinacionais de países em desenvolvimento.

<sup>25</sup> Essa observação é relevante, pois a literatura de direito comercial mais influente no Brasil e no exterior dialoga com concepções neoinstitucionalistas para refletir sobre a função e os impactos do direito societário na redução dos custos de transação das partes relacionadas às empresas. Já nas literaturas de direito internacional econômico e direito e desenvolvimento, é mais comum encontrar menções ao neoliberalismo. No âmbito da literatura nacional de direito comercial, ver, principalmente, a obra de Comparato e Salomão Filho, em que os autores se debruçam sobre os tipos de controle societário mais comuns nas sociedades anônimas brasileiras, assim como sobre os conflitos de agência e custos de transação que a regulação e as práticas societárias procuram mitigar e resolver. Ver COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**, São Paulo: Editora Forense, 2013. Sobre o diálogo entre a economia dos custos de transação e o direito societário na literatura internacional, ver KRAAKMAN, Reinier *et al*, **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, Third Edition. Oxford, New York: Oxford University Press, 2017. Ver também HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier, The End of History for Corporate Law Essay, **Georgetown Law Journal**, v. 89, n. 2, p. 439–468, 2000.

e nenhum foi ratificado.<sup>26</sup> Havia no Brasil vozes críticas de diferentes orientações ideológicas influenciando o Congresso contra a ratificação desses acordos, embora com a liderança de congressistas filiados ao PT como oposição oficial.<sup>27</sup>

Algumas dessas vozes indicavam que a definição de investimento estabelecida nos BITs era muito ampla e poderia acabar incluindo a possibilidade de arbitragem internacional entre investidores de portfólio e o Estado brasileiro, aumentando consideravelmente as chances de demanda internacional sobre o Brasil em matéria de IED. As críticas também se dirigiam à regulação cambial, pois o texto dos BITs firmados reduzia a capacidade do Brasil de regular os fluxos cambiais no país em situações de crise no balanço de pagamentos. Além disso, o BIT assinado com a Suíça estabelecia que a compensação pelo Estado brasileiro em caso de expropriação se daria necessariamente em moeda de livre conversão, em redação que alguns críticos entendiam contrariar a Constituição Federal de 1988.<sup>28</sup> Tanto em ambientes políticos de direita como de esquerda, a possibilidade de arbitragem internacional entre investidores e o Estado brasileiro, diretamente, sem exaustão dos mecanismos de resolução de controvérsia disponíveis no judiciário doméstico, foi vista também como de constitucionalidade duvidosa. Outro argumento contra a ratificação dos BITs no contexto de então estava na circunstância de que o Brasil já havia acabado com os monopólios estatais que restringiam o investimento privado e, conseqüentemente, o investimento estrangeiro ao longo dos anos 1990,<sup>29</sup> assim como, desburocratizado os fluxos

---

<sup>26</sup> Entre 1994 e 1999, o Brasil pactuou BITs com: Portugal, Chile, Reino Unido e Irlanda, Suíça, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Venezuela, Coreia do Sul, Cuba, Holanda e Bélgica. Foram enviados em algum momento para ratificação apenas os BITs com Portugal, Chile, Reino Unido e Irlanda, Suíça, França e Alemanha. Todos os BITs foram assinados e enviados ao Congresso Nacional para ratificação no governo FHC, embora as negociações tenham iniciado no governo Collor. Ver CAMPELLO, Daniela; LEMOS, Leany, The non-ratification of bilateral investment treaties in Brazil: a story of conflict in a land of cooperation, **Review of International Political Economy**, v. 22, n. 5, p. 1055–1086, 2015. Ver também base de dados da UNCTAD com mapeamento global dos BITs assinados pelos países: <https://investmentpolicy.unctad.org/international-investment-agreements>, acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>27</sup> Sobre o debate político por trás da não ratificação dos BITs firmados pelo Brasil nos anos 1990, ver *Ibid.*

<sup>28</sup> Essa incompatibilidade se relaciona principalmente com o artigo 100 da Constituição Federal de 1988: “Art. 100. Os pagamentos devidos pelas Fazendas Públicas Federal, Estaduais, Distrital e Municipais, em virtude de sentença judiciária, far-se-ão exclusivamente na ordem cronológica de apresentação dos precatórios e à conta dos créditos respectivos, proibida a designação de casos ou de pessoas nas dotações orçamentárias e nos créditos adicionais abertos para este fim.”

<sup>29</sup> As principais mudanças nesse sentido ocorreram no ano de 1995. Nesse ano, a Emenda Constitucional n.º 6 revogou o art. 171 da Constituição Federal de 1988, que permitia tratamento diferenciado a empresas nacionais para o investimento em setores classificados como sensíveis para a defesa ou o desenvolvimento nacional. A mesma emenda revogou também parte do art. 176 da Constituição Federal de 1988, para permitir o investimento estrangeiro no setor de mineração e de energia hidrelétrica em iguais condições em relação ao tratamento dado ao investimento nacional. A Emenda Constitucional n.º 7 liberalizou o investimento estrangeiro no setor de

internacionais de capital, que passaram a poder ingressar e sair do país mediante mera declaração eletrônica ao Banco Central do Brasil.<sup>30</sup> Em 2002, em um de seus últimos atos executivos, o ex-presidente Fernando Henrique Cardoso, a partir agora designado como FHC, retirou os BITs anteriormente enviados da pauta do Congresso Nacional, sob a justificativa de que sua ratificação seria claramente contrária ao desejo da sociedade civil.<sup>31</sup>

Ao contrário do que se pode imaginar à primeira vista, a taxa de ratificação de medidas de facilitação de investimento e de acordos internacionais assinados no Brasil é alta. As Emendas Constitucionais pró-investimento estrangeiro aprovadas pelo Congresso Nacional demandaram quóruns superiores aos exigidos para uma eventual ratificação dos BITs assinados e, no mesmo período, 24 acordos bilaterais para evitar dupla tributação de residentes estrangeiros foram ratificados sem oposição. Fica claro, assim, que a atração de IED era motivo de preocupação no Brasil. Mas, ao mesmo tempo, a diplomacia econômica em matéria de investimento estrangeiro não foi a prioridade do executivo brasileiro no contexto pós-Constituição Federal de 1988, mesmo em governos alinhados com reformas neoliberais, como foram o governo Collor e os governos FHC.

Além de saber que eles estão fora do escopo de práticas regulatórias às quais o Brasil aderiu nos anos 1990, existem dois sentidos comuns a serem superados na discussão sobre os BITs. Um deles é o impacto desses acordos bilaterais sobre os fluxos de investimento. Foram poucos os estudos empíricos que investigaram o potencial dos BITs para atrair IED para países em desenvolvimento e seus resultados não são animadores. Hallward-Driemeier trabalha com amostra de 31 países em desenvolvimento e investiga o impacto dos BITs por eles firmados com países desenvolvidos no aumento da entrada de IED vindo desses países.<sup>32</sup> O achado foi que os BITs só têm efeito positivo sobre a entrada de IED em um país se

---

transportes, em modificação promovida no artigo 178 da Constituição Federal de 1988. Já a Emenda Constitucional n.º 8 liberalizou o investimento privado, incluindo o estrangeiro, nos setores de telecomunicações, radiodifusão sonora, e de sons e imagens, em mudanças promovidas na redação do artigo 21 da Constituição Federal de 1988. Por fim, a Emenda Constitucional n.º 9, também aprovada em 1995, liberalizou o investimento privado no setor de petróleo e gás mediante contratações com o poder público.

<sup>30</sup> Por meio de atos normativos expedidos a partir de 1992, o Banco Central do Brasil já vinha possibilitando os fluxos internacionais de capitais para o Brasil e do país para o exterior mediante mero registro eletrônico desde o governo Collor. Ver SILVA, Sílvia Samarone, *A liberalização do investimento estrangeiro e do mercado cambial no Brasil*.

<sup>31</sup> Campello e Lemos indicam ser o Brasil o único país que nunca ratificou um BIT. Ver CAMPELLO; LEMOS, *The non-ratification of bilateral investment treaties in Brazil*.

<sup>32</sup> HALLWARD-DRIEMEIER, M., *Do bilateral investment treaties attract FDI? Only a bit and they could bite*.

associados à existência prévia de um bom ambiente institucional doméstico – ou seja, de um *rule of law* doméstico.

Alguns outros estudos empíricos continuaram essa investigação. Tobin e Rose-Ackerman trabalharam com dados e metodologia parecidos e concluíram que pactuar BITs influencia o fluxo de entrada de IED, aumentando-o, apenas em cenários de baixo risco, o que corrobora as conclusões de Hallward-Driemeier.<sup>33</sup> Além disso, no seu estudo, Tobin e Rose-Ackerman encontraram efeito negativo entre pactuar BITs e o ingresso de investimento direto em países com ambiente institucional de alto risco. O primeiro estudo empírico que encontrou evidências mais fortes sobre a correlação entre o aumento do número de BITs pactuados por um país em desenvolvimento e o fluxo de entrada de IED nesse país foi o de Neumayer e Spess, mas mesmo esse estudo corroborou com a conclusão dos demais sobre não serem os BITs um substituto da fraqueza do *rule of law* doméstico. Ou seja, o impacto positivo dos BITs sobre os fluxos de IED para países em desenvolvimento dependeria da presença concomitante de um bom *rule of law* doméstico.<sup>34</sup> Salacuse e Sullivan reproduziram o estudo de Neumayer e Spess, utilizando outras variáveis de controle, e concluíram que o uso dos BITs teria impacto positivo apenas na atração de IED vindo dos Estados Unidos.<sup>35</sup>

Por fim, Yackee revisou todos os estudos anteriores e elaborou um modelo empírico para reproduzi-los, concluindo que as condições para o achado da correlação entre o uso dos BITs e o aumento na entrada de IED em países em desenvolvimento são tão controladas e específicas que é difícil alcançar uma generalização sobre o impacto de um sobre o outro.<sup>36</sup> Nos últimos anos, esse tipo de estudo empírico não tem se reproduzido. O verdadeiro papel dos BITs, portanto, tem sido mais proteger os investidores estrangeiros e menos atraí-los. De fato, as arbitragens internacionais movimentam milhões de dólares para a solução de controvérsias, as quais são relativamente mais custosas para governos de países receptores em desenvolvimento. O custo das arbitragens internacionais de investimento para países em

---

<sup>33</sup> ROSE-ACKERMAN, Susan; TOBIN, Jennifer, **Foreign Direct Investment and the Business Environment in Developing Countries: The Impact of Bilateral Investment Treaties**, Rochester, NY: Social Science Research Network, 2005.

<sup>34</sup> NEUMAYER, Eric; SPESS, Laura, Do bilateral investment treaties increase foreign direct investment to developing countries?, **World development**, v. 33, n. 10, p. 1567–1585, 2005.

<sup>35</sup> SALACUSE; SULLIVAN, Do BITs Really Work.

<sup>36</sup> YACKEE, Jason Webb, Do Bilateral Investment Treaties Promote Foreign Direct Investment - Some Hints from Alternative Evidence, **Virginia Journal of International Law**, v. 51, n. 2, p. 397–442, 2010.

desenvolvimento, inclusive, é reconhecido como um fator que contribui para uma crise de legitimidade na prática dos BITs, como relatado em vários estudos acadêmicos.<sup>37</sup>

Após analisar o quadro geral de BITs e investigar seu uso, Van Harten sugeriu uma reforma nos caminhos em curso para a regulação do investimento estrangeiro direto, por meio do estabelecimento de um tribunal internacional para a resolução de disputas decorrentes de BITs, formado por representantes indicados pelos governos dos países signatários.<sup>38</sup> Para acessar esse tribunal, os investidores deveriam esgotar os veículos domésticos de resolução de conflitos, cláusula que já não costuma constar nos BITs em vigor na década de 2000, em prejuízo aos países receptores. O argumento defendido no estudo é que, ao contrário das arbitragens em geral, pactuadas por consenso entre partes iguais, o mecanismo de resolução de controvérsias entre investidores e estados trata como individual um ente dotado de soberania, deixando de fora do processo de arbitragem princípios da teoria da justiça como a transparência, a publicidade, a coerência e a independência no julgamento, e principalmente o direito ao duplo grau de jurisdição. No caso das arbitragens comerciais, que ocorrem no mecanismo de resolução de disputas da OMC, tanto os princípios da teoria da justiça estão presentes, quanto o elemento de respeito à soberania dos estados, que litigam por intermédio das suas representações, dentro de um processo mais democrático. No caso da arbitragem entre investidores e estados, um erro de julgamento pelos árbitros pode sacrificar políticas públicas legitimamente estabelecidas no plano doméstico em função do interesse individual de uma empresa.<sup>39</sup>

Estudos críticos nesse sentido não pararam de circular. Em resenha do estudo de Van Harten, Newcombe reconhece que a falta de transparência, publicidade, coerência, independência e duplo grau de jurisdição são um problema do regime internacional que vem se conformando com os BITs. O autor não acredita, contudo, ser o acordo multilateral de um tribunal internacional uma solução viável.<sup>40</sup> Em contribuição para a área do direito

---

<sup>37</sup> Nesse sentido, Schultz e Dupont concluem ser a arbitragem internacional relativamente mais custosa para os governos de países em desenvolvimento do que para os governos de países desenvolvidos quando ocupam a posição de receptores. Ver SCHULTZ; DUPONT, *Investment Arbitration*.

<sup>38</sup> VAN HARTEN, **Investment Treaty Arbitration and Public Law**.

<sup>39</sup> Essa é uma síntese do argumento normativo elaborado por Van Harten na sua tese de doutorado, publicada em 2007 pela *Oxford University Press*. Esse trabalho vem sendo considerado um marco relevante na crítica ao regime dos BITs, por conta do processo de arbitragem entre investidores e estados. Ver *Ibid.*

<sup>40</sup> NEWCOMBE, A., Book Review—Investment Treaty Arbitration and Public Law, **Modern Law Review**, v. 71, p. 145–158, 2008.

internacional, o economista Joseph Stiglitz propõe reformas ao regime dos BITs que incorporem noções de equidade e o interesse social na formulação de política doméstica.<sup>41</sup>

Mais recentemente, Carmody procurou aprofundar as diferenças entre o regime multilateral estabelecido no âmbito da OMC, mais orientado por critérios gerais de equidade e justiça, e o regime dos acordos de investimento, contratual e, por isso, mais centrado nos direitos dos investidores.<sup>42</sup> Essa seria a justificativa por trás de estudos crescentes na literatura, que têm sugerido um alargamento no escopo dos BITs para integrar no seu conteúdo e na sua interpretação tanto os interesses dos investidores quanto as políticas públicas que podem acabar gerando para eles obrigações, a partir de processos legítimos de tomada de decisão ocorridos no plano doméstico. O estudo de Exelbert, um outro exemplo recente sobre a crise de legitimidade dos BITs, critica a interpretação de investimento elegível para arbitragem, indicando que só deveria ser possível a um investidor acionar um estado por meio do ICSID caso seja verificada a contribuição do seu investimento para o desenvolvimento doméstico.<sup>43</sup> Kleinheisterkamp argumenta que um estudo de direito público comparado deveria ser utilizado para elaborar princípios gerais a balizar a capacidade de política pública doméstica sem necessidade de compensação aos investidores estrangeiros eventualmente expropriados, o que conferiria mais segurança jurídica tanto aos investidores quanto aos estados.<sup>44</sup> Perrone oferece visão mais pragmática em relação ao viés pró-investidor das arbitragens internacionais entre investidores e estados e recomenda aos países receptores de IED investir em políticas públicas que reduzam o risco de expropriação e a consequente necessidade de pagar compensação.<sup>45</sup> Já Guntrip e Mortenson criticam a interpretação conferida aos direitos dos investidores na execução de BITs por impor deveres aos estados que ferem a soberania e a autodeterminação nacional.<sup>46</sup>

Esses estudos são críticos ao regime dos BITs, mas pressupõem sua sustentabilidade, com reformas, e não questionam sua centralidade na literatura de direito

---

<sup>41</sup> STIGLITZ, Joseph E., *Regulating Multinational Corporations: Towards Principles of Cross-Border Legal Framework in a Globalized World Balancing Rights with Responsibilities Conference - The Ninth Annual Grotius Lecture Series*, *American University International Law Review*, v. 23, n. 3, p. 451–558, 2007.

<sup>42</sup> CARMODY, *Obligations versus Rights*.

<sup>43</sup> EXELBERT, *Consistently Inconsistent*.

<sup>44</sup> KLEINHEISTERKAMP, *Investment Treaty Law and the Fear for Sovereignty*.

<sup>45</sup> PERRONE, *Los derechos de los inversores extranjeros sobre la tierra según los tratados de protección de inversiones*.

<sup>46</sup> GUNTRIP, *SELF-DETERMINATION AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT*.



internacional econômico. A ideia, neles, é apenas melhorar o regime dos BITs, tornando-o um sistema mais equitativo de regulação do fluxo internacional de capitais diante da soberania dos países receptores para formular políticas públicas localmente. Essa questão é relevante, pois o impacto do IED sobre a economia do país receptor depende da sua capacidade de realizar políticas públicas localmente. Tal questão não foi objeto de um rol amplo de estudos, mas entre 2008 e 2017, ao menos duas revisões importantes sobre o impacto doméstico da entrada de IED em países em desenvolvimento foram empreendidas. Busse e Groizard realizaram um estudo do impacto da entrada de IED sobre o PIB per capita dos países (desenvolvidos e em desenvolvimento) indexados no relatório *Doing Business* do Banco Mundial e concluíram que, nos países cujo *rule of law* é deficiente para proporcionar um ambiente institucional favorável à atividade empresarial, a entrada de IED não é capaz de gerar impacto positivo sobre o crescimento do PIB per capita.<sup>47</sup>

Já o estudo de Narula e Pineli empreendeu revisão mais completa da literatura, que procura a relação entre IED e desenvolvimento local em países em desenvolvimento, e concluiu que a capacidade da entrada de IED para impactar não apenas o crescimento do PIB e do PIB per capita, mas também as condições de produtividade e trabalho locais, é limitada pela capacidade dos países receptores de gerar complementaridades entre indústrias e setores para o aprendizado local e a absorção da tecnologia investida via IED.<sup>48</sup> Para isso, além das capacidades locais de absorção de ativos para a acumulação doméstica, a atração de IED intensivo em tecnologia também é essencial. Para fazer presentes nos países em desenvolvimento ambos esses fatores determinantes da inversão do IED para o desenvolvimento local, a política pública doméstica, ou seja, uma medida de protagonismo estatal, é considerada por Narula e Pineli um fator essencial.

Haveria espaço, então, na literatura de direito internacional econômico para estudos que ultrapassem a tensão do conflito de interesses entre multinacionais de países ricos e países em desenvolvimento receptores do seu investimento? Poderia a regulação local do investimento estrangeiro e, mais precisamente, a política pública para o desenvolvimento local

---

<sup>47</sup> BUSSE, Matthias Groizard, Jose Luis, **Foreign Direct Investment, Regulations, And Growth**, Washington: The World Bank, 2006.

<sup>48</sup> NARULA, Rajneesh; PINELI, André, Multinational enterprises and economic development in host countries: What we know and what we don't know, *in*: GIANLUIGI, G. (Org.), **Development finance**, London: Springer, 2017, p. 147–188.

a partir dos fluxos internacionais de capitais integrar o escopo desse campo e avançar no conhecimento por ele produzido? Ao lado dos estudos já descritos, que sugerem um avanço mais crítico em relação ao significado da regulação do IED nos BITs no campo do direito internacional econômico, soma-se, ainda, um outro corpo de estudos sobre as alternativas de diplomacia econômica dos países emergentes nos anos 2000. Tal literatura argumenta estar a estabilidade do atual regime internacional de proteção do IED sendo desafiada não só pelo anseio de independência para formular políticas públicas, mas também pelo potencial econômico dos países emergentes.<sup>49</sup>

A China e a Índia, países emergentes com longa tradição na assinatura de BITs, têm revisto seu modelo de acordo.<sup>50</sup> No caso da China, cláusulas fortalecendo o papel da soberania nacional têm aparecido em acordos com países em desenvolvimento desde a década de 1990. Já a Índia, que sofreu condenações reiteradas em arbitragens internacionais iniciadas por investidores por conta da demora do judiciário local em resolver controvérsias e de mudanças no licenciamento doméstico para a indústria farmacêutica, propôs um novo modelo de BIT em 2015, que ressalva sua capacidade doméstica de mudar a política setorial.<sup>51</sup> O Brasil, que assinou vários BITs na década 1990, nunca ratificados, e não participa da convenção do ICSID, lançou em 2015 um modelo próprio de acordo bilateral para a facilitação de investimentos estrangeiros, principalmente com países em desenvolvimento, os ACFIs.<sup>52</sup> Além de inovarem também em outros campos, como na definição restrita dos investidores e categorias de investimento a que se aplica, o modelo de ACFI acabou bem diferente dos BITs tradicionais por adotar um modelo de resolução de controvérsias entre estados, fugindo do modelo de arbitragem entre investidores e estados. A África do Sul, por sua vez, iniciou um processo de denúncia de todos os BITs de que era parte desde 2013 e elaborou uma regulação

---

<sup>49</sup> Para um apanhado geral nesse sentido, ver, principalmente, ROLLAND, Sonia E.; TRUBEK, David M., **Emerging Powers in the International Economic Order: Cooperation, Competition and Transformation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2019; ROLLAND, Sonia E.; TRUBEK, David M., Legal Innovation in Investment Law: Rhetoric and Practice in Emerging Countries, **University of Pennsylvania Journal of International Law**, v. 39, n. 2, p. 355–434, 2017; MOROSINI, Fabio; BADIN, Michelle Ratton Sanchez, **Reconceptualizing International Investment Law from the Global South**, Cambridge: Cambridge University Press, 2017.

<sup>50</sup> ROLLAND; TRUBEK, **Emerging Powers in the International Economic Order**; MOROSINI; BADIN, **Reconceptualizing International Investment Law from the Global South**.

<sup>51</sup> Especificamente sobre a Índia, além das fontes já citadas, ver HANESSIAN, Grant; DUGGAL, Kabir, The 2015 Indian Model BIT: Is This Change the World Wishes to See?, **ICSID Review - Foreign Investment Law Journal**, v. 30, n. 3, p. 729–740, 2015.

<sup>52</sup> ROLLAND; TRUBEK, **Emerging Powers in the International Economic Order**; MOROSINI; BADIN, **Reconceptualizing International Investment Law from the Global South**.

local para substituí-los, com o objetivo de resolver conflitos relacionados a investimentos estrangeiros utilizando mecanismos domésticos.<sup>53</sup> Desde 2007 a convenção do ICSID vem sendo também alvo de dissidência, tendo sido denunciada pela Bolívia, pelo Equador e pela Venezuela.<sup>54</sup>

Existem evidências de que essa diplomacia alternativa dos países emergentes vem impactando a centralidade dos BITs na formulação de política internacional sobre os fluxos de IED. Dados coletados pela UNCTAD mostram que, desde 2008, a extinção de BITs existentes vem crescendo<sup>55</sup> e, entre 2019 e 2020, a quantidade de BITs novos pactuados pelos países acabou sendo menor que a quantidade de BITs extintos.<sup>56</sup> Ao lado disso, a UNCTAD vem conferindo mais espaço analítico em seus relatórios anuais na série WIR, desde 2010, ao que chama de reforma do regime de acordos internacionais sobre investimento.<sup>57</sup> A linguagem utilizada pela UNCTAD na série WIR, ao longo da década de 1990 e nos anos 2000, dava ênfase aos BITs como categoria principal a ser analisada entre os aspectos institucionais dos fluxos de IED, como refletido na literatura de direito internacional econômico. Mas a UNCTAD vem, em seus relatórios mais recentes, focando na análise mais geral dos acordos internacionais sobre investimento, incluindo com igual peso iniciativas bilaterais e acordos regionais e multilaterais que tratam sobre investimento direto entre países.<sup>58</sup>

No WIR 2015, a UNCTAD realizou revisão crítica da experiência acumulada com o regime de acordos internacionais de investimento para sugerir caminhos para a sua reforma, que reconheceu já estar sendo empreendida pelos países ao menos desde 2008.<sup>59</sup> De acordo com o relatório, o regime dos BITs se mostrava, naquele momento, fortemente marcado pelas tendências de liberalização do investimento dos anos 1990 e colocava ênfase excessiva nos investidores, deixando de lado outros grupos de interesse impactados pelos BITs, entre os quais estão, principalmente, os governos e a sociedade civil dos países

---

<sup>53</sup> MOSSALLAM, Mohammed, **Process Matters: South Africa's Experience Exiting its BITs**, Rochester, NY: Social Science Research Network, 2015.

<sup>54</sup> ROLLAND; TRUBEK, Legal Innovation in Investment Law.

<sup>55</sup> **World Investment Report 2015**, Geneva: United Nations Publication, 2015.

<sup>56</sup> Nos seus relatórios, a UNCTAD usa a expressão em inglês *International Investment Agreements (IIAs)* para designar BITs e outros acordos multilaterais e regionais que tratam sobre os fluxos de IED. **World Investment Report 2020**, Geneva: United Nations Publication, 2020.

<sup>57</sup> **World Investment Report 2010**, Geneva: United Nations Publication, 2010.

<sup>58</sup> Essa foi a conclusão tirada de uma avaliação da série WIR, comparando os relatórios publicados entre o ano 2000 e 2009 e os relatórios publicados a partir de 2010.

<sup>59</sup> **World Investment Report 2015**.

receptores. A UNCTAD avaliou que o desenvolvimento sustentável passava a ser uma prioridade a ser tratada nos acordos internacionais de investimento, já que a exploração irresponsável do meio ambiente e da força de trabalho dos países menos desenvolvidos não deveria ser mais tolerada. Além disso, a agência também apontou para a crise de 2008, que gerou mais intervenção do estado na economia e, assim, demandou mais espaço para a regulação doméstica para mitigar os efeitos sociais da crise financeira, assim como, prevenir que novas crises ocorram. Por fim, a UNCTAD reconheceu que os países emergentes agora representavam uma força geopolítica mais influente, entre outros fatores, pelo crescimento das suas multinacionais, e isso também teria potencial de influenciar a política internacional em direções novas.

A diplomacia alternativa para o IED e a crise de legitimidade do regime tradicional dos BITs de fato se desenvolveram no contexto do crescimento acelerado dos países emergentes. Ao longo da década de 2000, como já indicado na introdução, as taxas de crescimento do Brasil, da China, da Índia, da Rússia, da África do Sul e de outros países emergentes tiveram desempenho melhor que as dos países desenvolvidos. A opinião pública, inclusive, ia no sentido de que esse crescimento mais acelerado das economias emergentes relativamente às desenvolvidas seria sustentado no longo prazo.<sup>60</sup> Nesse contexto de prosperidade, os países emergentes promoveram diplomacia econômica mais independente e com foco nas relações Sul-Sul, sendo o Brasil um líder em tais iniciativas.

Com a ajuda do Brasil, por exemplo, as quotas de voto detidas por diversos países em desenvolvimento na governança do FMI aumentaram. O Brasil e a Índia são também reconhecidos pelo uso do mecanismo de resolução de controvérsia da OMC para litigar por mais espaço para políticas públicas locais no âmbito da regulação multilateral para o comércio exterior.<sup>61</sup> Análises da política externa dos países do BRICS ao longo dos anos 2000 indicam que o Brasil e os demais participantes viam nos encontros anuais do BRICS um fórum

---

<sup>60</sup> Nesse sentido, ver o relatório do banco Goldman Sachs adiantando cenários para os BRICs até 2050, já mencionado na introdução. WILSON, D.; PURUSHOTHAMAN, R., **Dreaming with brics: The path to 2050**, [s.l.]: Goldman Sachs, 2003.

<sup>61</sup> Nesse sentido, ver SANTOS, Alvaro, Carving Out Policy Autonomy for Developing Countries in the World Trade Organization: The Experience of Brazil & Mexico, **Virginia Journal of International Law**, v. 52, n. 3, p. 551–632, 2011; ROLLAND; TRUBEK, **Emerging Powers in the International Economic Order**; BADIN, Michelle R. S., Developmental Responses to the International Trade Legal Game: Cases of Intellectual Property and Export Credit Law Reforms in Brazil, *in*: TRUBEK, David M. *et al* (Orgs.), **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**, New York: Cambridge University Press, 2013, p. 246–300.

permanente, embora não plenamente institucionalizado, para substituir, sem confronto direto, espaços regulatórios em aberto em ambientes hegemônicos, como a OMC, o Banco Mundial e o FMI.<sup>62</sup>

Por um lado, a diplomacia Sul-Sul gerou uma retórica de cooperação entre países em desenvolvimento. Nessa retórica de cooperação, ficou reconhecida nos países emergentes com maior renda a capacidade de negociar com países desenvolvidos em posição mais equitativa, o que abriria um espaço de maior equidade também para inserção dos países menos desenvolvidos na economia internacional, fosse pelo aprendizado deixado pelos países que vinham desafiando o regime internacional tradicional ou pela efetiva cooperação econômica no eixo Sul-Sul. A cooperação econômica efetiva consistiu no reposicionamento dos países emergentes como provedores de ajuda financeira oficial para países menos desenvolvidos. Ao contrário das práticas de contrapartida na ajuda financeira oficial de países da OCDE, no eixo Sul-Sul, a ajuda financeira se firmou como incondicionada a reformas institucionais, à qualidade das instituições locais ou a qualquer modelo de desenvolvimento predeterminado. Mas, a literatura indica que, junto com a ajuda financeira oficial, o fluxo de IED no eixo Sul-Sul teria crescido, e levanta a hipótese de a cooperação Sul-Sul ser mais baseada no interesse econômico das multinacionais de países emergentes em países menos desenvolvidos do que numa proposta verdadeira de solidariedade entre países em desenvolvimento.<sup>63</sup>

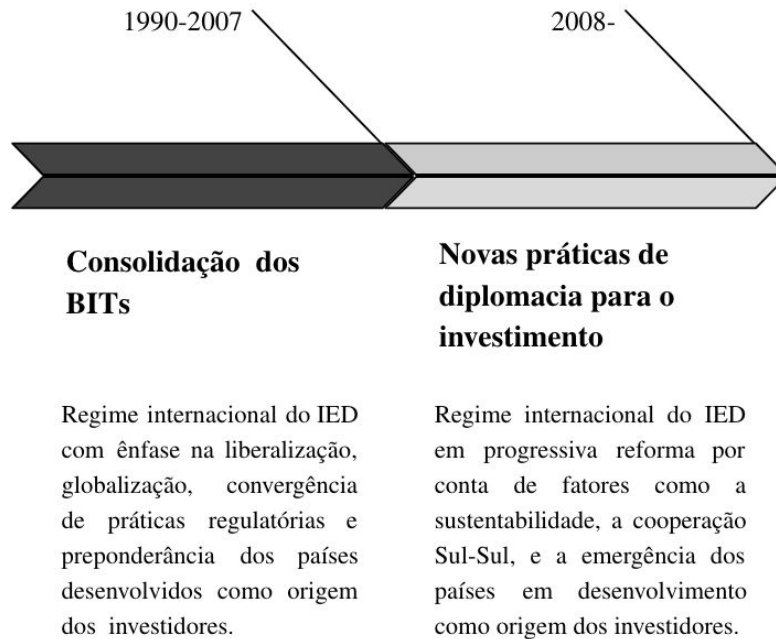
A Figura 2.2, abaixo, resume a evolução do debate sobre a diplomacia internacional para o investimento estrangeiro da década de 1990 até um período mais recente, indicando como o papel dos países em desenvolvimento se transformou ao longo do tempo:

---

<sup>62</sup> A reforma que endereçou o poder de voto dos países integrantes do FMI ocorreu apenas em 2008, após a eclosão da crise financeira mundial, mas a diplomacia do Brasil já a negociava desde antes. Ver STUENKEL, Oliver, **The BRICS and the Future of Global Order**, Reprint edition. Lanham: Lexington Books, 2016.

<sup>63</sup> Para um apanhado geral sobre a diplomacia/cooperação Sul-Sul, ver GRAY, Kevin; GILLS, Barry K., South-South cooperation and the rise of the Global South, **Third World Quarterly**, v. 37, n. 4, p. 557-574, 2016; QUADIR, Fahimul, Rising Donors and the New Narrative of 'South-South' Cooperation: what prospects for changing the landscape of development assistance programmes?, **Third World Quarterly**, v. 34, n. 2, p. 321-338, 2013; INOUE, Cristina Yumie Aoki; VAZ, Alcides Costa, Brazil as 'Southern donor': beyond hierarchy and national interests in development cooperation?, **Cambridge Review of International Affairs**, v. 25, n. 4, p. 507-534, 2012.

**Figura 2.2 Tendências regulatórias no regime internacional do investimento estrangeiro ao longo do tempo**



Elaborado pela autora.

O debate sobre os reais propósitos dos países emergentes com posição de liderança na diplomacia Sul-Sul, se baseados em anseios de exploração econômica ou em solidariedade, é inconclusivo e este trabalho não se debruça sobre seus contornos em detalhe. O relevante desse debate para os fins deste estudo está na hipótese de a diplomacia econômica no geral e a cooperação Sul-Sul em especial terem influenciado o fluxo de IED nos países emergentes. Isso indica não ser esta tese uma contribuição tradicional para o campo do direito internacional econômico. Isso seria difícil para qualquer estudo de IED na experiência brasileira, já que o regime tradicional dos BITs nunca alcançou o Brasil. Da mesma forma, o regime alternativo dos ACFIs começou a se desenvolver em 2015, muitos anos após o pico de saída de IED do Brasil, que foi intenso e ascendente em alguns anos da década de 2000. Mas a diplomacia econômica consistente na aproximação bilateral com outros países via mecanismos de política externa não tradicionais consiste em forma de ativismo estatal que esta tese contribui teoricamente para significar.

## 2.2 Negócios, desenvolvimento e as multinacionais dos países emergentes

Assim como o campo do direito internacional econômico representa a literatura dedicada ao estudo do IED na área do direito, a literatura de negócios internacionais, ligada à área de administração de empresas, representa o campo acadêmico mais influente na produção de conhecimento sobre as causas dos fluxos de IED. Para os propósitos desta tese, é relevante revisar essa literatura a partir de três tendências presentes nos estudos em negócios internacionais, que são observadas de forma concomitante atualmente, mas surgiram em momentos diversos ao longo dos anos. A primeira dessas tendências confere enfoque ao poder de mercado das empresas multinacionais e marcou os estudos inaugurais da literatura de negócios internacionais ao procurar compreender e explicar os propósitos do investimento direto realizado pelas empresas multinacionais pioneiras. Já a segunda das tendências da literatura de negócios internacionais revisada confere ênfase à compreensão da relação do IED com o desenvolvimento dos países, procurando identificar, ainda, os fatores presentes nos países receptores capazes de torná-los mais atrativos para as empresas multinacionais. A terceira tendência revisada se divide em dois enfoques. Por um lado, ela confere enfoque aos países emergentes como origem de empresas multinacionais competitivas, para compreender que fatores do ambiente dos países emergentes podem explicar a competitividade das suas empresas como exportadoras de capital. Por outro, essa terceira tendência na literatura de negócios internacionais dá atenção à experiência de empresas multinacionais maduras para rever os modelos de análise que se tornaram tradicionais.

O trabalho de Stephen Hymer representa uma influência central nos estudos inaugurais do campo de negócios internacionais. Em sua tese de doutorado, publicada sob o título “*The International Operations of National Firms*”, Hymer foi pioneiro ao explicar a categoria do IED como o investimento em outro país caracterizado pelo exercício do controle pela empresa matriz sobre os ativos transferidos ou obtidos no exterior.<sup>64</sup> O autor explicou o fenômeno da empresa multinacional como um tipo superior de firma se comparada às empresas capazes de deter e controlar ativos apenas no seu país de origem, pois a empresa multinacional se provou capaz de explorar eficientemente ativos novos e oportunidades de

---

<sup>64</sup> HYMER, Stephen Herbert, **The multinational corporation: A radical approach**, Cambridge: Cambridge University Press, 1979.

negócios diretamente em outros países, com outras realidades institucionais. A explicação de Hymer sobre a empresa multinacional ficou conhecida como a tese do poder de mercado,<sup>65</sup> pois o autor conclui, em seu trabalho, que uma empresa deslocará ativos para o exterior se tiver a perspectiva de obter ganhos extraordinários em posição dominante ou de monopólio de mercado, pela sua competitividade de origem, que pode estar somada a falhas de mercado presentes no país de destino.

Ao longo da década de 1970, a literatura de negócios internacionais foi tomando forma em torno das ideias pioneiras de Hymer sobre o poder de mercado das empresas multinacionais. Outros autores somaram a tese do poder de mercado à teoria da firma de Coase para enfatizar que uma empresa só preferiria internalizar os custos de manter e controlar ativos no exterior ao invés de se valer do comércio exterior se os custos de transação para exportar seus produtos e soluções se revelassem superiores aos custos de manter a produção no exterior.<sup>66</sup> Nesse sentido, o trabalho de John Dunning foi central para a compreensão da internalização de ativos realizada pelas empresas multinacionais na literatura de negócios internacionais. Em seu trabalho inaugural, o autor investigou o IED de empresas estadunidenses na Inglaterra nos anos 1960 e descobriu que as subsidiárias internacionais dessas empresas eram menos eficientes que as suas matrizes, nos Estados Unidos, mas eram, ao mesmo tempo, mais eficientes que empresas inglesas que operavam nos mesmos setores.<sup>67</sup> Com base nesse achado, Dunning propôs o conceito de “paradigma eclético” para explicar a internacionalização de empresas a partir de seus múltiplos aspectos. O autor incluiu como variáveis do seu modelo de análise a compreensão sobre a competitividade dos ativos

---

<sup>65</sup> Ver, por exemplo, a revisão de Narula e Pinelli sobre a influência do trabalho pioneiro de Hymer na literatura de negócios internacionais. NARULA; PINELI, *Multinational enterprises and economic development in host countries*.

<sup>66</sup> Sobre a tese da internalização para explicar porque as multinacionais podem preferir o investimento direto ao comércio exterior, ver, principalmente, BUCKLEY, Peter J.; CASSON, Mark, **The Future of the Multinational Enterprise**, 2nd Revised edition Edição. Houndmills, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan, 1976. A teoria da firma de Coase explica a formação das firmas, ou das empresas, termo mais utilizado na literatura jurídica, como entidades diferentes das pessoas naturais, como uma forma de economizar custos de transação no processo de produção, já que internalizar na firma a produção de insumos tende a reduzir custos por conta dos custos de transação de obter no mercado insumos necessários para a produção dos bens comercializados pelas empresas. Ver COASE, R. H., *The Nature of the Firm*, **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386–405, 1937. Para uma revisão dos estudos pioneiros na literatura de negócios internacionais, ver NARULA; PINELI, *Multinational enterprises and economic development in host countries*.

<sup>67</sup> Para uma revisão do trabalho de Dunning em retrospectiva, empreendida pelo próprio autor, ver DUNNING, John H., *The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future*, **International Journal of the Economics of Business**, v. 8, n. 2, p. 173–190, 2001.



transferidos para o exterior, a atratividade da localização escolhida para explorar tais ativos, e a capacidade de internalização da produção no exterior de forma eficiente considerando a combinação dos ativos transferidos com as condições de operação na localidade escolhida como destino.<sup>68</sup>

O modelo do paradigma eclético, assim, considera que o IED demanda de uma empresa, de um lado, vantagens em termos de ativos, ligadas à exploração de ativos estratégicos que proporcionem chances de retorno extraordinário no exterior, o que pode se traduzir na aquisição de uma posição de monopólio ou na transferência para o país receptor de ativos até então ali inexistentes.<sup>69</sup> A capacidade de uma empresa de obter retorno excepcional com o investimento direto depende, ainda, das vantagens locais do país receptor, as quais as empresas multinacionais são especialmente aptas para explorar a partir dos seus ativos estratégicos.<sup>70</sup> Por fim, a internacionalização via IED tende a ser eficiente somente diante das vantagens estratégicas de internalizar a produção no exterior na firma, o que deve ter custos menores do que se valer de transações de mercado, como produzir no país de origem e exportar, ou explorar ativos estratégicos como marca e tecnologia via licenciamento para empresas estrangeiras.<sup>71</sup> Por se basear na investigação empírica de variáveis ligadas aos ativos (tradução livre de *ownership*), à localização (tradução livre de *location*), e à internalização da produção no exterior (tradução livre de *internalization*), o modelo do paradigma eclético ficou conhecido na literatura, também, como “paradigma OLI”.<sup>72</sup>

O modelo de análise da expansão das empresas multinacionais pelo paradigma OLI serve para identificar os determinantes possíveis da decisão de produzir bens e/ou soluções com valor agregado diretamente no exterior. Ele não serve como uma teoria preditiva do comportamento das empresas multinacionais no geral, ao menos não em relação à

---

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> Nesse ponto, Dunning se vale da compreensão de Hymer sobre as vantagens comparativas das empresas multinacionais em relação aos ativos que detém. Dunning se refere aos ativos estratégicos que fazem das empresas multinacionais firmas excepcionalmente competitivas como “vantagens comparativas de propriedade”, uma tradução livre de “*ownership advantages*”. Tais vantagens consistem na detenção de ativos específicos que podem consistir em tecnologia inovadora, força de trabalho especializada e até mesmo capacidade gerencial estratégica para explorar as vantagens locais do país receptor e internalizar a produção local. Ver *Ibid.*

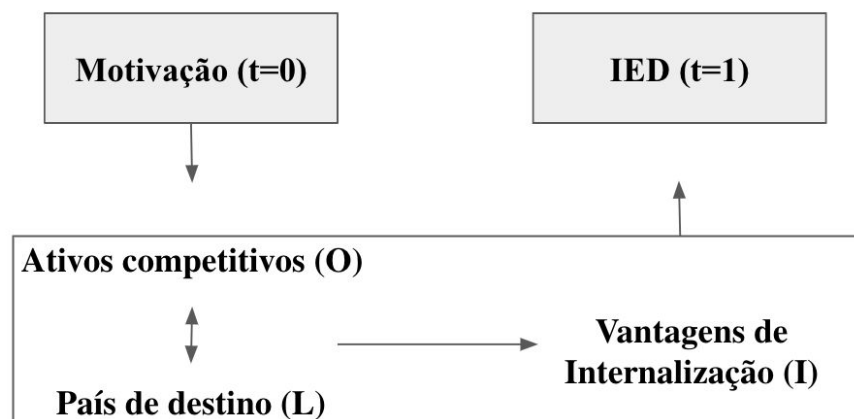
<sup>70</sup> No seu trabalho, Dunning se refere às vantagens de um país como receptor de IED para uma dada empresa como “vantagens comparativas da localização”, uma tradução livre de “*location advantages*”. Ver *Ibid.*

<sup>71</sup> No seu trabalho, Dunning se refere às vantagens de internalizar a produção de um certo bem ou solução em um dado país para uma dada empresa como “vantagens comparativas de internalização”, uma tradução livre de “*internalization advantages*”. Ver *Ibid.*

<sup>72</sup> *Ibid.*

investigação das causas de um projeto inicial de IED em um determinado país de destino (em  $t = 0$ ), pois os motivos da internacionalização (em  $t = 1$ ) variam caso a caso. Alguns projetos de IED, por exemplo, têm o objetivo de substituir importações no mercado de destino (na busca por novos mercados), enquanto outros têm por foco a busca de recursos escassos (na busca por recursos naturais), e as empresas responsáveis por cada projeto vão escolher a localização mais apropriada para sua capacidade de explorar tais objetivos, como ilustrado na Figura 2.3. Portanto, em uma amostra de empresas multinacionais, assim classificadas simplesmente por manterem ativos para produzir no exterior, as motivações de projetos de IED diferentes vão variar e isso impacta a combinação de vantagens comparativas no nível da firma com as condições da localização escolhida, que tem potencial de gerar uma internalização eficiente no país de destino.<sup>73</sup>

**Figura 2.3 Processo de tomada de decisão sobre IED na perspectiva da firma considerando o paradigma OLI**



Processo de tomada de decisão

Elaborado pela autora.

<sup>73</sup> O trabalho de Dunning é didático em explicar que as vantagens da firma e da localização tendem a interagir, impactando-se mutuamente na decisão das empresas sobre internacionalizar a produção via IED. Ver *Ibid.* Para um estudo empírico que ilustra a interação das vantagens comparativas de empresas taiwanesas para investir diretamente em países desenvolvidos e em desenvolvimento ver MAKINO, Shige; LAU, Chung-Ming; YEH, Rhy-Song, Asset-Exploitation Versus Asset-Seeking: Implications for Location Choice of Foreign Direct Investment from Newly Industrialized Economies, **Journal of International Business Studies**, v. 33, n. 3, p. 403-421, 2002.

Os motivos da expansão das empresas multinacionais já vinham sendo catalogados em estudos descritivos na literatura desde o início dos anos 1970.<sup>74</sup> Com isso, Dunning adotou os principais motivos já catalogados como hipóteses para investigar as decisões sobre IED tomadas no nível da firma em modelos de análise conforme o paradigma OLI,<sup>75</sup> embora não tenha deixado de ressaltar que o catálogo de motivações adotado era dedutivo e não serviria para propósitos preditivos do comportamento entre firmas.<sup>76</sup> Nesse sentido, o autor procurou, a princípio, investigar se a exploração de ativos no exterior por empresas multinacionais em dada localização envolvia a busca por novos mercados,<sup>77</sup> por recursos naturais,<sup>78</sup> ou por mais eficiência em suas atividades,<sup>79</sup> para assim explicar a interação entre as vantagens comparativas das empresas em termos de ativos com a localização de destino do seu IED. Em investimentos diretos para busca de novos mercados, uma empresa multinacional tem por foco atingir o mercado consumidor existente no país receptor e passível de consumir seus produtos e/ou soluções. Já em estratégias de investimento direto no exterior para a busca de recursos naturais, uma empresa multinacional busca recursos naturais escassos e/ou passíveis de escassez, os quais já detém expertise para explorar com base na sua experiência no seu país de origem, como petróleo, gás natural, e minérios em geral. Em investimentos diretos no exterior na lógica de busca por eficiência, uma empresa multinacional

---

<sup>74</sup> A literatura de negócios internacionais sugere que, sobre os motivos da internacionalização, Dunning teria sido especialmente influenciado pelo trabalho de Jack Behrman sobre o investimento de empresas multinacionais nos setores automobilístico e petroquímico na América Latina nos anos 1960. Ver NARULA; PINELI, *Multinational enterprises and economic development in host countries*; BEHRMAN, Jack N; COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, **The role of international companies in Latin American integration; autos and petrochemicals**, Lexington, Mass.: D.C. Heath, 1972. Contemporaneamente, a historiadora econômica Mira Wilkins também descreveu a expansão das multinacionais originadas nos Estados Unidos como impulsionadas pela busca de mercados (*market-seeking*, na expressão utilizada em língua inglesa no trabalho da autora) ou de recursos naturais (*resource-seeking*, na expressão utilizada em língua inglesa no trabalho da autora). Wilkins, inclusive, salienta que as multinacionais estadunidenses vinham expandindo para a América Latina em busca de recursos naturais até meados do século XX, a partir de quando a busca pelos mercados consumidores emergentes de países latino-americanos como Brasil, Argentina, Chile e México também passaram a motivar a procura das multinacionais estadunidenses por investimentos diretos em tais países. Ver WILKINS, **The Maturing of Multinational Enterprise**.

<sup>75</sup> Para uma consolidação dos motivos da internacionalização via IED que vinham orientando a literatura de negócios internacionais até o início dos anos 1990, ver DUNNING, John H., **Multinational enterprises and the global economy**, Cheltenham: Edward Elgar, 1993.

<sup>76</sup> DUNNING, *The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production*.

<sup>77</sup> O IED motivado pela busca de novos mercados é amplamente identificado na literatura de negócios internacionais, em língua inglesa, como “*market-seeking investment*”.

<sup>78</sup> O IED motivado pela busca de recursos naturais é amplamente identificado na literatura de negócios internacionais, em língua inglesa, como “*resource-seeking investment*”.

<sup>79</sup> O IED motivado pela busca de ampliar a eficiência das atividades empresariais é amplamente identificado na literatura de negócios internacionais, em língua inglesa, como “*efficiency-seeking investment*”.

opta por transferir ativos para o exterior porque existem condições locais para reduzir os custos de produção, mesmo que o país receptor não tenha um mercado consumidor desenvolvido ou recursos naturais passíveis de exploração.<sup>80</sup>

Uma segunda tendência na literatura de negócios internacionais se volta para explicar o IED na perspectiva da sua correlação com as condições institucionais dos países. Também liderada pelo trabalho de Dunning, trata-se da proposta do modelo da “trajetória do desenvolvimento do investimento estrangeiro”,<sup>81</sup> que correlaciona o grau de desenvolvimento de um país aos fluxos de IED esperados diante de tal grau de desenvolvimento.<sup>82</sup> De acordo com o IDP, os países passam por estágios de desenvolvimento pelos quais iniciam como preponderantemente destinos para se tornar também origem de IED. O IDP propõe captar a realidade institucional dos países de forma ampla, mas os estudos empíricos que trabalham com esse modelo acabam por concentrar as análises na correlação entre o PIB (especialmente o PIB *per capita*) dos países e suas posições líquidas como destinos ou origens de IED.<sup>83</sup>

No primeiro estágio do IDP estão países de baixa renda e não é esperado que haja empresas locais capazes de realizar IED, sendo, ainda, o fluxo de entrada de investimento direto pouco expressivo para sua economia e concentrado na busca por recursos naturais. Isso faz de tal país um destino líquido de IED, ainda que a entrada de IED seja limitada nesse primeiro estágio do IDP (em  $t = 1$ ). No segundo estágio do IDP, estão países em que a combinação do IED prévio e possíveis ações governamentais de incentivo estimularam o crescimento da economia local a ponto de justificar a entrada de IED em busca de novos

---

<sup>80</sup> A redução dos custos de produção, nos casos de IED com foco em eficiência, está comumente relacionada à redução dos custos com contratação de mão de obra nos países receptores, mas pode também envolver menores custos para estabelecer unidades produtivas por conta de isenções fiscais e do valor do câmbio local. Sobre o IED motivado por busca de eficiência, ver, por exemplo, o modelo de ECKEL, Carsten, Fragmentation, Efficiency-Seeking FDI, and Employment, **Review of International Economics**, v. 11, n. 2, p. 317–331, 2003.

<sup>81</sup> O modelo da trajetória do investimento estrangeiro é uma tradução livre para o português da expressão em língua inglesa “investment development path”, deste ponto em diante designado como IDP, como consta no rol de abreviações que introduz esta tese.

<sup>82</sup> Sobre as bases teóricas do IDP, ver DUNNING, The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production; DUNNING, J.; NARULA, R., The investment development path revisited: some emerging issues, *in*: DUNNING, J.; NARULA, R. (Orgs.), **Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring**, London: Routledge, 1996.

<sup>83</sup> Sobre a limitação das variáveis adotadas para o estudo da localização dos países no IDP, ver STAL, Eva; CUERVO-CAZURRA, Alvaro, The Investment Development Path and FDI From Developing Countries: The Role of Pro-Market Reforms and Institutional Voids, **Latin American Business Review**, v. 12, n. 3, p. 209–231, 2011; CUERVO-CAZURRA, Alvaro; NARULA, Rajneesh, A set of motives to unite them all? Revisiting the principles and typology of internationalization motives, **The Multinational Business Review**, v. 23, n. 1, p. 2–14, 2015.

mercados consumidores, e isso faz de tal país um destino líquido de IED, agora com estoques mais expressivo e sem expectativa de saída de IED, nesse segundo estágio do IDP (em  $t = 2$ ). No terceiro estágio do IDP, estão países com empresas locais que representam um setor industrial capaz de atender o mercado interno com bens de consumo, o que pode impactar a competitividade das multinacionais que visavam esse país em busca recursos naturais e novos mercados, mas tende a tornar tal país atrativo para empresas que buscam aumento da eficiência produtiva, já que ele tende a oferecer mão de obra e insumos básicos a preços inferiores que em países mais desenvolvidos, ao menos para produzir bens com menor valor agregado. É esperado que, nesse momento, as empresas locais já consigam empreender algum tipo de IED. Apesar disso, a expectativa é que um país no terceiro estágio do IDP continue sendo um destino líquido de IED (em  $t = 3$ ).<sup>84</sup>

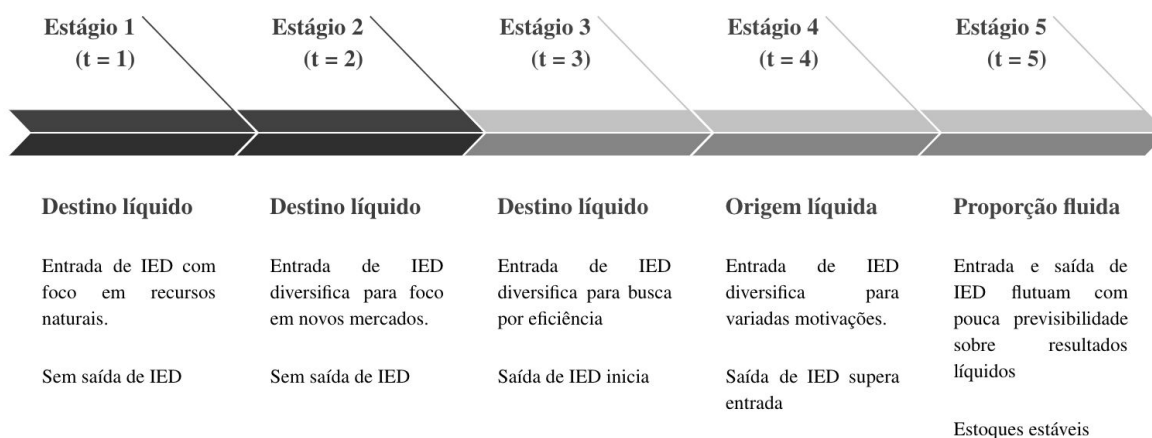
A posição líquida de um país como provedor de IED, com a superação dos estoques de entrada pelos estoques de saída, é esperada no quarto estágio do IDP (em  $t = 4$ ). Nesse momento, as multinacionais desse país já são capazes de empreender IED por diversos motivos, e é esperado que a entrada de IED agora se diversifique em investimentos que busquem explorar em tal país novas oportunidades de vantagem comparativa. Por fim, no quinto e último estágio do IDP, é esperado que os fluxos de entrada e saída de IED do país fluam continuamente, com pouca previsibilidade sobre a proporção de um em relação ao outro, e com tendência à manutenção de estoques de entrada e saída de IED relativamente estáveis (em  $t = 5$ ). A Figura 2.4, abaixo, ilustra o modelo lógico do IDP.<sup>85</sup>

---

<sup>84</sup> Para uma explicação didática do modelo do IDP para análise da relação do IED com o desenvolvimento dos países, ver NARULA; PINELI, *Multinational enterprises and economic development in host countries*.

<sup>85</sup> *Ibid.*

**Figura 2.4. Estágios de um país no modelo do IDP**



Adaptado pela autora.

Fonte: NARULA; PINELI, *Multinational enterprises and economic development in host countries*, 2017, p. 155-156.

O modelo do IDP se desenvolveu concomitantemente ao paradigma OLI, já que, com seu foco em explicar a posição líquida dos países em relação aos seus fluxos e estoques de IED, esse modelo representa um desdobramento de como as variáveis OLI podem se comportar para as empresas ao longo do tempo (em  $t = 1$ ,  $t = 2$ ,  $t = 3$ , etc.).<sup>86</sup> O paradigma OLI e o IDP se preocupam com variáveis macro e microeconômicas, já que as vantagens comparativas de propriedade são sempre das empresas, mas as vantagens de localização e as vantagens de internalização dependem de aspectos institucionais dos países de origem e de destino do IED.<sup>87</sup> Assim, a proposta do IDP e do paradigma OLI como modelos de análise guardam relação próxima com a ação governamental nos países para promover entrada e saída de IED. O modelo do IDP em especial supõe que, conforme o país se desenvolve, a sua realidade institucional vai experimentando progressivamente reformas pró-mercado e facilitações específicas para a entrada de capital, como a assinatura de BITs, acordos para evitar a dupla tributação, isenções fiscais, e a promoção dos direitos de propriedade.<sup>88</sup> Como consequência do fortalecimento das instituições de mercado e da efetiva entrada de

<sup>86</sup> DUNNING, The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production.

<sup>87</sup> *Ibid.*

<sup>88</sup> Pressupõe-se que reformas institucionais pró-mercado vão atrair variadas modalidades de capital, incluindo investimentos de portfólio para fins financeiros e IED. Sobre a correlação entre os fluxos de IED e de investimentos de portfólio para uma mesma localização de destino, ver DUNNING, John H.; DILYARD, John R., Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment, *Transnational corporations*, v. 8, n. 1, p. 1–52, 1999.

investimento direto, em interação com a ação governamental, o IDP propõe que devem ocorrer melhorias na infraestrutura de um país enquanto destino líquido de IED, o que deve contribuir para reduzir custos de transporte, comunicação, e aumentar o investimento em universidades e instituições de pesquisa para melhorar a qualidade da mão de obra local.<sup>89</sup>

Alguns estudos da literatura de negócios internacionais observaram a experiência das multinacionais brasileiras como investidoras no exterior a partir dos modelos do paradigma OLI e do IDP. Tais estudos se voltaram para a internacionalização de empresas brasileiras especialmente nos anos 2000. Entre eles, há consenso de que empresas brasileiras de alto rendimento têm tido capacidade para investir no exterior em busca de aumentar sua fatia de mercado, na estratégia tradicionalmente conhecida, em língua inglesa, como *market-seeking*.<sup>90</sup> As vantagens comparativas no nível da firma a explicar do sucesso das multinacionais brasileiras nessa estratégia incluiriam como ativos principais capital humano qualificado<sup>91</sup> e a detenção de tecnologia superior à de concorrentes, principalmente em relação a concorrentes de outros países da América Latina.<sup>92</sup>

Já outras fontes sugerem que a valorização do Real seria, na realidade, o fator mais relevante para explicar o crescimento do fluxo de saída de IED do Brasil na década de 2000.<sup>93</sup> Essa percepção sobre o impacto do câmbio brasileiro como um estímulo para a fuga de capital produtivo doméstico, junto às conclusões de outros estudos que apontam para a concentração do IED brasileiro em paraísos fiscais e para o descasamento entre a proporção dos fluxos de IED do país em relação ao seu grau de desenvolvimento, sugerem que o Brasil está deslocado em relação ao IDP.<sup>94</sup> Isso se dá, pois o PIB *per capita* e outros indicadores

---

<sup>89</sup> O modelo do IDP tem raízes na teoria estruturalista, supondo que a trajetória dos investimentos realizados pelas empresas no exterior dependem tanto da trajetória institucional dos países de destino como dos países de origem. Sobre as bases teóricas do IDP e a capacidade dos países de associar a ação governamental à atração de IED em prol do desenvolvimento local, ver NARULA; PINELI, *Multinational enterprises and economic development in host countries*.

<sup>90</sup> GOLDSTEIN, Andrea; PUSTERLA, Fazia, *Emerging economies' multinationals: General features and specificities of the Brazilian and Chinese cases*, **International Journal of Emerging Markets**, v. 5, n. 3/4, p. 289–306, 2010.

<sup>91</sup> CARVALHO, Flavia; DUYSTERS, G. M.; COSTA, Ionara, *Drivers of Brazilian foreign investments: technology seeking and technology exploiting as determinants of emerging FDI*.

<sup>92</sup> ARBIX, Glauco, *Structural change and the emergence of the Brazilian MNEs*, **International Journal of Emerging Markets**, v. 5, n. 3/4, p. 266–288, 2010.

<sup>93</sup> AMAL, Mohamed, **Foreign direct investment in Brazil: Post-crisis economic development in emerging markets**, [s.l.]: Academic Press, 2016.

<sup>94</sup> Stal e Cuervo-Cazurra sugerem que o IED brasileiro, até 2008, estaria concentrado, de forma intermediária, em paraísos fiscais, como uma estratégia das empresas brasileiras de escapar da alta carga tributária e dos custos de

institucionais relacionados aos seus aspectos regulatórios e de infraestrutura situam o Brasil no segundo estágio do IDP em termos de grau de desenvolvimento. Ainda assim, a proporção dos fluxos de IED observados no Brasil a partir dos anos 2000 situam o país entre o terceiro e o quinto estágio do IDP, a depender do ano e do setor da economia, em termos da sua trajetória de investimento direto.<sup>95</sup>

O deslocamento no modelo do IDP não é uma jabuticaba brasileira. A literatura aponta que outros países emergentes, notadamente China, Índia e Rússia, estiveram igualmente deslocados no modelo no mesmo período que o Brasil.<sup>96</sup> Por isso, tem despontado na literatura de negócios internacionais uma terceira tendência, com o objetivo de compreender as particularidades do IED de países emergentes, assim como do comportamento de multinacionais maduras que permanecem competitivas nos fluxos globais de capital e vêm a operar por motivos novos em países desenvolvidos e em desenvolvimento. Em tal tendência, os estudos de negócios internacionais apontam que a experiência recente das multinacionais pioneiras de países emergentes não pode ser facilmente explicada pelos três motivos principais que dominaram a literatura de negócios internacionais. De fato, a busca por expansão de mercado, recursos naturais e eficiência produtiva ingressaram como motivações na literatura de forma dedutiva, a partir da terminologia de estudos descritivos disponíveis e evidências anedóticas. No geral, essas motivações descrevem os motivos da expansão das empresas multinacionais pioneiras com base nos Estados Unidos, na Europa e no Japão.<sup>97</sup> Essa é a tríade

---

levantar capital no país. Os autores também sugerem que o país está deslocado em relação ao IDP. Ver STAL; CUERVO-CAZURRA, *The Investment Development Path and FDI From Developing Countries*. Em relação à localização do Brasil nos estágios do IDP ver também CEHELLA, Cristiano *et al*, *The brazilian economy position on the Investment Development Path (IDP)*, **Regional Science Inquiry**, v. IV, n. 2, p. 29–39, 2012.

<sup>95</sup> Tais conclusões sobre a localização do Brasil no IDP conforme seu grau de desenvolvimento e sua liquidez em relação aos seus fluxos e estoques de IED podem ser encontradas em CEHELLA *et al*, *The brazilian economy position on the Investment Development Path (IDP)*.

<sup>96</sup> STAL; CUERVO-CAZURRA, *The Investment Development Path and FDI From Developing Countries*.

<sup>97</sup> Na historiografia econômica, é consenso que as empresas estadunidenses foram pioneiras no processo de expansão internacional via IED, a partir da I Guerra Mundial. Até então, as empresas europeias dominavam o cenário de investimento no exterior, o que faziam a partir de estratégia diferente, a partir de títulos de dívida e participações societárias minoritárias, deixando a tomada de decisão no país de destino para empresas (ou empreendedores) locais. As empresas dos Estados Unidos, então, foram precursoras do que se conhece hoje como IED. Os países provedores de investimento direto se diversificaram a partir da década de 1950. As multinacionais de outros países – especialmente alemãs e japonesas – assumiram parcela mais relevantes dos fluxos internacionais de IED depois que suas economias de origem conseguiram se recuperar dos efeitos da II Guerra. Para uma historiografia econômica do papel das empresas dos Estados Unidos como pioneiras no uso do IED, ver WILKINS, **The Maturing of Multinational Enterprise**. Sobre a superioridade gerencial das multinacionais estadunidenses se comparadas a multinacionais de outros países pela experiência pioneira acumulada com os



de localizações de origem do IED até o fim da década de 1990, e as três motivações mais exploradas na literatura consideram a expansão de empresas multinacionais desses países de origem para países desenvolvidos ou em desenvolvimento.<sup>98</sup>

Conforme as fontes e destinos de IED foram se diversificando em países com perfis diferentes, de forma igualmente dedutiva, foram surgindo outros motivos para a internacionalização na perspectiva da firma na literatura de negócios internacionais ao longo dos anos.<sup>99</sup> Essas outras motivações vêm sendo progressivamente catalogadas na literatura e incluem, conforme listado na Tabela 2.2, a busca estratégica por explorar vantagens comparativas já existentes (busca por recursos escassos, novos mercados, mais eficiência, facilitação de comércio), por escapar de condições precárias para realizar negócios no país de origem (escapismo institucional) e por explorar vantagens comparativas novas (obter novos ativos estratégicos, acesso a capital em condições facilitadas e novas oportunidades de investimento; realizar estudos de mercado no exterior para tomada de decisão na empresa matriz).<sup>100</sup>

---

investimentos diretos no exterior, ver CHANDLER JR., Alfred D., **The Visible Hand**, Cambridge MA: Harvard University Press, 1993.

<sup>98</sup> De acordo com os dados da UNCTAD sobre os fluxos de IED, os países de origem das multinacionais pioneiras concentraram a origem do IED mundial até meados dos anos 1990. Ver **World Investment Report 2001**, Geneva: United Nations Publication, 2001; **World Investment Report 2006**.

<sup>99</sup> O trabalho de Dunning reconhece várias outras motivações, como as listadas a seguir, que são a princípio consideradas secundárias pelo autor, pois Dunning se preocupou, sobretudo, com as motivações que levaram as multinacionais pioneiras a transferir ativos dos seus países de origem para os países de destino e ainda assim obter ganhos extraordinários relativamente ao contrafactual de realizar uma transação de mercado entre países. Ver DUNNING, **Multinational enterprises and the global economy**; DUNNING, *The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production*.

<sup>100</sup> O rol de motivos da Tabela 2.2 foi catalogado por Cuervo-Cazurra e Narula e a interpretação sobre o foco de cada tipo de motivação como voltada para vantagens comparativas existentes, novas, ou para escapar do país de origem foi conferida pela autora com base na sua avaliação geral dos estudos sobre IED no campo dos negócios internacionais. Ver CUERVO-CAZURRA, Alvaro; NARULA, Rajneesh, **A Set of Motives to Unite them all? Revisiting the Principles and Typology of Internationalization Motives**, Rochester, NY: Social Science Research Network, 2015.

**Tabela 2.2 Rol, não exaustivo, de motivações das empresas multinacionais para realizar investimentos**

<b>Foco do investimento</b>		<b>Descrição da motivação</b>
Para explorar vantagens comparativas já existentes	Recursos naturais	Explorar recursos específicos que sejam escassos, tenham qualidade superior, ou preços inferiores comparativamente à obtenção no país de origem
	Expansão de mercado	Explorar a oferta de bens e serviços já comercializados no país de origem no mercado consumidor do país de destino
	Aumento de eficiência	Racionalizar a estrutura de produção no país de destino de forma a reduzir os custos totais de produção relativamente a manter todas as fases de produção no país de origem
	Promover o comércio exterior	Facilitar, a partir de uma base gerencial no país de destino, a exportação e/ou importação de bens e soluções tendo como base a oferta e demanda por insumos da firma no país de origem
Para sair do país de origem	Escapismo institucional	Escapar de condições restritivas à realizar negócios no país de origem, que podem estar na legislação, nas instituições de mercado, ou na organização política dos governos dos países de origem
Para buscar vantagens comparativas novas	Novos ativos	Acessar novas vantagens comparativas em termos de ativos, como a obtenção de conhecimento ou tecnologia inovadora, capital humano especializado, ou outro tipo de ativo capaz de aumentar a competitividade geral da empresa
	Atividades financeiras	Facilitar o acesso a capital para as atividades das empresas no país de origem ou de destino
	Facilitar a gestão da matriz	Colher informações estratégicas para a tomada de decisão pela empresa matriz em relação aos negócios empreendidos no país de destino
	Novas oportunidades de investimento	Explorar oportunidades de comprar e vender ativos para explorar novas oportunidades de negócios ou redefinir prioridades estratégicas

Adaptado pela autora.

Fonte: CUERVO-CAZURRA; NARULA, A Set of Motives to Unite them all?, 2015, p. 5.

Dentre as motivações listadas na Tabela 2.2, o investimento em busca de ativos estratégicos e o investimento por escapismo institucional ocupam posição de destaque. Na busca por ativos estratégicos, uma empresa multinacional realiza o investimento direto visando adquirir novos ativos com valor agregado, normalmente conhecimento e/ou tecnologia,

incluindo a expertise necessária para explorá-los.<sup>101</sup> Essa busca por ativos novos é diferente da lógica de exploração de vantagens comparativas já existentes, pressuposta como motor da atividade multinacional no modelo original da literatura de negócios internacionais.<sup>102</sup> Há consenso na literatura sobre ser a busca estratégica por novos ativos central para explicar o IED de multinacionais maduras no século XXI, por conta da rapidez observada na virada do século em relação aos avanços tecnológicos e à digitalização da economia, que teve consequências na competitividade internacional das empresas.<sup>103</sup> Na perspectiva das multinacionais de países emergentes, a busca por ativos estratégicos está desde os anos 2000 entre as principais tendências observadas como motivo da internacionalização mesmo de multinacionais pioneiras, que podem ocupar posição de liderança em mercados específicos,<sup>104</sup> ou buscar esse tipo de IED estratégico para evoluir posições na cadeias globais de valor em que atuam como fornecedoras.<sup>105</sup>

Já o investimento por escapismo institucional, de acordo com a literatura, ocorre de acordo com outra lógica. Nele, as empresas, conforme o desalinhamento entre suas necessidades e a realidade institucional do país de origem, tendem a calcular os custos de sair do país de origem e investir no exterior.<sup>106</sup> Um exemplo didático nesse sentido é o ocorrido na

---

<sup>101</sup> NARULA, Rajneesh; DUNNING, John H., *Industrial Development, Globalization and Multinational Enterprises: New Realities for Developing Countries*, **Oxford Development Studies**, v. 28, n. 2, p. 141–167, 2000.

<sup>102</sup> DUNNING, The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production; CUERVO-CAZURRA; NARULA, A set of motives to unite them all?

<sup>103</sup> NARULA; DUNNING, *Industrial Development, Globalization and Multinational Enterprises*.

<sup>104</sup> Nesse sentido, o estudo de Makino, Lau e Ieh mostra a partir da experiência taiwanesa que as empresas que atuam na produção de bens e/ou soluções com maior valor agregado, podendo ser líderes em seus mercados, tendem realizar IED em países desenvolvidos em busca da aquisição de tecnologia ou conhecimento estratégico. Ver MAKINO; LAU; YEH, *Asset-Exploitation Versus Asset-Seeking*.

<sup>105</sup> As cadeias globais de valor são compostas pelos fornecedores e produtores de bens objeto de um segmento de mercado, incluindo desde aqueles fornecedores de insumos básicos e bens com menor valor agregado, até as empresas líderes da cadeia, que produzem os bens com maior valor agregado comercializados na ponta final. Sobre a dificuldade que empresas multinacionais podem ter em realizar IED para evoluir nas cadeias globais de produção de que participam por conta da influência limitadora das empresas líderes de tais cadeias, ver PANANOND, Pavidia, *Motives for foreign direct investment: a view from emerging market multinationals*, **The Multinational Business Review**, v. 23, n. 1, p. 77–86, 2015.

<sup>106</sup> Uma referência importante sobre as bases teóricas e conceituais do escapismo institucional é o trabalho de Witt e Lewin, no qual os autores propõem modelo teórico para avaliar, entre países de economia avançada, se as economias de mercado coordenadas teriam mais propensão a experimentar saída de IED por escapismo institucional do que economias de mercado liberais. Ver WITT, Michael A; LEWIN, Arie Y, *Outward foreign direct investment as escape response to home country institutional constraints*, **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 4, p. 579–594, 2007. Sobre as bases teóricas da organização social que leva os países a se caracterizar como economias de mercado coordenadas ou liberais, ver HALL, Peter A.; SOSKICE, David, *Introduction*, in: HALL, Peter A.; SOSKICE, David (Orgs.), **Varieties Of Capitalism: The Institutional**

Alemanha na década de 1990, em que a saída de IED chegou a expressivos 400% do PIB do país. O *Bundesbank* alemão, ao investigar as causas de tamanho fluxo de saída de IED, não teria visto razão para motivações tradicionais como a busca por novos mercados e recursos naturais, caracterizando, na realidade, o expressivo IED das empresas alemãs no período como uma reação de saída do país diante da complexa e rígida realidade regulatória e do mercado de trabalho local. A alta carga tributária e de seguridade social seria a principal explicação para a produção das empresas alemãs se revelar mais eficiente em outros países.<sup>107</sup>

O conceito de escapismo se baseia em teorias institucionalistas sobre ação coletiva e o desalinhamento entre grupos de interesse e a realidade institucional de uma sociedade. Uma referência importante para a hipótese do escapismo é a tese sobre “voz” (tradução livre de *voice*) e “saída” (tradução livre de *exit*) de Albert Hirschman, na qual o economista caracteriza o uso da voz como o comportamento de um grupo de interesse no sentido de pressionar politicamente sua realidade institucional em favor dos seus interesses, e o uso da saída como o comportamento em busca da realidade institucional pronta que atenda os interesses de um certo grupo.<sup>108</sup> Apesar do exemplo da Alemanha, a literatura de negócios internacionais é consensual no sentido de o escapismo institucional responder por parte relevante do IED dos países emergentes, notadamente China, Índia, Rússia, e Brasil.<sup>109</sup> A experiência dos países emergentes, portanto, desafia não apenas o modelo do IDP, mas também o conhecimento acumulado sobre as motivações da expansão internacional das empresas via IED.

No caso do Brasil, o estudo de Fleury, Fleury e Borini mostra, a partir de amostra de empresas nacionais com operações no exterior, que as multinacionais brasileiras se concentram em setores tradicionais e, nos anos 2000, expandiram para países desenvolvidos

---

**Foundations of Comparative Advantage**, Illustrated Edition. Oxford England ; New York: Oxford University Press, U.S.A., 2001, p. 1–68.

<sup>107</sup> Para o exemplo de escapismo institucional encontrado na Alemanha, ver WITT; LEWIN, *Outward foreign direct investment as escape response to home country institutional constraints*.

<sup>108</sup> Ver HIRSCHMAN, Albert O, **Exit, voice, and loyalty responses to decline in firms, organizations, and states**, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. Uma outra referência importante sobre ação coletiva que inspira o conceito de escapismo institucional está em OLSON, Mancur, **The logic of collective action : public goods and the theory of groups**, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1965. Para uma revisão das teorias institucionalistas que inspiram conceitualmente a hipótese do escapismo, ver WITT; LEWIN, *Outward foreign direct investment as escape response to home country institutional constraints*.

<sup>109</sup> Ver STAL; CUERVO-CAZURRA, *The Investment Development Path and FDI From Developing Countries*; CUERVO-CAZURRA; NARULA, **A Set of Motives to Unite them all?**

aproveitando momentos de crise das incumbentes locais adquiridas, assumindo sua produção como disponível, sem reconfiguração da cadeia de valor no sentido de alocar recursos novos, sejam produzidos no Brasil ou não, no ciclo de produção.<sup>110</sup> Exceções a tal regra, que demonstra um escapismo das empresas brasileiras no sentido de buscar produção em ambiente novo, sem desafiar as configurações de produção locais, estariam na internacionalização das empresas brasileiras Coteminas, Vale e Embraer. A Coteminas e a Vale, nos setores têxtil e de mineração, respectivamente, estão situadas em segmentos tradicionais da economia, mas, no caso da Coteminas, sua internacionalização para os Estados Unidos foi seguida da reconfiguração da cadeia de produção, já que a companhia aproveitou as marcas e os canais de venda da empresa incumbente adquirida, mas encerrou a produção local, levando as plantas industriais dos Estados Unidos para o México, a fim de reduzir custos.<sup>111</sup> A Vale seria uma exceção à regra do escapismo por comportar sua internacionalização dupla estratégia, já que a companhia opera em países desenvolvidos mediante a aquisição de tecnologia e métodos de prospecção para a exploração de jazidas já disponíveis, de forma escapista, mas a expansão para países menos desenvolvidos comporta o emprego de tecnologia própria, desenvolvida no Brasil, para a exploração de novas jazidas de minérios.<sup>112</sup> No caso da Embraer, fabricante de aeronaves brasileira, sua internacionalização consiste na divisão de risco e investimento em pesquisa e desenvolvimento com fornecedores de componentes estrangeiros para suas aeronaves, sendo quase toda sua produção concentrada no Brasil.<sup>113</sup>

No contexto dos países emergentes, a literatura de negócios internacionais tem caminhado para o consenso de ser o apoio governamental a vantagem comparativa das suas multinacionais.<sup>114</sup> Conforme a literatura, existe sentido na intervenção governamental dos países emergentes em prol da internacionalização das suas empresas. Um argumento a

---

<sup>110</sup> Ver FLEURY, Afonso; FLEURY, Maria Tereza Leme; BORINI, Felipe Mendes, Value-chain configurations of Brazilian EMNEs, in: WILLIAMSON, Peter J. *et al* (Orgs.), **The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals**, Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p.97–115. As empresas assim enquadradas pelos autores são as seguintes: Companhia Siderúrgica Nacional, Gerdau, Votorantim, Braskem, JBS, AB Inbev/Ambev, Tigre, Duratex, Sabo, WEG, Marcopolo, CI&T, Stefanini, Bematech, Odebrecht, Camargo Corrêa, IBOPE, Griaule Biometrics, Fogo-de-Chão.

<sup>111</sup> Ver *Ibid.* A Coteminas adquiriu a empresa estadunidense Springs em 2006, o que voltará a ser discutido na seção 5.1 do quinto capítulo, abaixo.

<sup>112</sup> Ver *Ibid.* A internacionalização da Vale voltará a ser discutida no sexto capítulo, abaixo.

<sup>113</sup> Ver *Ibid.* A internacionalização da Embraer voltará a ser discutida no sexto capítulo, abaixo.

<sup>114</sup> Mesmo nos raros estudos mais antigos sobre as atividades das multinacionais dos países em desenvolvimento, o apoio do governo do país de origem já aparecia como uma hipótese central. Ver YEUNG, Henry Wai-Chung, Third World Multinationals Revisited: A Research Critique and Future Agenda, **Third World Quarterly**, v. 15, n. 2, p. 297–317, 1994.

justificar tal intervenção seria que os países emergentes ainda apostam nas empresas estatais de forma relevante, e a expansão internacional das empresas estatais gera ganhos imediatos para os cofres públicos e investimento na infraestrutura e nas políticas locais. Além disso, o IED pode ser direcionado estrategicamente como forma de adquirir conhecimento e tecnologia a serem revertidos na política industrial do país de origem. Outro argumento a justificar o incentivo à saída de IED é a possibilidade de o investimento direto proporcionar, através das multinacionais, mais um canal de influência para os países emergentes na governança global. O investimento direto dos países emergentes pode servir, ainda, para explorar atividades de interesse nacional em outros países.<sup>115</sup>

Essa percepção sobre o apoio governamental dos países emergentes para a saída de IED é compartilhada entre fontes acadêmicas e relatórios de pesquisa de instituições multilaterais que atuam no campo dos negócios internacionais. Em versões recentes do seu relatório WIR<sup>116</sup>, a UNCTAD sugere que o apoio dos governos locais para influenciar a saída de IED, seja de países desenvolvidos ou em desenvolvimento, envolve os seguintes mecanismos: i) incentivos fiscais, incluindo redução de tributos e empréstimos a taxas subsidiadas; ii) seguro governamental contra risco político; iii) assistência para multinacionais domésticas diretamente nos países receptores do seu IED, para facilitar trâmites burocráticos relacionados ao investimento; e, finalmente, iv) a assinatura de acordos internacionais, incluindo, principalmente, os BITs e acordos bilaterais para evitar dupla tributação.<sup>117</sup> A UNCTAD indica ainda que nos anos 2000, entre China, Índia, Brasil e Rússia, os países emergentes que mais se destacaram como exportadores de capital, todos ofereceram a suas empresas multinacionais algum tipo de apoio governamental.<sup>118</sup> A correlação entre essas medidas governamentais de apoio e a efetiva saída de IED desses países, no entanto, foge do mapeamento empreendido pela UNCTAD na série WIR.

---

<sup>115</sup> Tais argumentos são resumidos principalmente por LUO, Yadong; XUE, Qiuzhi; HAN, Binjie, How emerging market governments promote outward FDI: Experience from China, **Journal of World Business**, v. 45, n. 1, p. 68–79, 2010.

<sup>116</sup> A série WIR está disponível online para consulta no sítio eletrônico da UNCTAD. Disponível em: <<http://unctad.org/en/pages/DIAE/World%20Investment%20Report/WIR-Series.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>117</sup> Ver especialmente **World Investment Report 2006**, Geneva: United Nations Publication, 2006; **World Investment Report 2008**, Geneva: United Nations Publication, 2008.

<sup>118</sup> Ver **World Investment Report 2006**; **World Investment Report 2008**. Ver também SAUVANT, Karl P., New Sources of FDI: The BRICs - Outward FDI from Brazil, Russia, India and China, **Journal of World Investment & Trade**, v. 6, n. 5, p. 639–710, 2005.

No plano das medidas de direito internacional público indicadas pela UNCTAD, já ficou claro ser o efeito dos BITs nos fluxos de IED e na economia local dos países receptores inconclusivo, além de impossível na experiência brasileira, já que o Brasil não é parte de BITs em vigor. Por outro lado, sobre uma outra medida de direito internacional público praticamente inexplorada na literatura sobre o Brasil, que são os acordos bilaterais para evitar a dupla tributação, as conclusões da literatura empírica no geral indicam que pode haver impacto positivo desses acordos na atração de IED, não estando disponíveis, no entanto, evidências do seu impacto na saída de IED.<sup>119</sup> Antes de 2015, com a assinatura dos primeiros ACFIs, não havia uma iniciativa pelo governo brasileiro para a assistência de multinacionais brasileiras diretamente no exterior por meio de acordos sobre investimento com outros governos. No mesmo sentido, não se identificou uma oferta de seguro de crédito para proteger investimentos diretos brasileiros no exterior pelos bancos públicos nacionais em nenhum momento no lapso temporal investigado nesta pesquisa.<sup>120</sup> O incentivo fiscal à saída de IED

---

<sup>119</sup> Na verdade, não foi localizado nenhum estudo que tenha procurado o efeito dos acordos para evitar a dupla tributação na saída de IED dos países. Isso é curioso, já que a literatura documenta a receptividade do setor privado brasileiro para os acordos para evitar a dupla tributação como uma ferramenta que favorece sua capacidade de investir no exterior. Nesse sentido, ver CAMPELLO, Daniela; LEMOS, Leany, *The non-ratification of bilateral investment treaties in Brazil: a story of conflict in a land of cooperation*, **Review of International Political Economy**, v. 22, n. 5, p. 1055–1086, 2015. Sobre o efeito dos acordos para evitar dupla tributação nos fluxos de entrada de IED nos países em geral, ver BARTHEL, Fabian; BUSSE, Matthias; NEUMAYER, Eric, *The Impact of Double Taxation Treaties on Foreign Direct Investment: Evidence from Large Dyadic Panel Data*, **Contemporary Economic Policy**, v. 28, n. 3, p. 366–377, 2010. Análises do tratamento tributário aplicável ao IED no Brasil, seja a respeito do fluxo de saída ou do fluxo de entrada, são escassas na literatura nacional. Dois exemplos são os estudos do jurista Rothman e dos economistas Coutinho, Mello, e Pereira. Ambos são críticos ao tratamento tributário do IED no Brasil, apesar de nenhum dos estudos oferecer uma análise sobre o impacto dos acordos para evitar a dupla tributação vigentes. Rothman, em específico, critica a denúncia do acordo para evitar dupla tributação que o Brasil havia assinado com a Alemanha. Ver COUTINHO, M. M. S.; MELLO, M. R.; PEREIRA, Fabiana Veloso Almeida, *O Modelo Fiscal do Fluxo Externo de Investimentos Brasileiros Externos no Exterior*, in: RAMSEY, J.; ALMEIDA, A. (Orgs.), **A ascensão das multinacionais brasileiras: o grande salto dos pesos-pesados regionais a verdadeiras multinacionais**, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 175–194; ROTHMANN, Gerd Willi, *A denúncia do acordo de bitributação Brasil-Alemanha e suas consequências*, in: ROCHA, V.O. (Org.), **Grandes questões atuais do direito tributário**, 9, São Paulo: Dialética, 2005, p. 146–179.

<sup>120</sup> Apesar de não oferecer uma opção similar para o IED brasileiro, a União mantém um Seguro de Crédito à Exportação por meio da Secretaria-Executiva da Câmara de Comércio Exterior da Secretaria Especial de Comércio Exterior e Assuntos Internacionais, órgãos vinculados ao hoje chamado Ministério da Economia. O Seguro de Crédito à Exportação é lastreado no Fundo de Crédito à Exportação desde 1999. O Seguro de Crédito à Exportação foi estruturado em 1979, por meio da Lei nº 6.704, de 1979. Já o Fundo de Crédito à Exportação foi estruturado em 1999, por meio da Lei nº 9.818, de 1999. Ambas leis foram modificadas pela Lei nº 13.292, de 2016, na qual, entre as emendas propostas, o Congresso Nacional aprovou que o Fundo fosse também aplicado “em operações de seguro de investimento no exterior, contra riscos políticos e extraordinários”, redação proposta para o art. 1º, inciso II, da Lei nº 9.818, de 1999. Tal dispositivo, no entanto, foi vetado pelo então presidente em exercício, Michel Temer, sob a justificativa de que ele alargaria “o escopo de cobertura do Seguro de Crédito à Exportação e do Fundo de Garantia à Exportação para investimentos no exterior, elevando sobremaneira o risco

por meio do crédito do BNDES, um banco público de desenvolvimento brasileiro, portanto, é a única forma de apoio governamental que pode ter impactado a capacidade das empresas brasileiras de investir no exterior. Para descrever essa iniciativa de apoio governamental à saída de IED, no entanto, o que faz parte do escopo do quinto capítulo, adiante, é necessário antes compreender como o crédito público com essa finalidade pode efetivamente favorecer os fluxos IED de acordo com a literatura.

Os estudos de negócios internacionais consideram particularmente o efeito da influência governamental sobre as atividades das empresas domésticas através de participações minoritárias de atores ligados ao estado; de crédito originado de bancos públicos; e da presença de membros com conexões governamentais no conselho de administração. Quando dedicados à compreensão da influência governamental sobre as multinacionais domésticas na experiência brasileira, os estudos em negócios internacionais costumam considerar as atividades do BNDES na qualidade de acionista minoritário de empresas brasileiras e de banco público de desenvolvimento; as atividades dos fundos de pensão de empresas estatais como acionistas minoritários; assim como os conselheiros indicados ou conectados a tais atores ou ao governo diretamente. No geral, os resultados desses estudos apontam para um efeito positivo do BNDES, dos fundos de pensão e dos conselheiros com conexões governamentais sobre a internacionalização das empresas brasileiras.

Um exemplo da literatura de negócios internacionais sobre o papel da influência governamental na internacionalização das empresas brasileiras está no estudo quantitativo dos economistas Hennart, Sheng e Carrera Jr.<sup>121</sup> Esses autores estimaram o impacto da influência governamental por meio de participações societárias detidas pelo BNDES, pelos fundos de pensão de estatais e por outras empresas estatais nas vendas de uma amostra de subsidiárias de empresas brasileiras no exterior. A amostra de empresas foi formada pelas companhias brasileiras listadas em bolsa de valores no Brasil entre 2002-2011. Os autores concluíram que o impacto da influência governamental via participações societárias sobre as vendas das multinacionais brasileiras da amostra no exterior era positiva se tais participações fossem detidas pelo BNDES ou por fundos de pensão, não se concluindo o mesmo da participação

---

potencial do FGE e, com isso, podendo gerar possíveis impactos fiscais relevantes à União”. Ver TEMER, Michel, Mensagem nº 304, 2006.

<sup>121</sup> HENNART, Jean-François; SHENG, Hsia Hua; CARRERA, José Marcos, Openness, international champions, and the internationalization of Multilatinas, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 518–532, 2017.



minoritária de outras empresas estatais. A performance das subsidiárias internacionais em termos de vendas no exterior melhorava na medida que as participações do BNDES e dos fundos de pensão no capital das suas controladoras no Brasil aumentavam.

Outro estudo no campo dos negócios internacionais que aponta para um efeito positivo do apoio governamental na performance das multinacionais brasileiras foi realizado pelos economistas Pinto et al.<sup>122</sup> Nesse estudo, os autores exploraram o impacto do crédito e das participações societárias do BNDES, assim como da presença de conselheiros conectados ao BNDES, em uma amostra de 262 aquisições internacionais realizadas por empresas brasileiras entre 2006 e 2012. Os autores indicaram ter confirmado mediante evidências qualitativas uma correlação entre a presença do BNDES como acionista ou credor das empresas da amostra e as aquisições por elas realizadas, não indicando, contudo, qual seria a fonte exata dessas evidências qualitativas. De acordo com as estimativas desse estudo, as companhias da amostra que contaram com o apoio do BNDES tenderam a adquirir fatias maiores do capital das subsidiárias estrangeiras objeto de aquisição, assim como a adquirir subsidiárias especializadas em atividades mais intensivas em tecnologia. Os autores concluíram, então, que a internacionalização das empresas brasileiras era tão dirigida pelo Estado quanto se sabia ser o caso das multinacionais chinesas.

O trabalho de Finchelstein adota metodologia qualitativa e também se destaca na literatura de negócios internacionais sobre a internacionalização de empresas brasileiras.<sup>123</sup> O autor identifica amostra de empresas multinacionais brasileiras que podiam durante os anos 2000 ser consideradas líderes mundiais nos seus setores<sup>124</sup> e avalia que fatores diversos da política industrial brasileira do período são capazes de explicar o alcance internacional dessas empresas. Nesse sentido, a intervenção do Estado teria sido favorável à internacionalização por meio das políticas de criação de campeãs nacionais. De acordo com Finchelstein, no contexto do Brasil e outros países estudados da América Latina, a ação direta do Estado para criar empresas campeãs nacionais teria envolvido regulação e subsídios e crédito direto por bancos

---

<sup>122</sup> PINTO, Cláudia Frias *et al*, Ownership in cross-border acquisitions and the role of government support, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 533–545, 2017.

<sup>123</sup> FINCHELSTEIN, Diego, The role of the State in the internationalization of Latin American firms, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 578–590, 2017.

<sup>124</sup> O autor considera líderes mundiais empresas encontradas em cada país estudado que estão entre as 10 maiores do seu mercado em termos de vendas globais. Ver *Ibid*.

públicos.<sup>125</sup> Já uma ação indireta do Estado para criar campeãs nacionais envolveria o fortalecimento das condições institucionais para a operação das empresas locais e para aumentar as fontes de crédito privado no mercado de capitais e nos bancos privados. Em sintonia com os demais estudos revisados, Finchelstein avalia que o governo brasileiro teria promovido intervenções diretas e influenciado a formação de grandes grupos capazes de competir com empresas estrangeiras através do crédito do BNDES, da intervenção como acionista em empresas privatizadas, e por meio de seus órgãos reguladores como o CADE, o BNDES, e o Banco Central do Brasil.<sup>126</sup> Tais agências teriam sido permissivas à consolidação da economia em grandes empresas nos setores industrial e financeiro e isso, por consequência, teria criado um grupo seleto de empresas nacionais competitivas o suficiente para disputar o mercado nacional e internacional com multinacionais estrangeiras.<sup>127</sup>

Ao lado da reflexão do que foi substantivamente a formação de campeãs nacionais enquanto política pública ou projeto governamental,<sup>128</sup> o paralelo com a China na literatura recente no campo de negócios internacionais sobre a internacionalização de empresas de países emergentes merece mais reflexão. Essa literatura vem analisando não apenas a experiência brasileira, mas também, a experiência de outros países emergentes com multinacionais domésticas a partir do conhecimento acumulado no campo dos negócios internacionais sobre a China.<sup>129</sup> Ocorre que o apoio governamental para as empresas

---

<sup>125</sup> Finchelstein compara o apoio do Estado à internacionalização de empresas no Brasil, no Chile e na Argentina. Ver *Ibid.*

<sup>126</sup> Finchelstein analisou 29 empresas brasileiras listadas em bolsa de valores, que estão situadas em setores industriais ou no setor financeiro, e que reportaram ter operações internacionais e receita líquida total igual ou superior a 1 bilhão de Dólares em 2015. Tais empresas são as seguintes, na ordem da receita líquida obtida em 2015: Petrobrás, Odebrecht, JBS, Vale, Ultrapar, Gerdau, Brasil Foods, Votorantim, Telemar-Oi, Banco do Brasil, Bradesco, Porto Seguros, Camargo Corrêa, Cemig, Copersucar, Embraer, Marfrig, CSN, Amaggi, Cosan, Suzano, Gol, WEG, Grupo Itausa, Natura, Iochpe-Maxion, Minerva, JSL, e Klabin. Ver *Ibid.*

<sup>127</sup> *Ibid.*

<sup>128</sup> A reflexão sobre o significado da política de formação de empresas campeãs nacionais enquanto projeto será explorada no quinto e no sexto capítulo, abaixo.

<sup>129</sup> O estudo de Luo, Xue e Han, talvez o mais completo sobre a evolução do apoio governamental à saída de IED no contexto da China até 2010, tinha mais de 900 citações no Google Scholar em setembro de 2020, um número elevado no campo dos negócios internacionais, especialmente na parte específica sobre os fluxos de IED. Ver LUO; XUE; HAN, How emerging market governments promote outward FDI. Em pesquisa recente dos estudos mais citados na base *Web of Science* a partir das palavras-chave “Emerging market multinational enterprises”, o estudo de Luo, Xue e Han retorna no topo da lista, junto com outros cinco estudos que concentraram esforços de pesquisa no caso chinês e ao lado de nenhum outro estudo temático com foco único em outro país. Os outros cinco estudos sobre a experiência chinesa que retornaram na pesquisa são LI, Jian *et al*, Outward foreign direct investment and domestic innovation performance: Evidence from China, **International Business Review**, v. 25, n. 5, p. 1010–1019, 2016; GAUR, Ajai S.; MA, Xufei; DING, Zhujun, Home country supportiveness/unfavorableness and outward foreign direct investment from China, **Journal of International Business Studies**, v. 49, n. 3, p. 324–345, 2018; BUCKLEY, Peter J. *et al*, A retrospective and agenda for future

multinacionais domésticas na China vem se desenvolvendo há mais tempo e de forma mais estruturada comparado à experiência de outros países, incluindo a brasileira. E isso pode prejudicar o uso da China como o caso típico para compreender o apoio governamental para a saída de IED em outros países emergentes, como a literatura de negócios internacionais vem fazendo.

Na China, um esforço de apoio governamental para a internacionalização de empresas, ainda que inicial, começou já em 1984, quando o governo chinês estabeleceu as diretrizes para a autorização de investimento no exterior por empresas privadas e estatais que desejassem fazê-lo.<sup>130</sup> De 1984 a 2000, o tratamento governamental dado à saída de IED da China evoluiu de forma incremental, até que, finalmente, no ano 2000, foi lançada uma política para o apoio de multinacionais, chamada “*Going Global*”, para situar o apoio à internacionalização de empresas como uma parte do amplo plano governamental de desenvolvimento da China.<sup>131</sup> A partir desse momento, a China iniciou uma política de apoio governamental consistente para a saída de IED do país, que incluiu: incentivos fiscais mediante redução na tributação de empresas multinacionais domésticas; crédito público a taxas subsidiadas; manutenção de reservas internacionais destinadas à cobertura das atividades das multinacionais domésticas; oferta de seguro de investimento contra risco político pelo governo; pactuação de acordos bilaterais, como BITs e acordos para evitar dupla tributação; assim como assistência local às multinacionais em países estrangeiros e mapeamento das oportunidades de IED consideradas prioritárias pelo governo.

A iniciativa *Going Global* inclui, ainda, mecanismos de verificação da performance das empresas beneficiadas. O governo chinês precisa conferir aval prévio aos investimentos realizados no exterior e realizar inspeção anual nas empresas beneficiadas para

---

research on Chinese outward foreign direct investment, **Journal of International Business Studies**, v. 49, n. 1, p. 4–23, 2018; CUI, Lin; JIANG, Fuming, State ownership effect on firms’ FDI ownership decisions under institutional pressure: a study of Chinese outward-investing firms, **Journal of International Business Studies**, v. 43, p. 264–284, 2012; DENG, Ping, Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion?, **Journal of World Business**, v. 44, n. 1, p. 74–84, 2009.

<sup>130</sup> LUO; XUE; HAN, How emerging market governments promote outward FDI.

<sup>131</sup> Algumas fontes acadêmicas designam essa política pelas expressões em língua inglesa “Going Abroad” ou “Go Global”. Todas essas fontes dizem respeito à mesma política chinesa iniciada no ano 2000 para apoiar a expansão internacional das multinacionais domésticas. Ver CASEIRO, Luiz Carlos Zalaf; MASIERO, Gilmar, OFDI promotion policies in emerging economies: the Brazilian and Chinese strategies, **critical perspectives on international business**, v. 10, n. 4, p. 237–255, 2014; LUO; XUE; HAN, How emerging market governments promote outward FDI.

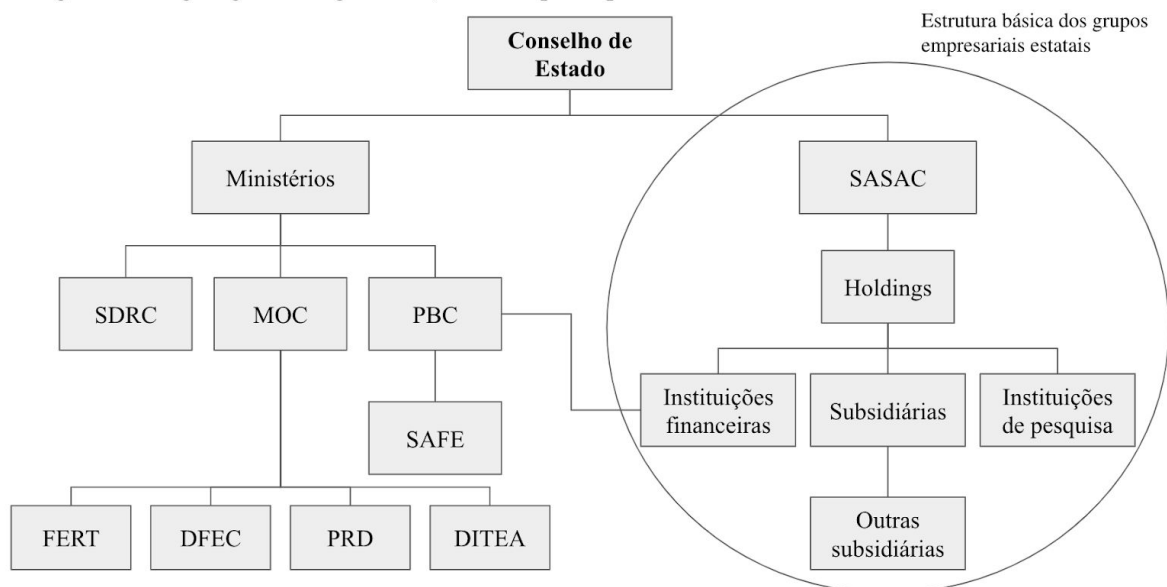
verificar se seu desempenho corresponde às condições do apoio governamental. Essas condições incluem, não se limitando a isso, metas de venda no exterior e exportação a serem atingidas pelas multinacionais chinesas, assim como resultados que contribuam para a substituição de importações realizadas pela China. O mesmo tratamento é conferido para multinacionais chinesas privadas e estatais e a política de internacionalização concentrou-se no governo central chinês. Foi criada uma governança estatal específica para cuidar da política *Going Global* na China, com a contratação de novos funcionários pelo governo, especializados em fluxos de IED. O aparato estatal específico criado para a saída de IED chinês coordena os trabalhos do conselho de estado da China; do Banco Popular da China; dos ministérios e departamentos governamentais cujas decisões podem impactar o IED chinês; e de um departamento governamental que supervisiona as participações societárias do estado central da China. A política de IED e a política de ajuda financeira para outros países em desenvolvimento também é coordenada pelo governo chinês, visando uma complementaridade entre as atividades das multinacionais chinesas e a cooperação Sul-Sul promovida pela China.<sup>132</sup>

A governança do apoio governamental aos fluxos de saída de IED da China foi evoluindo no estado chinês até chegar no organograma abaixo:

---

<sup>132</sup> CASEIRO; MASIERO, OFDI promotion policies in emerging economies; LUO; XUE; HAN, How emerging market governments promote outward FDI.

**Figura 2.5. Organograma da governança chinesa para apoiar a saída de IED**



Adaptado pela autora.  
 Fonte: LUO; XUE; HAN, How emerging market governments promote outward FDI, 2010, p. 71; LIN; MILHAUPT, We Are the (National) Champions, 2013, p. 710.

O Conselho de Estado chinês (*State Council*) é o órgão de cúpula do organograma e exerce um papel de liderança na facilitação do IED saído da China, embora não seja diretamente o formulador de política nesse sentido. O papel do Conselho de Estado é facilitar os fluxos de saída de IED a partir da promoção de mudanças na política e na regulação da China que possam representar barreiras aos projetos de IED das empresas do país. Ao lado do Conselho de Estado, o Banco Popular da China (*People's Bank of China - PBC*) acumula um papel financeiro, já que provê crédito diretamente, mas também acumula um papel regulatório por ser o responsável pela política macroeconômica da China e ter liberdade de administrar a taxa de câmbio do Yuan, a moeda chinesa, e as reservas estrangeiras no país de forma a atender as necessidades das multinacionais chinesas, especialmente em relação ao seu acesso a capital estrangeiro. Um órgão vinculado ao Banco Popular da China supervisiona os fluxos de capitais estrangeiros na China (chamado *State Administration of Foreign Reserves*, ou SAFE) e reporta tanto ao banco quanto ao Conselho de Estado informações relevantes relativamente aos fluxos de IED no país para fins de tomada de decisão, como, principalmente: i) dados sobre a evolução do balanço de pagamentos da China; ii) a avaliação sobre a necessidade de mudar a regulação cambial; iii) dados sobre os fluxos de entrada e saída de IED na China considerando seu impacto na conta capital do país; e iv) recomendações sobre a

gestão das reservas estrangeiras da China.<sup>133</sup>

O Ministério do Comércio (*Ministry of Commerce - MOC*) da China acumula funções de planejamento mais ligadas ao apoio ao IED no nível das empresas. Por um lado, o Ministério do Comércio é responsável por propor as prioridades do governo em termos de saída de IED, assim como ratificar os projetos de saída de IED envolvendo valores elevados. Além disso, o Ministério do Comércio também acumula a função de negociar acordos internacionais bilaterais e multilaterais, envolvendo investimento e comércio, e de representar a China na OMC e em outros órgãos internacionais voltados para diplomacia econômica. As propostas de regulação do Ministério do Comércio também se voltam à atividade de compliance das leis chinesas com os compromissos assumidos em acordos internacionais. Para manter suas atividades, o Ministério do Comércio chinês mantém vários escritórios de relações econômicas internacionais e comércio (*Foreign Economic Relation & Trade - FERT*) para lidar com questões administrativas envolvendo as suas atividades e os projetos de IED apoiados pelo governo, podendo esses escritórios ratificar diretamente projetos de IED de menor valor. Além de tais escritórios, o Ministério do Comércio conta com um extenso aparato de departamentos, dentre os quais está principalmente o Departamento de Pesquisa Política (*Policy Research Department - PDR*), o Departamento de Comércio Internacional e Assuntos Econômicos (*Department of International Trade and Economic Affairs - DITEA*), e o Departamento de Cooperação Econômica Internacional (*Department of Foreign Economic Cooperation - DFEC*). Todos esses departamentos exercem funções de pesquisa e monitoramento relevantes para apoiar o Ministério do Comércio chinês quanto a que projetos apoiar, como apoiar tais projetos no exterior, e como se posicionar em negociações internacionais.<sup>134</sup>

Um outro órgão chinês relevante para a política de apoio a IED no país é a Comissão de Desenvolvimento e Reforma Estatal (*State Development and Reform Commission - SDRC*), responsável pelo aconselhamento do Conselho de Estado e do Ministério do Comércio quanto à política industrial chinesa. Essa comissão divulga listas com as indústrias e países prioritários para o IED chinês e para o apoio financeiro do governo chinês, tendo normalmente uma visão de priorizar o IED para a substituição de importações na

---

<sup>133</sup> LUO; XUE; HAN, How emerging market governments promote outward FDI.

<sup>134</sup> *Ibid.*

China. A comissão também precisa, além do Ministério do Comércio, ratificar projetos de IED de grandes valores nos setores de infraestrutura e energia.<sup>135</sup>

Por fim, o órgão mais recente no organograma chinês voltado para o apoio ao IED é a comissão de administração e supervisão de ativos estatais (*State-Owned Assets Supervision and Administration Commission* - SASAC). Essa comissão foi criada em 2003 para administrar os investimentos por participação societária do governo chinês no setor industrial e passou a ser a controladora das participações do governo nos grandes grupos estatais chineses, nos quais as grandes empresas estatais locais acabaram se conformando nos anos 2000. A SASAC é a garantidora do apoio financeiro dado a tais empresas estatais chinesas que investem no exterior, assim como uma facilitadora do processo de aprovação da saída de IED em projetos de empresas estatais.<sup>136</sup>

O governo chinês promoveu variadas intervenções para a internacionalização de empresas conforme relata a literatura e tais intervenções ultrapassam o apoio governamental refletido no nível da firma, incluindo um esforço regulatório e macroeconômico para garantir as melhores condições possíveis para os projetos de IED chineses. Contudo, a literatura de negócios internacionais se concentrou nas participações societárias de agentes estatais, no crédito público, e na influência de conselheiros com conexões governamentais para explicar o sucesso das multinacionais chinesas e interpretar a China como um caso típico na literatura.<sup>137</sup> Não fica claro nos estudos de negócios internacionais sobre o tema como os outros fatores da política *Going Global* são operacionalizados como variáveis de controle ou fatores de fundo que ajudam na interpretação do impacto da influência governamental no contexto da China.

Além disso, imaginar que na China as multinacionais são resultado de um projeto governamental posto em ação pelo estado enquanto provedor de crédito, participação acionária e administradores decorre, de forma lógica, do tratamento dado pelo governo chinês à sua carteira de participações acionárias. Isso não fica explícito na literatura de negócios internacionais, mas a SASAC é considerada a maior acionista do mundo e hoje concentra

---

<sup>135</sup> *Ibid.*

<sup>136</sup> *Ibid.*

<sup>137</sup> Ver especialmente CUI; JIANG, State ownership effect on firms' FDI ownership decisions under institutional pressure.

todas as participações do governo central em empresas chinesas.<sup>138</sup> Como mostra a Figura 2.5, acima, na parte à esquerda, a SASAC é a última na cadeia de acionistas dos grandes grupos empresariais chineses, sendo controladora de 100% das ações das empresa que controlam de tais grupos, que são o resultado de uma transformação organizacional de setores dos ministérios de estado chineses, os quais antes administravam a carteira de participações e empresas estatais chinesas diretamente, por setor econômico.<sup>139</sup>

Com essa reforma organizacional, cada setor de ministério virou uma empresa estatal central (*holdings*) completamente detida pela SASAC, operando tais estatais centrais em grupos econômicos formados por laços de participação societária direta, por setor da economia. As subsidiárias dos grupos econômicos estatais chineses normalmente recebem mais de cinquenta por cento de participação das estatais centrais, embora também existam subsidiárias com participações minoritárias.<sup>140</sup> As estatais centrais operam em harmonia com o governo, tendo como uma das suas missões estatutárias executar a política industrial chinesa. Da mesma forma, tanto a SASAC para as empresas que compõem os grupos empresariais estatais, como os ministérios de estado chineses para essas e outras empresas chinesas que porventura tenham passado para a propriedade do setor privado, são capazes de eleger administradores, especialmente para o conselho de administração.<sup>141</sup> Em setembro de 2020, a SASAC tinha, apenas em sua carteira de estatais centrais, o expressivo número de 96 empresas, todas estas com ao menos cinco subsidiárias diretas, e inúmeras subsidiárias indiretas.<sup>142</sup>

No geral, existem ressalvas nessa literatura em relação à intensidade da influência governamental para se ter um efeito positivo desta sobre os fluxos de IED de um país emergente. No estudo recente de Kalasin, Cuervo-Cazurra e Ramamurti, os autores apontaram para um impacto positivo sobre a internacionalização somente diante de um nível

---

<sup>138</sup> Sobre a governança dos grupos empresariais chineses, hoje concentrada na SASAC, ver LIN, Li-Wen; MILHAUPT, Curtis J., We Are the (National) Champions, *Stanford Law Review*, v. 65, n. 4, p. 697–760, 2013.

<sup>139</sup> *Ibid.*

<sup>140</sup> Além de controlar empresas subsidiárias, as *holdings* de grupos econômicos estatais chineses por vezes recebem autorização para abrir uma instituição financeira própria para captar recursos e realizar empréstimos, assim como, em todos os grupos empresariais, mantém instituições de pesquisa para auxiliar nas atividades de pesquisa e desenvolvimento do grupo. Quando autorizados a ter uma instituição financeira própria, tal instituição é, também, supervisionada pelo Banco Popular da China. Ver *Ibid.*

<sup>141</sup> *Ibid.*

<sup>142</sup> Conforme informação obtida no website da SASAC. Disponível em: <<http://en.sasac.gov.cn/directorynames.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.



médio de participação societária minoritária de origem estatal, não sendo observado o mesmo para participações minoritárias sem influência significativa ou para os casos em que o estado é o acionista controlador da empresa multinacional.<sup>143</sup> Não resta dúvida, contudo, que a influência governamental, na medida e no contexto certos, é nessa literatura o determinante-chave da performance das empresas multinacionais de países emergentes. Em estudo que comparou o desempenho no exterior de empresas multinacionais conforme as características institucionais dos seus países de origem, Carney et. al concluíram que as multinacionais de países emergentes com liderança estatal tendiam a ter performance superior.<sup>144</sup>

A partir da experiência brasileira com apoio governamental para internacionalização de empresas, então, esta tese sugere que a literatura de negócios internacionais, a única que avançou de alguma forma nesse campo empírico, oferece uma interpretação dos países emergentes em geral enviesada pelas lições tiradas da experiência da China. No caso dos estudos disponíveis sobre a experiência brasileira, conforme a tese explora nos próximos capítulos, faltam evidências qualitativas para correlacionar a atuação do BNDES e dos fundos de pensão de empresas estatais, que estão presentes direta ou indiretamente na maior parte das grandes empresas brasileiras, com uma influência governamental que tenha efetivamente direcionado a internacionalização via IED.

Um outro fator ligado ao apoio governamental, mas inexplorado em estudos empíricos estaria na facilidade dos países provedores e receptores de IED para a concentração de capital. Internacionalmente, a governança econômica já joga a favor da liberalização dos fluxos de capital. Em um mundo ideal de comércio exterior, em que a regulação da OMC seria plenamente aplicada, as barreiras tarifárias e não tarifárias para o comércio entre os países seriam mínimas, assim como não existiria diferença de tratamento entre capital nacional e

---

<sup>143</sup> KALASIN, Kiattichai; CUERVO-CAZURRA, Alvaro; RAMAMURTI, Ravi, State ownership and international expansion: The S-curve relationship, **Global Strategy Journal**, v. 10, n. 2, p. 386–418, 2020.

<sup>144</sup> Os autores dividiram os 130 países investigados no seu estudo em sistemas institucionais de categorias complexas que envolvem sistemas liberais; liderados por um estado forte; liderados por famílias com ampla propriedade sobre o setor produtivo; liderados por líderes monárquicos; ou fragmentadas pela falta de lideranças nacionais ou pela presença um estado fraco. Ver CARNEY, Michael *et al*, National institutional systems, foreign ownership and firm performance: The case of understudied countries, **Journal of World Business**, v. 54, n. 4, p. 244–257, 2019. Sobre as variedades de sistemas institucionais no recorte da literatura de negócios internacionais, como será resgatado no quinto capítulo, ver FAINSHMIDT, Stav *et al*, Varieties of institutional systems: A contextual taxonomy of understudied countries, **Journal of World Business**, v. 53, n. 3, p. 307–322, 2018.

capital estrangeiro;<sup>145</sup> o que é reforçado no campo bilateral pela prática dos BITs. Domesticamente, no entanto, a regulação pode impor barreiras (ou facilitações) à concentração de capital. As agências antitruste, como Departamento de Justiça estadunidense para a concorrência (*DOJ Antitrust*), a Comissão Europeia para a concorrência, e o CADE, no Brasil, entram no rol de boas práticas de regulação doméstica para corrigir as falhas de mercado decorrentes da concentração de poder econômico de certos mercados em poucas empresas.

As agências antitruste devem prevenir ou corrigir as consequências sociais negativas do poder de mercado das empresas, como o aumento dos preços e a escassez dos bens e serviços essenciais, rejeitando atos de concentração entre empresas no mesmo mercado, ou estabelecendo o licenciamento compulsório da sua propriedade industrial, por exemplo. Estudos têm mostrado que nas economias centrais, como os Estados Unidos<sup>146</sup> e os países da União Europeia,<sup>147</sup> existe um viés das autoridades antitruste a favor da concentração de capital. Um mesmo viés existiria no CADE, no Brasil.<sup>148</sup> Assim, estudar a aplicação da legislação concorrencial pelas autoridades antitruste e sua correlação com os fluxos de IED pode ser um passo importante para avançar no conhecimento disponível sobre a expansão das multinacionais. Por ora, no entanto, a literatura de negócios internacionais não tem se inclinado a explorar empiricamente os efeitos da regulação concorrencial nos fluxos de IED, seja em países desenvolvidos, seja em países em desenvolvimento. A respeito dessa lacuna, a presente tese explorará tal possibilidade no quarto capítulo, a partir de uma revisão das atividades do CADE, e nos seus estudos de caso.

---

<sup>145</sup> CHESNAIS, François, **Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump**, Boston: BRILL, 2016., p. 141.

<sup>146</sup> DAVIES, William, Economics and the ‘nonsense’ of law: the case of the Chicago antitrust revolution, **Economy and Society**, v. 39, n. 1, p. 64–83, 2010.

<sup>147</sup> WIGGER, Angela; BUCH-HANSEN, Hubert, The ascendancy of neoliberal competition regulation in the European community / A ascensão da regulação concorrencial de caráter neoliberal na Comunidade Europeia, **Revista Direito e Práxis**, v. 7, n. 4, p. 610–642, 2016.

<sup>148</sup> Ver MIOLA, Iage Zendron, Competition law and neoliberalism: the regulation of economic concentration in Brazil, **Revista Direito e Práxis**, v. 7, n. 4, p. 643–689, 2016. Ver também o estudo de Finchelstein, o qual, como discutido acima, aponta igualmente para a relação entre o apoio à concentração econômica viabilizada pelo CADE e a internacionalização das empresas brasileiras nos anos 2000. Ver FINCHELSTEIN, The role of the State in the internationalization of Latin American firms.

## **2.3 Conclusão**

Nos anos 2000, a saída de IED de países emergentes cresceu de forma intensa. De toda forma, a literatura especializada não tem avançado em explicar a expansão das multinacionais de países emergentes, a não ser pelos avanços observados para compreender a experiência chinesa. A partir do caso da China, a literatura de negócios internacionais sugere que a influência governamental pela participação de acionistas e/ou credores ligados ao estado na governança corporativa consiste em vantagem comparativa das empresas multinacionais de países emergentes. Ao lado da literatura de negócios internacionais, estudos em direito internacional econômico sobre a diplomacia econômica dos governos de países emergentes indicam que, especialmente nos BRICS, tem havido predisposição governamental para proteger as multinacionais domésticas no exterior e influenciar os seus investimentos em outros países do Sul global. Nos próximos capítulos, esta tese procura contribuir para ambas essas literaturas a partir de elementos empíricos ainda não explorados sobre o efetivo apoio governamental às multinacionais brasileiras entre 2003 e 2012.

### **3 A ELITE INDUSTRIAL LOCAL NA INTERFACE ENTRE ESTADO E SOCIEDADE NO BRASIL**

O presente capítulo se dedica a explicar conceitualmente a relação entre o Estado e o empresariado no Brasil. Para tal fim, o capítulo se divide em duas partes. Na primeira delas, resgata-se narrativas predominantes na literatura do século XX para explicar a relação entre o capital nacional e o Estado na industrialização do Brasil, por permanecerem influentes até hoje. Já na segunda parte, analisa-se a recomposição da relação do Estado com o empresariado local a partir de fontes da literatura que revisaram a reconfiguração da intervenção do Estado na economia por meio de empresas estatais e participações societárias após as privatizações empreendidas nos anos 1990.

Entender as relações Estado-empresa no Brasil contemporâneo depende da compreensão dos espaços em que tais relações estão institucionalizadas. A ampla reforma do Estado empreendida na década de 1990 pretendeu reorganizar os espaços tradicionais de participação social nas atividades do executivo e do legislativo, que são viabilizados por sindicatos, conselhos e comitês, por exemplo. Ademais, no que tange às relações Estado-empresa, em particular, as privatizações empreendidas no Brasil nos anos 1990 tiveram como um dos seus resultados a composição de espaços diferenciados na governança corporativa das grandes empresas privadas brasileiras para investidores institucionais controlados pelo Estado como acionistas, normalmente minoritários. Nesse sentido, este capítulo revisa fontes acadêmicas sobre a intervenção do Estado brasileiro, como acionista minoritário, na governança de empresas privadas, para compreender, primeiramente, que atores estatais integram a governança corporativa dessas empresas, e, também, como pode se estabelecer um mandato, ou ao menos uma relação, não havendo mandato institucionalizado, entre tais atores estatais e os governos.

Para além disso, o capítulo indica uma lacuna presente nos estudos de direito societário que se voltaram para empresas privadas com participações minoritárias de atores estatais. Esta tese procura contribuir para mitigar essa lacuna, nos próximos capítulos, a qual

está na falta de compreensão sobre a capacidade de ação dos controladores privados diante da influência dos investidores institucionais controlados pelo Estado.

### 3.1 As relações Estado-empresa na modernização do Brasil

A compreensão das relações Estado-empresa no Brasil demanda o resgate de ideias da literatura do século XX que olha para a relação entre o Estado e o setor industrial a partir de narrativas que enfatizam o protagonismo do Estado. Conceitos centrais em tais narrativas são o patrimonialismo, o corporativismo e o desenvolvimento dependente. Nesse recorte, por um lado, as análises focadas no desenvolvimento dependente conferem relevância ao papel conciliador do Estado para viabilizar a acumulação industrial no mundo pós-colonial dividido entre capitais estrangeiros, vindos de países ricos, e empreendedores locais capazes de assumir, ainda que parcialmente, o processo de industrialização dos países periféricos.<sup>1</sup> Por outro lado, as análises focadas no patrimonialismo e no corporativismo assumem um tom preponderantemente crítico à ação do estado, seja por considerar a intervenção do estado na vida privada prejudicial ao desenvolvimento do capitalismo,<sup>2</sup> ou por considerar a falta de representação política das classes trabalhadoras prejudicial para o desenvolvimento social.<sup>3</sup> Esses três conceitos analíticos centrais nas avaliações da relação entre Estado e empresa no

---

<sup>1</sup> O desenvolvimento dependente está ligado ao trabalho de Cardoso e Faletto. Ver CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTO, Enzo, **Dependência e desenvolvimento na América Latina**, Edição: 8. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004.

<sup>2</sup> Para uma revisão de diversas análises sobre o Brasil a partir da ótica patrimonialista, ver CAMPANTE, Rubens Goyatá, O patrimonialismo em Faoro e Weber e a sociologia brasileira, **Dados**, v. 46, n. 1, p. 153–193, 2003.

<sup>3</sup> Existem nuances relevantes na revisão conceitual do corporativismo aplicado à realidade brasileira. A literatura de direito e desenvolvimento, por exemplo, que será abordada no quarto capítulo, observa as pontes entre Estado e empresariado no Brasil nos anos 2000 por meio de organizações estatais com representação pública e privada à luz do conceito de “corporativismo social” associado à representação de classes no modelo político europeu. Ver TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario G.; COUTINHO, Diogo R., New State Activism in Brazil and the Challenge for Law, *in*: TRUBEK, David M. *et al* (Orgs.), **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**, New York: Cambridge University Press, 2013, p. 28–61. Análises similares sobre a realidade brasileira nos anos 2000 podem ser encontradas também na literatura de ciência política. Ver DOCTOR, Mahrukh, Lula’s Development Council: Neo-Corporatism and Policy Reform in Brazil, **Latin American Perspectives**, v. 34, n. 6, p. 131–148, 2007. Neste capítulo, aborda-se as conclusões de uma outra vertente da literatura, que observa os efeitos do chamado “corporativismo de Estado” ou “corporativismo estatizante” na representação desigual das classes no Brasil. Nesse sentido, ver DINIZ, Eli, As elites empresariais e a Nova República: corporativismo, democracia e reformas liberais no Brasil dos anos 90, **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, p. 55–79, 1996; O’DONNELL, Guillermo, Corporatism and the question of State, *in*: MALLOY, James M. (Org.), **Authoritarianism and Corporatism in Latin America**, Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1977, p. 47–87.

Brasil, de toda forma, possuem um aspecto em comum: a delimitação da intervenção do Estado como unidade de análise e a identificação de espaços em que a ação do Estado pode ser avaliada.

Para revisitar a literatura sobre as relações Estado-empresa no Brasil no recorte proposto, inicia-se pelas avaliações a partir da noção de desenvolvimento dependente. Não apenas diante do caso brasileiro, mas diante do atraso econômico de outras economias em meados do século XX, diferentes visões sobre a modernização viam o papel do capital vindo de países ricos como relevante no processo de evolução para a industrialização dos países periféricos, já que os países desenvolvidos concentravam naquele momento, talvez ainda mais que hoje, tanto os processos de inovação tecnológica quanto o capital disponível para investimento.<sup>4</sup> Da mesma forma, outras teorias sobre o desenvolvimento dos países periféricos sugeriram que a ação governamental seria essencial para corrigir os incentivos da acumulação desigual de riqueza entre os países.<sup>5</sup> Diante disso, parcela relevante do conhecimento que se

---

<sup>4</sup> Nas teorias da modernização mais ortodoxas produzidas por diferentes autores pioneiros, muitas vezes conhecidos como desenvolvimentistas clássicos, ficou consolidado que o desenvolvimento dos países periféricos demandava o investimento privado, a industrialização e a formação de uma classe média com poder aquisitivo para consumir produtos industrializados. Walt Whitman Rostow, Ragnar Nurkse, Paul Rosenstein-Rodan, Albert O. Hirschman e Arthur Lewis estão entre os nomes influentes entre desenvolvimentistas clássicos e uma revisão das suas ideias sobre desenvolvimento ligadas à modernização dos países periféricos pode ser encontrada em CYPHER, James M., **The Process of Economic Development**, London: Routledge, 2008.. Como o capital disponível para investimento era escasso nos países periféricos, e a inovação estava concentrada nos países ricos, o capital estrangeiro seria relevante. Mas, mesmo entre os autores desenvolvimentistas, que davam mais ênfase à relevância do capital nacional para a industrialização, o capital estrangeiro chegava a ser visto como essencial por conta do déficit tecnológico e de capital disponível para investimento nos países subdesenvolvidos. Nesse sentido, ver principalmente CARDOSO; FALETTO, **Dependência e desenvolvimento na América Latina**.

<sup>5</sup> A relevância da intervenção do estado em apoio à industrialização e ao desenvolvimento está associada às ideias sobre o estruturalismo, além das teorias sobre a dependência, movimentos intelectuais associados em meados do século XX às atividades da CEPAL. Teóricos dessas duas visões rejeitam a noção de desenvolvimento como o estágio final de um ciclo de acumulação de renda e industrialização gerado por forças de mercado, propondo uma leitura do subdesenvolvimento como resultado histórico da divisão internacional do trabalho, que gerou desigualdade na acumulação de riqueza entre países e demanda ação direcionada a mitigar tal desigualdade. O estruturalismo tem Raúl Prebisch como seu principal expoente, na sua teoria sobre a deterioração dos termos de intercâmbio, modelo que aponta para uma perda superior no valor de mercado das commodities agrícolas em relação aos produtos industrializados no comércio exterior no curso dos ciclos econômicos, fazendo com que parte da renda acumulada com ativos agrícolas dos países periféricos acabasse apropriada pelos centros industriais, localizados nos países desenvolvidos. Ver PREBISCH, Raúl, **Dinâmica do desenvolvimento latino-americano**, [s.l.]: Editora Fundo de Cultura, 1968. Para autores brasileiros cujo trabalho está associado à noção de dependência, ver FURTADO, Celso, **A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina**, [s.l.]: Civilização Brasileira, 1975; JAGUARIBE, Helio, A Brazilian View, *in*: VERNON, Raymond (Org.), **How Latin America views the US investor**, New York: Frederick A. Praeger, 1966, p. 67–93; WIONCZEK, Miguel S., A Latin American View, *in*: VERNON, Raymond (Org.), **How Latin America views the US investor**, New York: Frederick A. Praeger, 1966, p. 3–48; FERNANDES, Florestan, **A Revolução**

tem acumulado sobre as relações Estado-empresa no Brasil enfatizou, na realidade, a relação entre Estado, capital estrangeiro e capital privado nacional, na qual confere-se maior relevância historicamente à capacidade do Estado e do capital estrangeiro.<sup>6</sup>

A noção de desenvolvimento ganhou espaço acadêmico, aplicada à realidade estrutural e institucional dos países, principalmente pela sua falta nos países a partir de então designados como subdesenvolvidos, em desenvolvimento, de industrialização tardia ou, entre outros termos possíveis, periféricos no capitalismo. Uma capacidade industrial explorada pelo setor privado nacional já existia no Brasil desde antes de meados do século XX, em parte pelas iniciativas de empreendedores locais que acumularam capital com o comércio de commodities agrícolas,<sup>7</sup> em parte por conta de uma fase inicial de industrialização por substituição de importações impulsionada pelas grandes guerras mundiais ocorridas entre 1914-1918 e 1939-1945.<sup>8</sup> Dados coletados por Peter Evans em diferentes fontes mostram que, até 1920, os censos brasileiros apontavam empresas controladas por estrangeiros como praticamente inexistentes, da mesma forma que os grandes grupos empresariais nacionais<sup>9</sup> que existiam no país até 1970 foram todos constituídos antes ou durante as duas grandes guerras (ver Tabela 3.1).<sup>10</sup>

---

**Burguesa no Brasil: Ensaio de Interpretação Sociológica**, 1ª Edição. [s.l.]: Editora Contracorrente, 1974; CARDOSO; FALETTO, **Dependência e desenvolvimento na América Latina**.

<sup>6</sup> A análise de tal “tríplice aliança”, termo empregado na tradução do trabalho do autor, está sobretudo associada ao trabalho de Peter Evans. Ver EVANS, Peter B., **Dependent Development: The Alliance of Multinational, State, and Local Capital in Brazil**, Princeton: Princeton University Press, 1979.

<sup>7</sup> Evidências sobre a capacidade empreendedora de herdeiros das fortunas agrícolas no Brasil podem ser encontradas em *Ibid.*, p. 101-162.

<sup>8</sup> A industrialização por substituição de importações teria sido mais espontânea durante a I Guerra Mundial. Já durante a II Guerra Mundial começaram a despostrar iniciativas governamentais de controle sobre as importações no Brasil. Ver ABREU, Marcelo de Paiva, **O Brasil e a economia mundial, 1930-1945**, Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1999.

<sup>9</sup> Com base nas suas fontes, Evans designou como grupos empresariais organizações que hoje a lei brasileira, no Código Civil e na Lei n.º 6.404, de 1976, define como sociedades empresárias, com mais de um sócio. Os grupos controlados, pela detenção da maioria do capital social, por residentes do Brasil foram considerados pelo autor como nacionais, por mais que tais grupos tivessem participação societária de estrangeiros. Da mesma forma, os grupos controlados por residentes no exterior foram considerados estrangeiros, mesmo se tivessem a participação societária minoritária de algum residente do Brasil. Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 105

<sup>10</sup> Em suas pesquisas sobre a composição das empresas no Brasil no século XX, Evans se valeu de censos do IBGE e de dados do Instituto de Ciências Sociais da Universidade Federal do Rio de Janeiro. *Ibid.*

**Tabela 3.1 Período de constituição de grandes empresas e abertura de subsidiárias estrangeiras no Brasil até 1970**

Período de constituição	Categorias de empresa		
	Grupos controlados por nacionais	Grupos controlados por estrangeiros	Filiais de multinacionais (Estados Unidos)
Antes da I Guerra Mundial	64%	20%	0%
Entre 1914-1929	28%	37%	11%
Entre 1930-1945	8%	17%	21%
Após a II Guerra Mundial	0	27%	68%
<b>Total de empresas em 1970</b>	25	30	131

Fonte: Adaptado pela autora.

Fonte: EVANS, *Dependent Development*, 1979, p. 105.

Contudo, como já discutido no segundo capítulo, acima, os estudos sobre as empresas multinacionais estrangeiras apontam que os Estados Unidos se tornaram o maior provedor de investimentos internacionais do mundo após a I Guerra Mundial. Isso se reflete na quantidade de filiais de multinacionais estadunidenses instaladas no Brasil a partir desse momento, como mostra a Tabela 3.1. Até então, as empresas europeias dominavam o cenário de investimento no exterior, o que faziam a partir de estratégia diferente daquela empreendida pelas empresas estadunidenses. No contexto brasileiro, como em outros destinos de industrialização tardia, os investimentos europeus foram importantes fontes de capital para a expansão industrial, mas ocorriam preponderantemente via empréstimo e títulos de dívida.<sup>11</sup> Quando na forma de capital direto, era comum o investimento de empresas europeias assumir a forma de parcerias com empreendedores locais ou ser aplicado em filiais com ampla autonomia gerencial. Exemplo disso é o ocorrido com a filial brasileira da empresa de varejo francesa *Mestre et Blatgé*. Estabelecida no Brasil em 1912, a empresa logo assumiu parcela considerável do mercado de varejo nacional, mas foi, já em 1924, transformada em uma empresa brasileira autônoma pelo seu gerente local, o qual encontrou brecha legal para realizar

<sup>11</sup> Sobre as diferenças qualitativas observadas no nível de controle mantido por investidores estadunidenses e europeus quando atuando no exterior até a primeira metade do século XX, ver WILKINS, Mira, **The Maturing of Multinational Enterprise: American Business Abroad from 1914 to 1970**, First Edition edition. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1974. Sobre a relevância dos bancos europeus para a expansão industrial de empreendedores brasileiros no início do século XX, ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 101-162.



tal intento, assumindo todos os ativos transferidos ao Brasil pela então matriz francesa, inclusive seu nome empresarial.<sup>12</sup>

Uma transição de tal gênero certamente seria mais difícil caso a *Mestre et Blatgé* tivesse sua sede nos Estados Unidos. As empresas estadunidenses, como já discutido no segundo capítulo, na expansão para economias industrializadas ou menos desenvolvidas, tinham preferência por realizar investimentos diretos. Isso teve impacto sobre o potencial de influência que essas multinacionais pioneiramente adquiriram no processo de acumulação doméstica dos países receptores, já que o investimento direto envolve um maior grau de controle da matriz sobre as decisões de gestão locais das subsidiárias.<sup>13</sup> Tradicionalmente, as multinacionais estadunidenses se concentraram em outras economias já industrializadas. Mesmo em cenários de escassez de matéria-prima, a saída mais fácil no começo do século XX era recorrer aos mercados de commodities europeus, que foram, contudo, abalados pela I Guerra Mundial. A princípio, então, a expansão para países menos desenvolvidos se intensificou em busca de matéria-prima. Até meados do século XX, as economias periféricas não seriam o foco da corrida pela conquista de novos mercados, notadamente porque tinham baixo PIB *per capita* e, conseqüentemente, um mercado consumidor limitado. Além disso, nos países periféricos e recém descolonizados com economia mais avançada era crescente o controle do estado sobre a economia, assim como o nacionalismo no processo de industrialização, o que limitava o acesso pleno do capital estrangeiro aos meios produtivos locais.<sup>14</sup>

Essa visão sobre a realidade dos países periféricos tinha respaldo empírico. Na América Latina, era comum desde a década de 1930 barrar o investimento estrangeiro em setores vistos como sensíveis para a soberania nacional;<sup>15</sup> bem como aplicar taxas de câmbio

---

<sup>12</sup> Anos depois, o gerente francês que nacionalizou a filial brasileira da *Mestre et Blatgé* mudou o nome da empresa para Mesbla. Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 107-108.

<sup>13</sup> Ver WILKINS, **The Maturing of Multinational Enterprise.** Sobre a superioridade gerencial das multinacionais estadunidenses pela experiência acumulada com os investimentos diretos no exterior, ver CHANDLER JR., Alfred D., **The Visible Hand**, Cambridge MA: Harvard University Press, 1993. Sobre o quadro específico do investimento estrangeiro na América Latina nas cinco primeiras décadas do século XX, ver BERNSTEIN, Marvin D., Foreign Investment in Latin America, **The International Executive**, v. 8, n. 4, p. 23-24, 1966. Para as complicações encontradas por investidores ingleses no Brasil em função do pouco controle mantido sobre seus investimentos de portfólio, Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 74-83. Os investimentos de portfólio são mais sensíveis às mudanças de preço e desvalorização no mercado e permitem pouca influência na execução dos empreendimentos a eles relacionados.

<sup>14</sup> Ver WILKINS, **The Maturing of Multinational Enterprise.**, p. 3-23; 350.

<sup>15</sup> Ver *Ibid.*; WIONCZEK, A Latin American View.

diferenciadas por classes de bens e insumos para direcionar o consumo e a industrialização local;<sup>16</sup> e, ainda, controlar as remessas de lucro e os reinvestimentos de capital por parte de investidores estrangeiros.<sup>17</sup> Somente no âmbito da restrição ao IED, os exemplos são vários. Apesar de não se falar em proibição total, o investimento estrangeiro foi restrito por longas décadas no setor petrolífero na Argentina, no Brasil, no Chile, no México, no Paraguai e no Peru. No Brasil, no Peru e no México, o setor de telecomunicações também impunha restrições ao capital estrangeiro na década de 1960, acrescentando-se ainda os setores de mineração, serviços públicos, a indústria da pesca, a silvicultura e o setor bancário no caso do México. No Chile, a mineração, a indústria naval e o setor de seguros também eram restritos no mesmo período. No Paraguai, além do setor petroquímico, o setor de serviços públicos no geral também era limitado para estrangeiros, assim como era o transporte aéreo no Peru. Conforme relatos da época, até 1965, apenas a Colômbia, a Venezuela e o Equador não haviam imposto restrições setoriais ao investimento estrangeiro entre as principais economias latino-americanas.<sup>18</sup>

Ao lado de tal excesso de regulação, várias multinacionais foram expropriadas no período, nem sempre com a devida compensação. Companhias do setor agrícola, de energia elétrica e de telecomunicações foram completa ou parcialmente expropriadas para estatização em Cuba, Peru e Brasil, o que levou-as a realizar desinvestimentos em série na América Latina no período.<sup>19</sup> Lidar com o papel do estado na periferia do capitalismo levava, assim, a reações de hesitação e de planejamento estratégico na mesma medida, já que na perspectiva das empresas multinacionais, a liderança do estado como planejador e investidor direto por meio de empresas estatais na industrialização era, por si só, contraditória com os valores do capitalismo. No congresso estadunidense, eram comuns discursos de apologia à livre empresa privada como mecanismo difusor de desenvolvimento nos países periféricos, realizados por associações econômicas ou de multinacionais, que buscavam do governo dos Estados Unidos o

---

<sup>16</sup> Ver ABREU, **O Brasil e a economia mundial, 1930-1945**.

<sup>17</sup> Ver LOUREIRO, Felipe Pereira, The Passing of the Profit Remittance Limitation Law during the Goulart Administration and Brazilian and Foreign Entrepreneurs (1961-1964), **Revista Brasileira de História**, v. 36, n. 71, 2016.

<sup>18</sup> Para mais detalhes sobre essas restrições no seu contexto, ver WIONCZEK, A Latin American View.

<sup>19</sup> No Brasil, o governo do Rio Grande do Sul expropriou os investimentos de duas multinacionais estadunidenses no setor de energia elétrica entre 1958 e 1965. Sobre os casos de expropriação e desinvestimento na América Latina, ver WILKINS, **The Maturing of Multinational Enterprise**., p. 360-362.

uso da diplomacia para proteger o IED estadunidense da ação do estado nesses países, para então intensificar a expansão para tais destinos.<sup>20</sup>

Independentemente da proteção diplomática, de todo modo, o apetite das empresas multinacionais pioneiras pela busca de novos mercados na periferia do capitalismo logo cresceu. O Brasil e outras economias periféricas já vinham desenvolvendo uma industrialização, ainda que incipiente, desde o início do século XX, assim como haviam adotado suas primeiras estratégias de substituição de importações durante a I Guerra Mundial, uma vez que os países europeus eram seus principais fornecedores de produtos industrializados. Após a II Guerra Mundial, notadamente a partir da década de 1950, os mercados domésticos desses países foram se tornando mais atraentes e passaram a ser essenciais na lógica de acumulação global das empresas multinacionais. Por consequência, ficar fora de certos mercados consumidores periféricos, como o do Brasil, no final da década de 1950, poderia ser fatal para a competitividade de uma empresa multinacional e, a essa altura, as economias europeias já vinham se recuperando dos efeitos das guerras, vindo suas empresas com perfil internacional a replicar as estratégias das multinacionais pioneiras estadunidenses.<sup>21</sup>

Contudo, foi também na década de 1950 que a noção de dependência ganhou repercussão, estabelecendo-se a percepção de que o crescimento econômico dependia da maximização do controle local sobre a produção industrial e os recursos nacionais.<sup>22</sup> Ao lado disso, a ação governamental local em prol da industrialização cresceu e o esforço de regulação dos governos locais sobre a economia, algo que já era visto pelas multinacionais como excessivo, intensificou-se exatamente no mesmo período em que os países periféricos se tornaram mercados consumidores mais atraentes.<sup>23</sup> O tratamento regulatório dado ao capital

---

<sup>20</sup> Sobre a postura pública dos representantes das multinacionais nos Estados Unidos, ver WIONCZEK, A Latin American View. A literatura da época também ajudava a conferir respaldo acadêmico para essa visão do potencial da expansão multinacional nos moldes empreendidos pelas empresas estadunidenses sobre o desenvolvimento dos países. Para uma visão sobre o potencial da expansão nessas multinacionais no desenvolvimento local, ver BERNSTEIN, Foreign Investment in Latin America.

<sup>21</sup> Sobre a mudança do padrão de composição setorial do PIB no Brasil para uma produção industrial com maior valor agregado a partir da década de 1950, ver FURTADO, **A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina**.

<sup>22</sup> Ver fontes da nota 5, acima, assim como o texto que esta acompanha.

<sup>23</sup> O trabalho de Helen Shapiro sobre a regulação da entrada de IED no Brasil para investimento no setor automotivo no governo Kubitschek (1956-1961) mostra que a regulação pode ter um impacto real nas decisões estratégicas das empresas multinacionais. Ver nota 25, abaixo.

estrangeiro assumiu diferentes propósitos. Por um lado, as multinacionais detinham a tecnologia mais avançada para a exploração dos recursos locais, o que os países periféricos necessitavam. Ao mesmo tempo, as multinacionais estrangeiras não estavam dispostas a dividir o controle sobre os processos de pesquisa e desenvolvimento, que eram em boa parte das situações sua vantagem comparativa em relação aos mercados de destino. Além disso, as remissões de lucros ao exterior pelas empresas multinacionais e as importações de produtos intermediários para o próprio processo de industrialização causavam desequilíbrios constantes no balanço de pagamentos dos países periféricos. As importações de produtos intermediários, ao mesmo tempo, intensificavam o problema da transferência de tecnologia, porque dispensavam o estabelecimento local de unidades que empreendessem o processo completo de produção.<sup>24</sup>

No Brasil, em específico, variadas medidas regulatórias foram empreendidas entre as décadas de 1950 e 1960 para influenciar como o investimento das empresas multinacionais ingressaria na economia local. O governo fez uso de licenças de importação para controlar a entrada dos produtos similares e subsidiar a dos bens intermediários ainda não produzidos localmente de diferentes maneiras ao longo desse processo de industrialização por substituição. No governo Juscelino Kubitschek (1956-1961), por exemplo, a importação de veículos foi proibida por medidas graduais para forçar as grandes multinacionais do setor a produzir no Brasil. Mas, ainda assim, taxas de câmbio mais favoráveis continuavam a ser aplicadas para a importação de combustíveis, insumos básicos e maquinário em diversos setores de base, e certas importações chegavam a ocorrer sem cobertura cambial no caso da indústria automobilística.<sup>25</sup> Já no governo Goulart (1961-1964), o Congresso Nacional aprovou a Lei nº. 4.131, em 1962, que restringiu a possibilidade de remissão de lucros por empresas estrangeiras ao equivalente a 10% do valor do capital social registrado no Brasil. Tanto a

---

<sup>24</sup> Para notas sobre essa tensão entre os interesses de investidores estrangeiros e da política desenvolvimentista empreendida pelos governos da época, ver CARDOSO; FALETTO, **Dependência e desenvolvimento na América Latina**; FERNANDES, **A Revolução Burguesa no Brasil**; FURTADO, **A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina**; JAGUARIBE, **A Brazilian View**; PREBISCH, **Dinâmica do desenvolvimento latino-americano**.

<sup>25</sup> Sobre a entrada das grandes montadoras do setor automobilístico no Brasil e os incentivos governamentais relacionados, ver SHAPIRO, Helen, **Engines of Growth: The State and Transnational Auto Companies in Brazil**, Cambridge: Cambridge University Press, 2006. Para um apanhado mais geral das medidas regulatórias que impactaram o investimento estrangeiro no setor industrial do Brasil entre 1946 e 1960, Ver GORDON, Lincoln; GROMMERS, Englebert L., **United States Manufacturing Investment in Brazil: the impact of Brazilian government policies, 1946-1960**, [s.l.]: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard ..., 1962.

tramitação quanto a aprovação da lei geraram bastante controvérsia. As associações que representavam empresários estrangeiros eram contra, enquanto parte do empresariado nacional pressionou por sua aprovação. Mesmo após sua entrada em vigor, o limite real sobre as remessas ao exterior dependia de regulamentação pela SUMOC na época, o que só ocorreu em 1963. Após o golpe militar de 1964, de toda forma, a Lei n.º. 4.390, de 1964, foi aprovada e liberalizou os limites de remessa de lucros ao exterior por investidores estrangeiros.<sup>26</sup>

Após o golpe militar, assim, a postura do governo brasileiro em relação ao capital estrangeiro se tornou mais estável e liberal, reduzindo o problema da instabilidade política para as multinacionais interessadas no Brasil. Contudo, estudos na literatura sobre as relações entre estado e sociedade, que se voltam para a composição dos interesses entre o Estado, o capital estrangeiro e a nascente elite empresarial nacional durante a industrialização do Brasil, mostram que mesmo durante a ditadura militar houve conflitos de interesse entre os grupos atuantes na acumulação de capital e na definição das prioridades da industrialização do país. A questão do compartilhamento de conhecimento e da transferência de tecnologia continuou como um problema difícil de ser objeto de consenso entre capitais nacionais e estrangeiros, mesmo quando atuando em parceria. Essa e outras questões causadoras de conflito impactaram a composição do controle de diferentes setores industriais então em desenvolvimento no país até a década de 1970 e, conseqüentemente, o lugar que o Brasil alcançaria na divisão internacional de trabalho.

A relevância dos capitais estrangeiros e da intervenção governamental no processo de industrialização dos países periféricos é clara a partir da literatura, mas estabelecer um diálogo entre as diferentes visões sobre o papel das multinacionais estrangeiras e do capital nacional não é tarefa simples. No Brasil e em outros países de industrialização tardia, o papel do Estado, do capital privado nacional e do investimento estrangeiro só restou melhor esclarecido após estudos de caso específicos. Os fatores determinantes do quanto o Estado, a elite industrial local ou as empresas multinacionais estrangeiras acabaram como controladores

---

<sup>26</sup> A Lei n.º 4.131, de 1962, encontra-se em vigor até hoje, já que dispõe, no geral, sobre a necessidade de registro para o aporte de IED para o Brasil, bem como para o aporte de capital para o exterior por não residentes. Essa lei continua sendo a base da regulação dos fluxos de IED no Brasil, que hoje, na maior parte dos casos, tem registro por mera declaração, sem necessidade de autorização ou controle pelo Banco Central do Brasil. Sobre os embates entre o empresariado nacional e estrangeiro na tramitação da denominada Lei de Remessa de Lucros, ver LOUREIRO, *The Passing of the Profit Remittance Limitation Law during the Goulart Administration and Brazilian and Foreign Entrepreneurs (1961-1964)*.

podem mudar a depender do setor industrial de que se trata e das circunstâncias políticas do momento em análise. Para o caso brasileiro, o trabalho de Evans, principalmente os estudos de caso compilados no livro intitulado “*Dependent Development*”, traça um panorama amplo das complexidades em torno da consolidação industrial, incluindo estudos sobre a indústria têxtil, farmacêutica, siderúrgica, petroquímica, assim como o setor de mineração nas décadas de 1960 e 1970, e os atores que acabaram como seus controladores.<sup>27</sup>

Evans constrói seu estudo empírico sobre as relações Estado-empresa na industrialização do Brasil a partir de uma tese emprestada da teoria do desenvolvimento dependente, que sugere ser possível a convergência de interesses entre o capital estrangeiro, a elite empresarial local e o estado no processo de industrialização.<sup>28</sup> Quando o ingresso do capital de empresas estrangeiras por investimentos diretos se intensificou, na década de 1950, o autor sugere que, primeiramente, ocorreu um processo de diferenciação da iniciativa privada nacional, ilustrado principalmente pelas indústrias têxtil e farmacêutica. A indústria têxtil é segmentada em cadeia que passa desde a produção de fibras até a comercialização de produtos para consumo final. Nela, houve uma recomposição, na qual os segmentos da indústria, antes dominados por brasileiros, passaram, até o fim da década de 1960, a ser compostos por parcerias entre empresas nacionais e estrangeiras.

A Tabela 3.2 mostra que, apesar de poucas em quantidade, a maioria das empresas estrangeiras e das joint ventures<sup>29</sup> entre capitais nacionais e estrangeiros, entre as empresas líderes dos segmentos do mercado têxtil, foram constituídas a partir de 1946. Ao

---

<sup>27</sup> Ver EVANS, **Dependent Development**. Ver também outros estudos que complementam os achados de Evans. Para um estudo de caso sobre a entrada do capital estrangeiro no setor automobilístico do Brasil, ver SHAPIRO, **Engines of Growth**. Outros estudos de caso sobre os setores de mineração e siderurgia podem ser encontrados em SCHNEIDER, Ben Ross, **Burocracia pública e política industrial no Brasil**, São Paulo: Editora Sumaré, 1994.

<sup>28</sup> A teoria do desenvolvimento dependente se diferencia de visões mais clássicas sobre a dependência dos países periféricos por sugerir ser possível uma acumulação equilibrada entre capitais estrangeiros e nacionais operando nas mesmas atividades industriais na periferia. Ver CARDOSO; FALETTO, **Dependência e desenvolvimento na América Latina**. Evans indica confirmar a tese de Cardoso e Faletto sobre a internacionalização do mercado doméstico, que chamou, em tradução livre para o português de “internalização do imperialismo na periferia”. Ver EVANS, **Dependent Development**., p. 64-74.

<sup>29</sup> O termo joint venture é neste trabalho utilizado para designar parcerias comerciais viabilizadas por vínculos societários entre empresas, parcerias estas nas quais todas as partes desfrutam de poderes típicos de controle societário, ainda que tal controle seja compartilhado. Essa parece a melhor interpretação do trabalho de Evans diante da concepção de controle societário. Ver EVANS, **Dependent Development**. Sobre as possibilidades de controle societário na literatura nacional, ver COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**, São Paulo: Editora Forense, 2013.

lado disso, as empresas brasileiras com maiores fatias do setor foram na sua grande maioria constituídas anteriormente a esse ano. No caso, os segmentos mais próximos à comercialização de produtos finais continuaram com participação mais relevante do capital nacional, enquanto os segmentos mais intensivos em tecnologia, notadamente o de produção de fibras sintéticas, tinham participações estrangeiras mais relevantes. Mas, de toda forma, a acumulação de capital industrial no mercado têxtil se transformou de forma a permitir uma divisão de ganhos em que empresas nacionais e estrangeiras tendiam a sobreviver.<sup>30</sup>

**Tabela 3.2 Período de constituição de grandes empresas no setor têxtil no Brasil até 1970**

Período de constituição	Categorias de empresa pela composição dos seus controladores		
	Nacional	Estrangeira	Joint venture (entre capital nacional e estrangeiro)
Antes da I Guerra Mundial	9	1	0
Entre 1914-1929	4	3	0
Entre 1930-1945	4	0	0
Entre 1946-1964	2	4	1
Após-1964	1	0	2
<b>Total de empresas em 1970</b>	20	8	3

Adaptado pela autora.

Fonte: EVANS, *Dependent Development*, 1979, p. 135.

As vantagens para as empresas estrangeiras em se associarem com as empresas brasileiras, no setor têxtil e em outros setores nos quais a geração de valor com os produtos finais não fosse intensiva em tecnologia, estariam em facilitar a integração com o mercado local.<sup>31</sup> As empresas nacionais acabaram por acumular poder de barganha para permanecer influentes no mercado por esse motivo, pois tendem a ser geridas por pessoas inseridas na sociedade e na cultura local. Por terem frequentado ambientes comuns, como universidades e outros ambientes sociais, os residentes do Brasil teriam acesso mais amplo às oportunidades de

<sup>30</sup> Ver EVANS, *Dependent Development*., p. 101-162.

<sup>31</sup> Ver *Ibid.*

comercializar bens, realizar novos investimentos, e estabelecer relações governamentais. Ilustrativo disso seria o fato de diferentes multinacionais estabelecidas no Brasil terem em comum os mesmos representantes brasileiros, designados como gerentes ou membros do conselho de administração das suas subsidiárias locais.<sup>32</sup>

No entanto, de acordo com Evans, essa lógica muda em se tratando de setores mais intensivos em tecnologia, como o setor farmacêutico. Até o início do século XX, pode-se dizer que o desenvolvimento do setor se dava em bases similares entre as farmacêuticas brasileiras e as estadunidenses, por exemplo. A indústria era baseada na produção de medicamentos populares, a partir de ativos naturais encontrados localmente. Produtos como o *Vick Vaporub*, produzido pela *Vick Chemical Company* nos Estados Unidos, e o Biotônico Fontoura, desenvolvido pelo farmacêutico Cândido Mendes no Brasil, eram igualmente exportados nas décadas de 1910 e 1920. Mas o descobrimento das sulfonamidas na década de 1930 e o desenvolvimento de medicamentos a partir da penicilina, durante a II Guerra Mundial, levaram progressivamente o setor farmacêutico a outro patamar tecnológico. Os investimentos em pesquisa e desenvolvimento passaram a ser determinantes no setor para a diferenciação dos produtos finais na década de 1950.<sup>33</sup>

Várias empresas farmacêuticas nacionais chegaram a ser constituídas no Brasil nas décadas de 1930 e 1940 para o desenvolvimento de medicamentos a partir da penicilina. As farmacêuticas nacionais tiveram êxito principalmente ao longo da II Guerra Mundial, quando a capacidade de produção europeia foi afetada, mas a demanda pela importação de tais medicamentos foi elevada. Contudo, passada a guerra, as empresas brasileiras começaram a sucumbir à competição internacional. Ao longo da década de 1950, treze das novas empresas farmacêuticas formadas no Brasil eram multinacionais estrangeiras, que adquiriram ativos de concorrentes locais. Como mostra a Tabela 3.3, apenas duas empresas novas no setor foram

---

<sup>32</sup> Além do trabalho de Evans, outros estudos sobre o empreendedorismo e as atividades de empresas multinacionais no Brasil no século XX mostram o valor dos laços locais para a integração das empresas estrangeiras à economia nacional. Ver, por exemplo, NEWFARMER, Richard S, **Multinational conglomerates and the economics of dependent development : a case study of the international electrical oligopoly and Brazil's electrical industry**, University of Wisconsin-Madison, 1977. O estudo dos laços entre os atores presentes em ambientes de negócios que levam à formação de redes corporativas é hoje um campo explorado na literatura de administração de empresas. Ver JACKSON, Matthew O., **Social and Economic Networks**, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2010; WASSERMAN, Stanley; FAUST, Katherine, **Social Network Analysis: Methods and Applications**, 1 edition. Cambridge ; New York: Cambridge University Press, 1994; LAZZARINI, Sergio G., **Capitalismo de Laços**, Edição: 3ª. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier, 2010.

<sup>33</sup> Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 121-131.



constituídas por residentes do Brasil no período e, ao longo da década de 1960, todas as novas empresas farmacêuticas instaladas no país eram controladas por estrangeiros. Em 1969, o setor farmacêutico estava praticamente desnacionalizado no Brasil. Entre as 50 maiores empresas do setor atuando no país, apenas cinco eram controladas por residentes do Brasil, as quais acabaram por se especializar na comercialização de produtos finais.<sup>34</sup>

**Tabela 3.3 Período de constituição de grandes empresas no setor farmacêutico no Brasil até 1970**

Período de constituição	Categorias de empresa	
	Nacional	Estrangeira
Antes da I Guerra Mundial	3	1
Entre 1914-1929	5	5
Entre 1930-1939	6	5
Entre 1940-1949	9	9
Entre 1950-1959	2	13
Entre 1960-1969	0	6
<b>Total de empresas em 1970</b>	25	8

Adaptado pela autora.

Fonte: EVANS, *Dependent Development*, 1979, p. 123.

No setor farmacêutico, a diferenciação que o ingresso das multinacionais estrangeiras ocasionou na atuação da indústria local não foi revertida nem mesmo com a intervenção do Estado. Em 1971, o governo Emílio Médici (1969-1974) tomou iniciativa para trazer às mãos do Estado um maior controle sobre a indústria farmacêutica instalada no Brasil e promover alguma redistribuição sobre os seus ganhos. Nesse ano, foi criada a CEME, um órgão vinculado à presidência destinado a oferecer a baixo custo para a população pobre os medicamentos que o então INPS listava como essenciais na chamada Relação Nacional de Medicamentos.<sup>35</sup> A CEME dispunha de 20 laboratórios para produzir e viabilizar pesquisas e apresentava, por não perseguir fins lucrativos, resultados muito inferiores aos das

<sup>34</sup> Ver *Ibid.*

<sup>35</sup> A CEME foi criada pelo Decreto n.º 68.806, de 25 de junho de 1971.

farmacêuticas privadas. Na verdade, a CEME era cliente das farmacêuticas nacionais e estrangeiras, pois só conseguia produzir oito das centenas de medicamentos que oferecia, e tinha pouco potencial de afetar o mercado de medicamentos.<sup>36</sup> Além de comprar e produzir medicamentos para a população pobre, o governo estabeleceu também um Plano Nacional de Medicamentos em 1973, que atribuía à CEME a tarefa de financiar pesquisa e desenvolvimento na área farmacêutica.<sup>37</sup>

Como argumentou Evans, era difícil que em um cenário de multinacionais plenamente estabelecidas, com controle sobre a tecnologia centralizado em suas matrizes, uma iniciativa estatal como a CEME conseguisse realmente ameaçar a divisão de trabalho até então estabelecida no setor farmacêutico.<sup>38</sup> Mesmo assim, as suas atividades de pesquisa, aliadas aos termos nacionalistas da legislação que estabeleceu o Plano Nacional de Medicamentos, tornou as multinacionais estrangeiras hostis à CEME.<sup>39</sup> Ao mesmo tempo, do lado do empresariado nacional, as poucas perspectivas de ganhos com a iniciativa do Plano Nacional de Medicamentos provavelmente limitaram seu apoio.<sup>40</sup> Assim, em 1974 a CEME já havia sido dissolvida, passando a política de medicamentos do Estado a ser conduzida diretamente pelo Ministério da Saúde e as atividades de pesquisa na área farmacêutica para o então Ministério da Indústria e Comércio.<sup>41</sup>

O ocorrido na indústria farmacêutica brasileira, de todo modo, representa apenas uma das possibilidades de composição de interesses entre capitais nacionais e estrangeiros no processo de industrialização nacional a partir da segunda metade do século

---

<sup>36</sup> Essa é uma conclusão de Evans, considerando que a CEME atingia uma parte da população impossibilitada de acessar o mercado privado de medicamentos. Ver EVANS, **Dependent Development**, p. 255-262.

<sup>37</sup> Ver *Ibid.*, p. 255-262. O Plano Nacional de Medicamentos foi estabelecido no Decreto n.º 72.552, de 30 de julho de 1973. Entre suas diretrizes, estava reduzir a importação de produtos farmacêuticos, capacitar as universidades nacionais para a pesquisa no setor e adquirir tecnologia mais adequada ao desenvolvimento da indústria farmacêutica nacional.

<sup>38</sup> Ver *Ibid.*, p. 255-262.

<sup>39</sup> Evans tira tal conclusão a partir de fontes documentais da época. Ver *Ibid.* Outras fontes da literatura nacional reafirmam esta conclusão, como o estudo de Cislighi, que sugere ter sido o mercado de compras públicas de medicamentos decisivo na iniciativa das multinacionais estrangeiras de influenciar contra o investimento do governo na produção de produtos farmacêuticos, já que a produção direta teria impacto certo na redução das compras governamentais. Ver CISLAGHI, Juliana Fiuza, Privatização da saúde no Brasil: da ditadura do grande capital aos governos do PT | Privatization of healthcare in Brazil: from big capital dictatorship to the PT administrations, **Revista Em Pauta: teoria social e realidade contemporânea**, v. 17, n. 43, 2019.

<sup>40</sup> Essa é uma inferência de Evans diante das inúmeras evidências que o autor coletou sobre a desnacionalização do setor farmacêutico. Ver EVANS, **Dependent Development**, p. 255-262.

<sup>41</sup> Ver *Ibid.*, p. 255-262.

XX. Na perspectiva da ação do Estado, a Política Nacional de Medicamentos foi um raro exemplo, talvez o único, de intervenção estatal na economia com propósitos igualmente nacionalistas e redistributivos.<sup>42</sup> Contudo, em tal empreitada, o Estado acabou não obtendo o apoio da elite industrial nacional, provavelmente porque a indústria farmacêutica havia sido intensamente desnacionalizada anteriormente, levando o empresariado nacional a uma convivência já pacífica no momento como distribuidor dos produtos do empresariado estrangeiro atuante no setor. Mas, a indústria farmacêutica aparece como um exemplo extremo de descasamento de interesses entre capitais privados e a intervenção do Estado.

Na realidade, o Estado brasileiro vinha se consolidando como um influenciador do processo de industrialização de diferentes formas desde os anos 1930: primeiro via incentivos regulatórios, como indicado acima; após por meio de bancos públicos para direcionar crédito para a indústria nacional;<sup>43</sup> e, também, como um empreendedor direto via empresas estatais.<sup>44</sup> Dados de Trebat resumidos na Tabela 3.4 mostram que até 1980 o Estado

---

<sup>42</sup> Apesar de os impactos quantitativos dos investimentos do governo militar, e das políticas de substituição de importações no geral, sobre a industrialização ainda serem pouco explorados, existe consenso na literatura sobre o baixo potencial redistributivo dessas políticas, notadamente durante o governo militar. Para uma revisão do conhecimento que se tem produzido no Brasil sobre o baixo impacto distributivo das políticas industriais durante a ditadura militar, ver DINIZ, As elites empresariais e a Nova República. Sobre os possíveis resultados e os efeitos ainda não explorados das políticas de substituição de importações implementadas no Brasil ao longo do século XX, ver COLISTETE, Renato P., *Revisiting Import-Substituting Industrialisation in Post-War Brazil*, in: **Munich Personal RePEc Archive**, Munich: [s.n.], 2010, v. MPRA Paper No. 24665.

<sup>43</sup> O banco público federal mais relevante no direcionamento de recursos públicos no século XX, via empréstimo ou participação societária, para a formação da indústria de base e para ampliar o apoio financeiro à indústria brasileira de bens para consumo foi o BNDES. São muitas as fontes que podem ser conferidas nesse sentido e o papel do BNDES em diferentes iniciativas, como as privatizações e o apoio financeiro à internacionalização de empresas, será resgatado em maiores detalhes no próximo tópico e nos próximos capítulos. No recorte deste tópico, os dados de Trebat parecem a fonte mais apropriada, pois mostram o impacto decisivo do BNDES na capacidade de levantamento de crédito pela indústria nacional entre a criação do banco em 1952 até 1980. Ver TREBAT, Thomas J., **Brazil's State-Owned Enterprises: A Case Study of the State as Entrepreneur**, 1st edition. Cambridge Cambridgeshire ; New York: Cambridge University Press, 1983. Os três bancos públicos federais principais no Brasil hoje são a Caixa Econômica Federal, que concentra esforços no crédito para habitação; o Banco do Brasil, que foca no crédito para o setor agrícola, embora tenha carteira mais diversificada que a Caixa Econômica Federal; e o BNDES, que é ainda a principal fonte de crédito nacional para a indústria brasileira. A Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil atuam ainda como bancos comerciais, enquanto o BNDES é um banco de investimento. Sobre o papel desses três bancos federais no contexto brasileiro pós-reformas neoliberais, ver METTENHEIM, Kurt e von, **Federal Banking in Brazil: Policies and Competitive Advantages**, 1 edition. London ; Brookfield, Vt: Routledge, 2010.

<sup>44</sup> Diversas fontes da literatura econômica designam a criação de empresas estatais como uma atuação do Estado como um empreendedor. Ver TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**. Nesse recorte, a literatura econômica se refere à intervenção do Estado na economia por meio do que desde 1967 a lei brasileira define como empresa pública e sociedade de economia mista, principalmente, algumas vezes referindo-se também ao que a lei define como autarquia pública. Ver Decreto-Lei n.º 200, de 1967. Em outras fontes da literatura, com recorte na literatura jurídica, o mais usual é utilizar o termo “empresa estatal” para designar o que a lei brasileira

brasileiro, por meio do governo federal, criou diversas empresas estatais controladas pela União, as quais muitas vezes tinham capital negociado em bolsa de valores, quando eram sociedades de economia mista.<sup>45</sup> Ao lado disso, tais empresas estatais atuavam em joint ventures com empresas privadas nacionais e estrangeiras, comuns no setor de mineração,<sup>46</sup> no setor siderúrgico,<sup>47</sup> durante a implantação do setor automobilístico,<sup>48</sup> e na exploração de atividades petroquímicas,<sup>49</sup> como voltará a ser explorado adiante neste tópico.

---

define como empresa pública e sociedade de economia mista. Ver PINTO JUNIOR, Mario Engler, **Empresa Estatal: Função Econômica e Dilemas Societários**, [s.l.]: Atlas, 2013.

<sup>45</sup> Trebat cruzou diversas fontes primárias da Secretaria de Controle de Empresas Estatais, órgão vinculado à Presidência da República nos governos militares, com outras fontes secundárias sobre a criação de estatais no Brasil ao longo do século XX e chegou nos números da tabela 3.3, que são uma estimativa, pela falta de dados oficiais que reflitam um número preciso sobre as estatais criadas e controladas pelo governo federal no século XX. Ver TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**.

<sup>46</sup> Ver SCHNEIDER, **Burocracia pública e política industrial no Brasil**.

<sup>47</sup> A participação do Estado em joint ventures no setor siderúrgico era bastante concentrada no BNDES, que chegou a ter 60% dos seus recursos alocados nesse setor na década de 1960, ficando conhecido, no período, por isso, como o “banco nacional do aço”. Ver *Ibid.*; TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**.

<sup>48</sup> Uma das condições estabelecidas para o ingresso de IED estrangeiro no setor automobilístico na década de 1950 foi que as multinacionais estrangeiras fizessem parcerias com empresas nacionais, entre as quais estava a Fábrica Nacional de Motores, que era uma estatal, criada pelo governo federal em 1942. Ver SHAPIRO, **Engines of Growth**.

<sup>49</sup> Ver EVANS, **Dependent Development.**, 213-273.

**Tabela 3.4 Estimativa das empresas estatais criadas no Brasil pelo governo federal por setor no século XX, até 1980**

Período de constituição	Setor					Total de empresas por período
	Mineração e indústria (bens de consumo)	Transporte e comunicações	Eleticidade	Serviços financeiros	Outros	
Antes da II Guerra Mundial	2	4	11	3	46	66
Entre 1940-1949	5	1	1	2	1	10
Entre 1950-1959	4	3	5	3	0	15
Entre 1960-1969	14	8	3	5	9	39
Entre 1970-1975	24	19	6	11	28	88
Entre 1976-1980	16	5	0	7	5	33
<b>Total de empresas por setor</b>	65	40	26	31	89	<b>251</b>

Adaptado pela autora.

Fonte: TREBAT, Brazil's State-Owned Enterprises, 1982, p. 38.

Evans relata que, com o Golpe Militar de 1964, o Estado brasileiro se mostrou entreguista a princípio.<sup>50</sup> As vendas de participações estatais nos setores automobilístico e siderúrgico seriam exemplos disso. No setor automobilístico, o Estado acabou entregando sua fatia ao longo da consolidação local da indústria em 1968, ao vender o controle da Fábrica Nacional de Motores para a Alfa Romeo, empresa italiana que já era sua parceira comercial. Já no setor siderúrgico, a autorização de participações estrangeiras na aquisição de estatais pelo setor privado surpreendeu diante de expectativas nacionalistas. Nesse contexto, a venda da

<sup>50</sup> Em seu trabalho, Evans indica que em certas situações nos seus empreendimentos econômicos, o Estado brasileiro foi entreguista (tradução livre de “*entreguista state*”). Em outras situações, como o setor farmacêutico ilustra, o Estado teria sido nacionalista em sentido amplo, perseguindo impactos positivos amplos para a sociedade brasileira (interpretação própria do que o autor designa “*nationalist state*”). À frente, neste tópico, explora-se como o Estado teria sido nacionalista em sentido amplo também no setor petroquímico. Por fim, Evans descreve uma terceira possibilidade, ilustrada pela participação do Estado no setor de mineração, como discutido à frente neste tópico, na qual o Estado intervém na economia de forma nacionalista, mas diante de interesses atribuíveis à burocracia estatal e não necessariamente alinhado com os interesses de um outro grupo social (interpretação própria do que autor designa “*state for itself*”). Ver *Ibid.*, p. 213-273.

empresa estatal Cosigua pelo então Estado da Guanabara<sup>51</sup> a uma joint venture formada pela Gerdau e o grupo empresarial Thyssen, também em 1968, teria sido emblemática.<sup>52</sup>

De toda forma, de acordo com Evans, a atuação do Estado no período militar logo se tornou nacionalista em sentido estrito, o que é corroborado pelos dados da Tabela 3.3, de acordo com os quais o governo militar criou, somente entre 1970 e 1975, oitenta e oito das 251 empresas estatais que se estima terem sido criadas pelo governo federal nas primeiras oito décadas do século XX. Como Evans descreve em seu trabalho, quando atuando por si, em nome dos interesses de uma classe social que se diferencia no Brasil na burocracia estatal, o Estado deixa de ser nacionalista em sentido amplo, pois se concentra no processo de acumulação capitalista, mas negligencia a busca por impactos sociais positivos, ou mesmo os interesses de grupos de elite devidamente representados, como a indústria nacional e o capital estrangeiro.<sup>53</sup> O setor de mineração seria o melhor exemplo do nacionalismo em sentido estrito do Estado brasileiro no período militar. Na década de 1960, as empresas siderúrgicas mais competitivas do mundo eram oriundas dos Estados Unidos e o minério de ferro por estas consumido era proveniente principalmente de jazidas africanas. A intensa exploração das suas reservas e a instabilidade política na África levaram a *Bethlehem Steel*, a *Union Carbide* e a *US Steel* a explorar a Amazônia em busca de novas jazidas em 1966. Por meio do seu programa de exploração brasileira, a *US Steel* saiu à frente de suas concorrentes e descobriu a então maior jazida de minério de ferro do mundo, na Serra dos Carajás. No mesmo ano, a

---

<sup>51</sup> Para os fins desta tese, importa revisar sobretudo as atividades das empresas estatais mantidas pela União, uma vez que estas estatais foram as protagonistas no investimento na indústria de base e na formação das bases do relacionamento do Estado como empreendedor com o setor privado. Depois, as estatais da União foram ainda as protagonistas no processo de privatizações dos anos 1990, do qual saíram algumas das empresas que se tornariam as multinacionais brasileiras mais competitivas nos anos 2000. De toda forma, a lei brasileira permite que tanto a União como os estados, o Distrito Federal e os municípios criem empresas públicas, sociedades de economia mista e autarquias, nos termos do Decreto-Lei n.º 200, hoje amplamente regulamentado, para as atividades das empresas públicas e sociedades de economia mista, pela Lei n.º 13.303, de 2016. A Lei n.º 13.303 estabelece um estatuto jurídico mínimo para as práticas de governança corporativa e de contratações com terceiros a ser adotadas pelas empresas estatais que regulamenta.

<sup>52</sup> Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 217.

<sup>53</sup> O corpo técnico de funcionários do Estado, por vezes nomeado pelos governos, por vezes recrutado por meio de concursos públicos, é amplamente reconhecido na literatura como um grupo de interesses dissociado de outros grupos de elite. Essa diferenciação pode ser identificada nos estudos de Evans e Trebat sobre a atuação do Estado como empreendedor, assim como na literatura sobre o patrimonialismo e o corporativismo de Estado no Brasil. Ver *Ibid.*; TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**. Sobre a literatura que analisa o corporativismo de Estado no Brasil, ver DINIZ, *As elites empresariais e a Nova República*; O'DONNELL, *Corporatism and the question of State*. Na literatura influenciada pelo patrimonialismo estatal, baseada no trabalho de Raymundo Faoro, a elite burocrática estatal é conhecida como estamento. Ver FAORO, Raymundo, **Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro**, Porto Alegre: Editora Globo, 1958.

empresa solicitou ao governo brasileiro autorização para explorar a área e recebeu como resposta uma proposta de joint venture da então chamada Companhia Vale do Rio Doce, conhecida por sua sigla CVRD, para exploração em conjunto.<sup>54</sup>

As negociações para a pactuação de tal joint venture foram lideradas pelo então presidente da CVRD, Antônio Dias Leite, pelo diretor geral do então Departamento Nacional de Minas e Energia, Moacyr Vasconcellos, e pelo então ministro da pasta de Minas e Energia, José Costa Cavalcanti. A CVRD era a segunda maior estatal brasileira naquele momento, ficando atrás apenas da Petrobrás. A empresa era internacionalmente competitiva já na década de 1970, por ter adotado estratégia exportadora na década anterior, quando aproveitou o crescimento da demanda mundial por minério de ferro.<sup>55</sup> Do Departamento Nacional de Minas e Energia, a licença para a exploração de Carajás só foi expedida depois que a *US Steel* revisou a proposta da CVRD para a joint venture. Com a subsidiária da *US Steel* no Brasil, chamada Meridional, e a CVRD como sócias, a Amazônia Mineração S.A. foi então constituída em 1970.<sup>56</sup>

A estatal brasileira adquiriu 51% do capital da joint venture na sua constituição, enquanto a Meridional restou com 49%. Não teria agradado à administração da *US Steel* ficar com participação minoritária, mas o poder de barganha do Estado brasileiro nesse caso era claro. Ainda eram os primeiros anos do governo militar e os representantes da *US Steel* tinham memória do histórico de instabilidade política no Brasil. Eles também sabiam que o nacionalismo econômico tendia a ser mais intenso tratando-se da exploração de recursos naturais, o que tornava mais arriscado tentar uma licença de exploração sem um sócio local. Além disso, o representante da *US Steel* que cuidou das negociações para constituição da Amazônia Mineração era responsável pela importação de minério de ferro da CVRD há anos e tinha uma boa impressão acerca da gestão da empresa, mesmo tratando-se de uma estatal.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> Evans e outros autores que se dedicaram ao estudo do setor siderúrgico no Brasil compartilham percepções similares. Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 249-254; SCHNEIDER, **Burocracia pública e política industrial no Brasil.**

<sup>55</sup> A trajetória de investimentos da empresa, hoje chamada Vale, voltará a ser explorada no sexto capítulo desta tese, abaixo.

<sup>56</sup> Ver EVANS, **Dependent Development**; SCHNEIDER, **Burocracia pública e política industrial no Brasil.**

<sup>57</sup> Em 1974, a CVRD era a maior produtora mundial e principal exportadora de minério de ferro por via marítima. Ver SCHNEIDER, **Burocracia pública e política industrial no Brasil.**, p. 212. Ver também EVANS, **Dependent Development.**, p. 213-273.

A Amazônia Mineração confirmou depósitos equivalentes a 18 milhões de toneladas de minério de ferro de alto teor em 1970, assim como grandes depósitos de manganês, níquel, cobre, cromo e outros minérios. Mas a gestão conjunta do projeto com um parceiro estrangeiro não foi simples. A *US Steel* queria direcionar a produção para o abastecimento preferencial do mercado dos Estados Unidos, enquanto a CVRD queria dar continuidade à sua estratégia de expansão global. O Japão era seu maior importador na época e a CVRD conseguia produzir a preços mais competitivos que as suas maiores concorrentes, localizadas na Austrália. Em 1973, com a crise do petróleo, a demanda mundial por minério de ferro reduziu, assim como os preços de exportação. A *US Steel* entrou em crise e perdeu a capacidade de investir no projeto Carajás. Do lado do Brasil, iniciava o governo Geisel em 1974, que conferiu mais atenção aos projetos da CVRD em Minas Gerais. A participação da *US Steel* acabou adquirida pela CVRD em 1977, embora os maiores investimentos para o início da produção em Carajás só tenham ocorrido a partir de 1979, já no governo Figueiredo.<sup>58</sup>

Sem a iniciativa da *US Steel*, a CVRD por si só provavelmente demoraria a descobrir e, conseqüentemente, explorar Carajás. Era verdade que desde 1974 a companhia já era líder mundial na produção de minério de ferro, que explorava com independência e tecnologia própria. Mas a crise do petróleo nesse período reduziu a demanda externa e desacelerou o mercado internacional, reduzindo também o apetite das mineradoras por investir no aumento da produção. O atraso no investimento fez com que a produção em Carajás só se tornasse plena em 1987, mas sua exploração foi essencial para que a CVRD conseguisse cumprir seus contratos de fornecimento de minério de ferro no final da década de 1980, pois em Carajás a produção nesse período crescia a taxas superiores que as quedas verificadas na produção das reservas do sudeste e do sul do Brasil. Como o minério de ferro de Carajás era de alta qualidade, o custo de produção da CVRD continuou inferior ao das suas concorrentes internacionais e isso ajudava a empresa a continuar sendo capaz de produzir abaixo dos preços internacionais na década de 1980. O incremento na produtividade se deveu ao investimento

---

<sup>58</sup> Evans indica que havia dúvida entre os especialistas do ramo se a CVRD conseguiria levantar os recursos necessários para execução do projeto Carajás sem a sócia estadunidense em 1977. Além disso, o autor aponta que a *US Steel* insistia em deter poder de veto sobre a indicação de membros ao conselho de administração da Amazônia Mineração, o que a CVRD não aceitava. Tal impasse teria estimulado a aquisição da participação da *US Steel* pela CVRD, além da conjuntura de crise da empresa. Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 253.



local, estatal, já que a saída da parceira estadunidense ocorreu em estágio ainda muito inicial do projeto.<sup>59</sup>

De toda forma, entre diferentes estudos disponíveis sobre a experiência do Estado brasileiro com a CVRD, o projeto Carajás foi um exemplo de nacionalismo em nome da elite burocrática estatal. O impacto positivo para a CVRD enquanto empresa é claro, mas não foram observadas externalidades sociais mais amplas. Por mais que o projeto tenha levado nova infraestrutura para a região Norte, a menos desenvolvida do Brasil, e apesar da formação de fundos específicos para o desenvolvimento local pela CVRD, Carajás ainda podia ser considerada um enclave clássico de mineração ao final da década de 1980. Não se formaram projetos de impacto social ao seu redor e não se havia promovido iniciativas relevantes de industrialização local até esse momento.<sup>60</sup> Além disso, o projeto Carajás não foi a única experiência da CVRD com parceiros estrangeiros. Ao longo da década de 1970, relatos da literatura mostram ao menos quatro projetos da mineradora com empresas italianas e japonesas como parceiras, nos quais a composição de interesses entre Estado e capital estrangeiro não foi conflituosa como no projeto Carajás. Em contrapartida, no geral, os projetos da CVRD não incluíram o capital privado nacional.<sup>61</sup>

As relações Estado-empresa no setor petroquímico no governo militar são, por outro lado, o melhor exemplo de como os interesses da indústria local e do Estado puderam convergir e, assim, facilitar a acumulação industrial conjunta entre capitais nacionais e estrangeiros. Esse exemplo, contudo, serve para salientar, ao lado do que ocorreu no setor farmacêutico, as tensões tradicionais em torno do principal ponto de divergência entre capitais nacionais e estrangeiros: o controle sobre a tecnologia.<sup>62</sup> No Brasil, vinha se consolidando um arcabouço legal para conferir ao Estado o papel de líder na exploração da capacidade petrolífera local desde a década de 1950. Em 1953, a Lei n.º 2.004 estabeleceu o monopólio da

---

<sup>59</sup> As ponderações apresentadas neste parágrafo têm por base principalmente o estudo de Schneider sobre a CVRD. Ver SCHNEIDER, **Burocracia pública e política industrial no Brasil**.

<sup>60</sup> Ao lado dos fundos formados pela própria CVRD, o governo federal estabeleceu incentivos fiscais (pelos Decretos-Lei n.º 1.813 e 1.825, ambos de 1980) e preferência no tratamento pelos órgãos da Administração Federal (pelo Decreto n.º 85.385, de 1980) para empreendimentos industriais que se instalassem à margem do Programa Grande Carajás. Existem relatos da instalação de siderúrgicas ao longo da Estrada de Ferro Carajás na década de 1980, que acentuam seu pouco impacto social, assim como desdobramentos ambientais indesejados. Ver MACHADO, Paulo Fernando, O pólo sidero-metalúrgico de Carajás: gênese de uma nova região industrial?, **Ensaio FEE**, v. 12, n. 1, p. 158–175, 1991.

<sup>61</sup> Ver SCHNEIDER, **Burocracia pública e política industrial no Brasil**; EVANS, **Dependent Development**.

<sup>62</sup> Ver EVANS, **Dependent Development**, p. 228-249.

União sobre a pesquisa e a lavra de jazidas de petróleo e outros hidrocarbonetos, seu refino e seu transporte marítimo, criando a Petróleo Brasileiro S.A., conhecida desde então como Petrobrás, uma empresa estatal destinada a executar a exploração petrolífera nacional. Para além da extração e refino, como ilustra a Figura 3.1, a cadeia de produção petroquímica está dividida entre a produção de petroquímicos básicos<sup>63</sup> e primários,<sup>64</sup> intermediários<sup>65</sup> e secundários,<sup>66</sup> relacionando-se estes últimos com inúmeras indústrias de produtos de consumo final.<sup>67</sup>

---

<sup>63</sup> Exemplos de petroquímicos básicos, que também são chamados de produtos de primeira geração, são: eteno, propeno, buteno, xilenos, mistos, resíduos aromáticos, resíduos naftênicos, metano, butano, propano, pentano, hexano. Ver TORRES, Eduardo Mc Mannis, A evolução da indústria petroquímica brasileira, **Química Nova**, v. 20, n. SPE, p. 49–54, 1997.

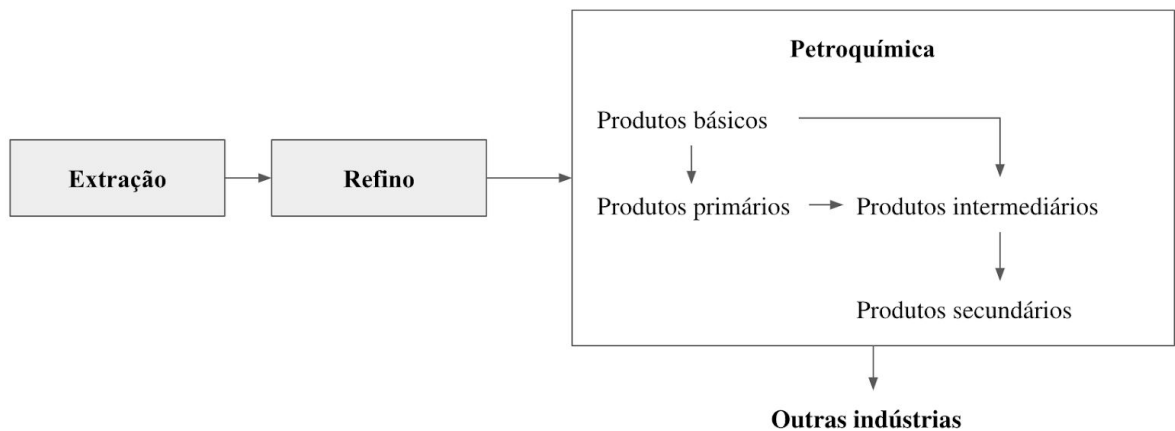
<sup>64</sup> Exemplos de petroquímicos primários, que também são chamados de produtos de segunda geração, são: óxidos de eteno, óxido de propeno, benzeno, tolueno, acetileno, gás de síntese, ciclo-hexano, etilbenzeno, butadieno, etanol, butanol, isopropanol, ortoxileno, paraxileno, naftaleno dicloroetano. Ver *Ibid.*, p. 50.

<sup>65</sup> Exemplos de petroquímicos intermediários, que também são chamados de produtos de segunda geração, são: etilenoglicol Estireno, acetato de vinila monômero, polipropilenoglicol, amônia, metanol, formol, acrilonitrila, aldeído acético, ácido acético, cloreto de vinila monômero, diclorometano, triclorometano, tetraclorometano, tolueno-di-isocianato, glicerina, fenol, anidrido maléico, anidrido ftálico, oxo-álcoois, caprolactama, ácido adípico, adiponitrila, ácido tereftálico, dimetiltereftalato, acetona, etanolaminas. Ver *Ibid.*, p. 50.

<sup>66</sup> Exemplos de petroquímicos secundários, que também são chamados de produtos de segunda geração, são: uréia, hexaclorociclo-hexano, diclorodi-feniltricloroetano, resinas de uréia-formaldeído, resinas fenólicas, resinas alquídicas, resinas poliésteres, resinas epoxidadas, resinas melamínicas, resinas de acrilonitrilabutadieno-estireno, polietileno de alta densidade, polietileno de baixa densidade, polipropileno, poliestireno, cloreto de polivinila, politetrafluoretileno, acetato de polivinila, ésteres adípicos, ésteres maléicos, fibras de nylon 6, fibras de nylon 6.6, fibras de nylon 11, fibras de poliéster, fibras de polipropileno, fibras de polietileno, fibras acrílicas, borracha de estireno-butadieno (sbr), borracha de poli-cis- butadieno (pb), borrachas butílicas, borrachas de polisopreno, borracha de nitrila- butadieno, negro de fumo, dodecilbenzeno, trinitrotolueno, acetato de butila, acetato de etila, butanol, metilisobutilcetona, metiletilcetona, matérias corantes orgânicas, clorobenzenos, álcoois graxos industriais, ácidos salicílicos, ácido acetilsalicílico pirazolonas, e muitas outras. Ver *Ibid.*, p. 50.

<sup>67</sup> Para uma explicação didática sobre a relação da cadeia de produção de petroquímicos com outras indústrias, ver *Ibid.*, p. 50.

Figura 3.1 Cadeia de produção relacionada ao petróleo



Elaborado pela autora.

Até meados da década de 1960, a Petrobrás realizava a extração e o refino de petróleo, sozinha ou em conjunto com parceiros privados, normalmente empresas nacionais que obtiveram licença anteriormente à declaração do seu monopólio.<sup>68</sup> Uma ampla gama de multinacionais estrangeiras atuavam na outra ponta do setor, produzindo petroquímicos secundários, principalmente PVC, destinado a outras indústrias para a fabricação de plásticos, resinas, madeira compensada, produtos intermediários da indústria têxtil, borracha sintética, assim como outros petroquímicos finais.<sup>69</sup> Mas os produtos básicos, primários e intermediários necessários para a produção de PVC ainda eram maciçamente importados, o que impactava o balanço de pagamentos brasileiro.<sup>70</sup> Havia dúvida sobre a melhor interpretação a ser dada à Lei n.º 2.004 quanto aos limites do monopólio estatal, para que fosse licitamente permitido à iniciativa privada a exploração das jazidas de petróleo para a produção de petroquímicos básicos e intermediários.<sup>71</sup>

Ainda que o Estado se posicionasse pela possibilidade de exploração privada, a indústria nacional não detinha a tecnologia necessária, o que também era o caso da Petrobrás.

<sup>68</sup> Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 213-273.

<sup>69</sup> Até meados da década de 1960, quatro empresas estrangeiras atuavam na produção de petroquímicos secundários no Brasil, a *Koppers Co Inc.* (Estados Unidos), por meio da sua subsidiária local Companhia Brasileira de Estireno; a *Celanese Corp.* (Estados Unidos), por meio da sua subsidiária, Companhia Petroquímica Brasileira; a *Union Carbide*, por meio da sua subsidiária Union Carbide do Brasil; e a *Borden* (Estados Unidos), por meio da sua subsidiária Alba S.A. Ver TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira., p. 50

<sup>70</sup> Ver EVANS, **Dependent Development.** p. 228-249.

<sup>71</sup> Ver *Ibid.*, p. 228-249.

O maior gargalo para o desenvolvimento da indústria petroquímica no Brasil estava na transformação de eteno, petroquímico básico de fácil reação com derivados de alto aproveitamento na produção de plásticos, anticongelantes, solventes e materiais têxteis, entre outros produtos. O eteno era conhecido, no setor, como o rei dos petroquímicos, pois suas reações são de baixo custo. Contudo, seu transporte é inviável.<sup>72</sup>

No início da década de 1960, as multinacionais estrangeiras detinham a tecnologia, mas não queriam correr o risco de iniciar um investimento a ser posteriormente compreendido como monopólio estatal no governo Goulart (1961-1964). Tal receio tinha embasamento, já que o CNP chegou a considerar lícita a exploração privada de petroquímicos básicos, primários e intermediários por meio de resolução em 1954, mas dificultou na prática o ingresso de empresas estrangeiras no segmento, priorizando dar licenças para empresas com maioria de capital nacional, o que acabou atrasando o desenvolvimento da exploração de tais petroquímicos em solo brasileiro.<sup>73</sup> Após o golpe militar, em 1964, o assunto se tornou prioritário no governo Castelo Branco (1964-1967). Ainda nesse ano, foi criado pela presidência um grupo executivo dedicado à indústria química, o GEIQUIM, que inicialmente sinalizou uma visão inflexível sobre o monopólio, no sentido de incluir a exploração econômica dos petroquímicos básicos, primários e intermediários no seu âmbito.<sup>74</sup>

Mas, com o apoio dos então ministros da Fazenda e de Minas e Energia, Otávio Bulhões e Mauro Thibau, Roberto Campos, então ministro do Planejamento, encampou defesa pela iniciativa privada, incluindo o investimento estrangeiro. O então ministro do Planejamento não considerava uma boa estratégia para o governo limitar a atuação das multinacionais estrangeiras em momento tão delicado política e economicamente.<sup>75</sup> Castelo Branco estabeleceu, então, uma comissão especial no CNP para estudar o assunto, a qual declarou expressamente na Resolução n.º 5, de 1965, que o desenvolvimento da indústria petroquímica no Brasil necessitava de esforços conjuntos da iniciativa privada e estatal. O Conselho de Segurança Nacional confirmou o parecer do CNP e, via decreto, foram fixadas as

---

<sup>72</sup> Ver *Ibid.*, p. 228-249.

<sup>73</sup> Ver TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira., p. 50.

<sup>74</sup> Existem relatos de que as análises do então Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico, nome original do BNDES, reconheciam a incapacidade local para implantar a indústria petroquímica e criticavam a inércia da Petrobrás para coordenar a atração de investimento estrangeiro para o setor. Ver VIANNA FILHO, Luiz, **Petroquímica de Industrialização da Bahia (1967-1971)**, Brasília: Senado Federal, Centro Gráfico, 1984.

<sup>75</sup> A taxa de inflação no Brasil subiu por volta de 80% entre 1963 e 1964, e a taxa de investimento direto reduziu no período, assim como o crescimento do PIB. Ver *Ibid.*

novas diretrizes para a expansão da indústria. A partir daí as autorizações para a exploração de petroquímicos básicos, primários e intermediários poderiam ser solicitadas.<sup>76</sup>

As primeiras tentativas de produção de petroquímicos intermediários ocorreram em São Paulo. Ainda em 1965, a *Union Carbide* obteve licença para tanto e pretendia extrair eteno utilizando uma nova tecnologia, o sistema *Wuff*. Essa nova tecnologia prometia dobrar o consumo de polietileno, poliestireno e PVC no mundo. Mas, pouco tempo depois do investimento inicial, a *Union Carbide* concluiu que o sistema *Wuff* tinha falhas consistentes e não era adequado para extrair eteno nem no Brasil, nem no exterior. Com isso, a iniciativa para expandir a capacidade de produção local no setor petroquímico acabou sendo inicialmente liderada pela indústria nacional.<sup>77</sup>

No centro da narrativa está uma empresa nacional, que seria, após complexas negociações, chamada Petroquímica União. Em 1965, o grupo nacional Capuava, controlado em parceria pelas famílias Soares Sampaio e Geyer, já detinha a Refinaria União, localizada na cidade de Capuava, em São Paulo.<sup>78</sup> Diante da flexibilização expressa do monopólio da Petrobrás naquele ano, Paulo Fontainha Geyer, que estava à frente das atividades do grupo, iniciou conversas, em paralelo, com o setor privado e com o Estado para viabilizar a produção de eteno em São Paulo. As primeiras parcerias firmadas envolveram o setor privado, notadamente, a multinacional estadunidense *Phillips Petroleum* e um grupo financeiro nacional liderado por Walter Moreira Salles.<sup>79</sup> A *Phillips Petroleum* já tinha um projeto em curso para produzir nafta no Brasil em parceria com o grupo nacional Ultra e, a princípio, aceitou firmar nova parceria, agora com o grupo Capuava, para empregar nafta na produção de eteno.<sup>80</sup> Já o investimento pelo grupo financeiro ligado a Moreira Salles tinha um perfil mais próximo a um investimento de portfólio e garantiria liquidez ao empreendimento.<sup>81</sup>

Apesar das negociações para as primeiras parcerias terem caminhado, o empreendimento para a constituição da Petroquímica União dependeria, ainda, do ingresso da Petrobrás no projeto. Isso se dava, pois a *Phillips Petroleum* não tinha capacidade de fornecer

---

<sup>76</sup> Ver *Ibid.*, p. 20-1. O Decreto n.º 56.751, de 1965, fixou as novas diretrizes para a exploração de indústria petroquímica no Brasil.

<sup>77</sup> Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 213-273.

<sup>78</sup> Ver *Ibid.*, p. 51.

<sup>79</sup> Ver *Ibid.*

<sup>80</sup> Ver TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira.

<sup>81</sup> Ver EVANS, **Dependent Development.**

a quantidade de nafta necessária, o que apenas a estatal brasileira poderia suprir.<sup>82</sup> As negociações com a Petrobrás foram longas, pois a lei que criou a estatal vedava que ela tivesse participações minoritárias em joint ventures com o setor privado.<sup>83</sup> A solução jurídica para tal problema veio apenas em 1967, quando uma subsidiária integral, a Petroquisa, foi constituída pela Petrobrás para viabilizar participações em empresas privadas no setor de petroquímica, ainda que minoritárias.<sup>84</sup> Nesse meio tempo, contudo, relatos da literatura indicam que o desconforto dos administradores da Petrobrás em fazer a empresa ingressar como minoritária em projeto envolvendo participação relevante de empresa estrangeira era crescente, o que levou à desistência da *Phillips Petroleum* do projeto.<sup>85</sup>

Para contornar o problema, o grupo Capuava conseguiu recrutar outras duas parceiras, a canadense *Hanna Mining*, a qual aceitou ter participação minoritária em uma joint venture com o grupo Capuava, que veio a ser denominada Unipar, e o grupo nacional Ultra, que também acabou ingressando com uma participação minoritária direta na Petroquímica União. Com isso, a Petroquímica União foi finalmente constituída em 1968, tendo como sócias diretas e com influência significativa sobre os seus negócios a Unipar, uma subsidiária do grupo Ultra e a Petroquisa, e tendo ainda uma participação de portfólio do IFC, um dos braços financeiros do Banco Mundial, que apoiou o projeto. Após, a Unipar conseguiu, ainda, uma outra parceira estrangeira, a estadunidense *Diamond Shamrock*, para explorar a produção de cloreto em Capuava.<sup>86</sup>

A Figura 3.2 mostra o organograma com o ecossistema de empresas que acabou por popular o chamado Pólo Petroquímico de São Paulo até 1974, após o pioneirismo do grupo Capuava para estabelecer parcerias entre capital privado, nacional e estrangeiro, e a Petrobrás. Além de ser capaz de liderar o estabelecimento de parcerias societárias para viabilizar a petroquímica básica e primária, o grupo Capuava também atuou como líder para viabilizar várias parcerias comerciais com clientes para consumir tais petroquímicos. Da mesma forma,

---

<sup>82</sup> Ver *Ibid.*

<sup>83</sup> Tal vedação se encontrava no artigo 39, parágrafo primeiro, da Lei n.º 2.004, de 1953, que se encontra hoje revogada pela Lei n.º 9.478, de 1997.

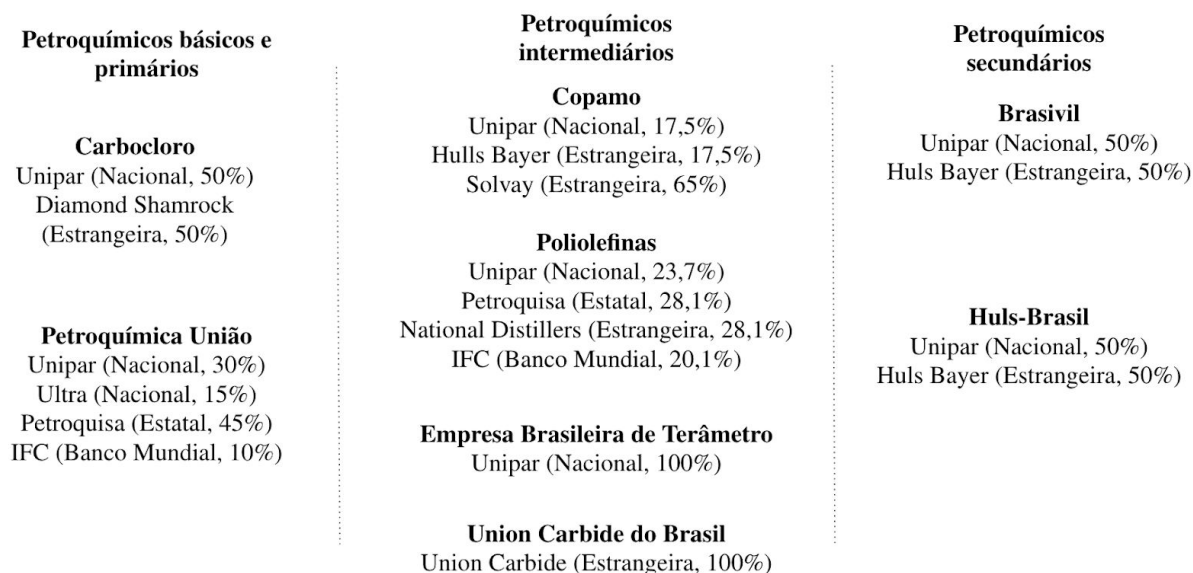
<sup>84</sup> Ver EVANS, **Dependent Development**; TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira.

<sup>85</sup> O Estudo de caso de Evans sobre o setor petroquímico permite chegar a tal conclusão sobre a desistência da *Phillips Petroleum*. Ver EVANS, **Dependent Development**. O estudo de Torres também indica, com menos detalhes, que a própria *Phillips Petroleum* desistiu desse projeto. Ver TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira.

<sup>86</sup> Ver EVANS, **Dependent Development**.

tanto a Unipar quanto a Petroquisa ingressaram em parcerias e joint ventures para explorar petroquímicos intermediários e secundários diretamente.<sup>87</sup>

**Figura 3.2. Integrantes da cadeia de produção no Pólo Petroquímico de São Paulo**



Adaptado pela autora.

Fonte: EVANS, *Dependent Development*, 1979, p. 232; TORRES, *A Evolução da Indústria Petroquímica Brasileira*, 1997, p. 51.

Mas, apesar do pioneirismo do grupo Capuava, o setor petroquímico brasileiro acabou protagonizado pelo Estado, por meio da Petrobrás e suas subsidiárias. A Unipar pode, de fato, ser considerada a empresa líder do Pólo Petroquímico de São Paulo entre 1965 e 1974. Mas, em meados da década de 1970, a coordenação das companhias ao redor do grupo Unipar se tornou mais complexa para os sócios nacionais, por conta de atrasos na construção da infraestrutura do pólo de São Paulo e da perda da sua capacidade de acompanhar os investimentos necessários para o projeto na medida da sua participação. Por um lado, o mercado para os petroquímicos básicos crescia e a *Union Carbide*, a principal concorrente em potencial, não seria mais uma concorrente no mercado de eteno, mas uma cliente. Contudo, por outro lado, o braço financeiro da Unipar, o grupo nacional Moreira Salles, decidiu desinvestir do projeto, levando a Petroquisa a adquirir fatia relevante da Unipar em 1974 e passar a ser a sua controladora, desembocando na organização exibida na Figura 3.2.<sup>88</sup>

<sup>87</sup> Ver *Ibid.*; TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira.

<sup>88</sup> Uma análise conjunta dos estudos de Evans e Torres levam a tal conclusão. Ver EVANS, **Dependent Development**.

Ao lado de São Paulo, havia na região de Camaçari, na Bahia, reservas de petróleo e gás natural com potencial ainda mais elevado. O governo da Bahia vinha empreendendo esforços para atrair a indústria petroquímica para o local por intermédio de incentivos estaduais e solicitações de investimento ao governo federal desde a década de 1960, tendo recebido atenção aos seus apelos, durante o governo militar, apenas no governo Médici (1969-1974).<sup>89</sup> Em 1972, então, a Petroquisa atuou como a líder na viabilização da exploração petroquímica na Bahia, papel que em São Paulo coube inicialmente ao grupo Capuava, criando uma subsidiária própria para esse fim, a Petroquímica do Nordeste S.A., conhecida como Copene.<sup>90</sup> Havia 17 empresas instaladas em Camaçari até 1971 para realizar pesquisas e estudos de viabilidade, contando seis dessas com participação de multinacionais estrangeiras.<sup>91</sup>

De 1972 a 1974, a Copene ingressou como sócia e promoveu fusões entre várias dessas empresas, assim como coordenou concorrências públicas para estabelecer novas parcerias no âmbito delas. Em 1974, consolidou-se, finalmente, 18 empresas no Pólo Petroquímico de Camaçari, organizadas de acordo com o modelo tripartite que veio a ser consolidado na Bahia, conforme o qual, nas empresas produtoras de petroquímicos básicos a intermediários, era recomendável ter no capital social: a Petroquisa, sempre com participação igual ou maior à dos próximos acionistas com participação mais relevante; uma empresa estrangeira de capital privado com capacidade sólida de prover tecnologia; bem como um grupo nacional.<sup>92</sup> No modelo consolidado na Bahia, era esperado ainda que as empresas produtoras de petroquímicos secundários viessem a ser majoritariamente controladas por capital privado e nacional no longo prazo.<sup>93</sup> Entre as empresas consolidadas no pólo de Camaçari em 1974 havia uma empresa privada nacional; onze empresas seguindo o modelo tripartite, com liderança da Petrobrás e participação do capital privado nacional e estrangeiro; assim como cinco outras empresas constituídas como joint ventures entre empresas estrangeiras e sócias nacionais, ou privadas ou controladas pela Petrobrás. Por fim, a Copene

---

<sup>89</sup> Ver VIANNA FILHO, **Petroquímica de Industrialização da Bahia (1967-1971)**., p. 33-77.

<sup>90</sup> Em seu estudo, Evans avalia que o pioneirismo do grupo Capuava em São Paulo foi substituído pela capacidade técnica e financeira da Petrobrás até a metade dos anos 1970, levando a exploração de Camaçari à consolidação da liderança da estatal no setor. Ver EVANS, **Dependent Development**.

<sup>91</sup> Ver VIANNA FILHO, **Petroquímica de Industrialização da Bahia (1967-1971)**., p. 121-47.

<sup>92</sup> Ver TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira., p. 51.

<sup>93</sup> Ver *Ibid.*



privatizou parte de seu próprio capital, que passou a ter parcela de 50% detida por um heterogêneo grupo de sócios privados locais e estrangeiros.<sup>94</sup>

A consolidação do setor petroquímico como ocorrido na Bahia representa o modelo ideal da tríplice aliança.<sup>95</sup> E, nesse caso, o nacionalismo do Estado pode ser considerado mais amplo, por ao menos dois motivos.<sup>96</sup> No caso da CVRD, a exportação de minério de ferro já contribuía para equilibrar a balança comercial brasileira, tendo a produção em Carajás possibilitado à empresa continuar cumprindo um papel que já desempenhava. No que diz respeito aos pólos petroquímicos de São Paulo e da Bahia, por mais que a participação das multinacionais estrangeiras nos ganhos tenha sido ampla, o incremento que tais pólos representaram no potencial industrial do país teve um efeito transformador, já que eles permitiram a produção local de insumos que antes precisavam ser importados.<sup>97</sup> Ao lado disso, a ampla participação do Estado e do empresariado nacional permitia que boa parte dos ganhos acumulados permanecessem no Brasil.

Um outro aspecto transformador da indústria petroquímica está na instalação de um pólo na Bahia, no Nordeste brasileiro. A Bahia tinha a exportação de cacau como principal atividade econômica até a instalação da indústria petroquímica. Por ser um estado principalmente exportador, assim como outros do Nordeste, a Bahia ficava fora dos subsídios cambiais da política substitutiva de importações. O estado contribuía para o equilíbrio da balança comercial, na medida que exportava cacau. Mas, ao mesmo tempo, o câmbio aplicável à exportação de cacau não era subsidiado, ao contrário do câmbio para a importação de insumos industriais, o que contribuía para reduzir o preço de exportação do cacau e, conseqüentemente, as receitas da Bahia, relativamente, enquanto estado. A instalação do pólo de Camaçari teve um impacto regional relevante, pois levou uma industrialização de maior

---

<sup>94</sup>Ver EVANS, **Dependent Development.**, p. 235-236.

<sup>95</sup> No estudo de Evans, essa é a única ocasião em que a participação de todos os grupos de interesse presentes no sistema tripartite de exploração parece equilibrada. Ver *Ibid.*, p. 213-273.

<sup>96</sup> Evans elabora uma visão nacionalista em sentido bastante amplo da implantação do pólo petroquímico da Bahia, salientando que o esforço do Estado brasileiro, nessa experiência, é comparável às iniciativas de desenvolvimento regional na Europa. Ver *Ibid.*, p. 237.

<sup>97</sup> Apesar de o pólo de São Paulo ter sido pioneiro, o seu índice de produção nacional era reduzido comparativamente. No pólo da Bahia, o índice de nacionalização da produção atingiu 65%. Em 1976, a Petroquisa liderou a instalação do próximo pólo petroquímico do Brasil, agora do Rio Grande do Sul, no qual a estatal esperava conseguir um índice de produção de materiais e equipamentos nacionais de 85%. Contudo, em 1979 as atividades petroquímicas no Brasil foram afetadas pela crise do petróleo e o pólo do Rio Grande do Sul não atingiu no curto prazo o desempenho esperado. Ver TORRES, A evolução da indústria petroquímica brasileira., p. 51.

valor agregado a um estado da federação basicamente extrativista até então e, em conjunto, o acesso aos subsídios das políticas de substituição de importações.<sup>98</sup>

Por terem a tecnologia mais avançada e mais capital para investir em pesquisa e desenvolvimento, as multinacionais estrangeiras procuraram muitas vezes explorar o setor sozinhas, como fez a *Union Carbide* em São Paulo. Mas ter a Petrobrás como sócia era, por um lado, uma medida para mitigar o risco político de atuar em setor no qual os limites do monopólio da estatal brasileira estiveram sempre sendo progressivamente delineados, assim como, por outro lado, uma necessidade por causa dos insumos que a estatal era capaz de fornecer. Já para a elite industrial nacional, a capacidade mais notável atribuída foi a de realizar a integração entre as multinacionais estrangeiras e a capacidade empreendedora do Estado.<sup>99</sup> Esse tipo de parceria, envolvendo atores estatais, o empresariado local e o capital estrangeiro, já havia ocorrido anteriormente, mas só se tornou um empreendimento amplo e planejado com a ascensão da elite burocrática estatal no período militar. Quando as grandes montadoras do setor automobilístico se instalaram no Brasil no governo Kubitschek (1956-1961), por exemplo, uma joint venture entre o governo de Minas Gerais e a Fiat, como ocorreu em 1970, seria um arranjo fora da curva.<sup>100</sup>

A década de 1970 foi, assim, quando se consolidou a figura do Estado, centralizado no executivo federal da ditadura militar e por meio das suas empresas estatais, como o empreendedor que concentra a tomada de decisão sobre os rumos da industrialização. A percepção do Estado brasileiro como um empreendedor segue viva e pulsante na literatura, já que empresas controladas ou com influência significativa do Estado seguem existindo em vários setores até os dias atuais.<sup>101</sup> Mas, a despeito disso, o modelo tripartite de exploração

---

<sup>98</sup> Ver VIANNA FILHO, **Petroquímica de Industrialização da Bahia (1967-1971)**., p. 33-77.

<sup>99</sup> Ver EVANS, **Dependent Development**.

<sup>100</sup> Ver *Ibid.*, p. 226-227.

<sup>101</sup> Exemplos de estudos recentes que se voltam para as atividades do Estado como um empreendedor no Brasil, e até mesmo em outros países estão em: MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio G., **Reinventing state capitalism**, Cambridge MA: Harvard University Press, 2014. (estudo econômico com foco na experiência brasileira contemporânea sobre o papel do Estado como empreendedor por meio de empresas estatais ou participações minoritárias em empresas privadas); PINTO JUNIOR, **Empresa Estatal**. (estudo jurídico que busca definir a função e explicar a estrutura de funcionamento das empresas estatais no Brasil contemporâneo, salientando que as empresas estatais e o executivo são atores distintos e que a convivência do executivo com acionistas privados nas sociedades de economia mista contempla dilemas societários próprios da tensão entre a necessidade de gerar de valor para os acionistas e a missão pública de tais entidades); e PARGENDLER, Mariana, State Ownership and Corporate Governance, **Fordham Law Review**, v. 80, n. 6, p. 2917-2974, 2011. (estudo jurídico comparado de experiências nos Estados Unidos, Brasil e países da Europa continental com

industrial estabelecido no governo militar e, principalmente, o papel de liderança do Estado nesse arranjo foram cedo desafiados pela conjuntura. De uma só vez, as altas nos preços do petróleo naquela década impactaram os preços praticados no comércio exterior de forma generalizada e afetaram as exportações de commodities brasileiras, prejudicando a capacidade de acumulação do setor privado exportador, assim como do setor público, que costumava ser mais eficiente quando voltado para a exportação.<sup>102</sup> Da mesma forma, o setor industrial começou a apresentar resistência ao papel centralizador assumido pelo Estado às custas da redução da sua parcela de ganho na economia tripartite.<sup>103</sup> O governo militar chegaria ao fim, oficialmente, em 1985, mas é possível afirmar que sua base de apoio no setor privado vinha fragilizada desde a metade da década de 1970.

As relações Estado-empresa no Brasil, bem como as relações entre Estado e sociedade em geral, vinham sendo institucionalizadas, desde a década de 1930, conforme o que a literatura de ciência política veio a designar por corporativismo de Estado.<sup>104</sup> Em contraposição à ideia de corporativismo social, na qual os grupos de interesse da sociedade civil se organizam com liberdade e se fazem representar perante o Estado com independência, o corporativismo no Brasil evoluiu cedo para um modelo estatal. Isso ocorreu no contexto da Era Vargas, quando, em 1931, o Decreto n.º 19.771 estabeleceu o princípio da unicidade sindical no Brasil, definindo, para as classes trabalhadoras, que o governo somente reconheceria os direitos de representação a um sindicato por categoria profissional e, para o setor empresarial, que a negociação com o governo se daria mediante os sindicatos, federações e confederações.<sup>105</sup> A literatura debateu por longos anos sobre o significado desse modelo

---

empresas estatais e de capital misto, que aponta para os conflitos de interesse entre os papéis que o Estado assume como regulador e acionista controlador de empresas, associado a um desenvolvimento deficitário do direito societário para fins de preservação e maximização de valor dos investimentos no mercado de capitais por participação minoritária).

<sup>102</sup> Os estudos de Evans, Tebat e Schneider permitem, a partir de diferentes avaliações, chegar a tal conclusão. Ver EVANS, **Dependent Development**; TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**; SCHNEIDER, **Burocracia pública e política industrial no Brasil**.

<sup>103</sup> Ver DINIZ, *As elites empresariais e a Nova República*.

<sup>104</sup> Ver CERQUEIRA, Eli Diniz; BOSCHI, Renato Raul, *Estado e sociedade no Brasil: uma revisão crítica*, **BIB (Boletim Informativo e Bibliográfico de Ciências Sociais)**, Rio de Janeiro: IUPERJ, n. 1, p. 12–31, 1977.

<sup>105</sup> O sistema de unicidade sindical existe até hoje no Brasil conforme as bases do Decreto n.º 19.771, de 1931, embora com mudanças. Anos depois, o Decreto n.º 5.452, de 1º de maio de 1943, a Consolidação das Leis do Trabalho, estabeleceu que o pagamento da contribuição sindical e confederativa era mandatária, de forma a garantir a centralização desses grupos na organização corporativa estabelecida pelo Estado. Somente em 2017 a regra da contribuição sindical obrigatória veio a mudar, quando a Lei n.º 13.467, de 2017, definiu que a contribuição sindical era opcional para profissionais liberais, bem como os empregadores somente deveriam

sindical para as relações Estado-empresa no Brasil, havendo percepções mais patrimonialistas, no sentido de que o Estado, com o golpe que levou Getúlio Vargas ao poder em 1930, passou a se organizar de forma cada vez mais contundente para dominar por meio da sua burocracia interna a tomada de decisão sobre qualquer assunto econômico, incluindo o processo de industrialização.<sup>106</sup>

Contudo, a literatura sobre o corporativismo de Estado brasileiro se consolidou no sentido de observar tal modelo como o resultado de uma composição de interesses autônomos entre o Estado e o empresariado voltado para o setor industrial.<sup>107</sup> Em tal acomodação de interesses, por diferentes motivos, tanto o governo de Getúlio Vargas, que assumiu o poder de forma conflituosa,<sup>108</sup> quanto o empresariado industrial teriam visto a regulação dos direitos de representação corporativa como uma oportunidade de limitar a voz de outros grupos de interesse, como a classe trabalhadora.<sup>109</sup> Ademais, tal arranjo de representação teria funcionado para a elite empresarial por algumas décadas, mas teria começado a demonstrar sinais de exaustão na década de 1970. Nesse momento, o estudo de Diniz e Boschi indica que os sindicatos oficiais, as federações estaduais e a Confederação Nacional da Indústria, conhecida pela sua sigla, CNI, vinham experimentando uma redução em volume e um esvaziamento da adesão empresarial às suas atividades, mesmo considerando que a contribuição sindical era mandatória para as empresas.<sup>110</sup> No lugar do sistema de representação oficial, os autores mostraram, por meio de achados que se encontram resumidos

---

descontar em folha a contribuição sindical dos empregados que autorizassem. Ver artigo 545 da Consolidação das Leis do Trabalho, com a redação conferida pela Lei n.º 13.467, de 2017.

<sup>106</sup> Para revisões sobre esse debate, ver CAMPANTE, O patrimonialismo em Faoro e Weber e a sociologia brasileira; CERQUEIRA; BOSCHI, Estado e sociedade no Brasil.

<sup>107</sup> Ver O'DONNELL, Corporatism and the question of State; DINIZ, Eli; BOSCHI, Renato, Autonomia e dependência na representação de interesses industriais, **Dados**, n. 22, p. 25–48, 1979.

<sup>108</sup> Getúlio Vargas ascendeu à presidência do Brasil pela primeira vez com a Revolução de 1930, movimento liderado por dissidências políticas e executado por ações empreendidas no âmbito do movimento tenentista, uma vez que os grupos políticos dissidentes estavam insatisfeitos com a dominação do poder pelas lideranças oligárquicas paulistas e mineiras durante a Primeira República (1889-1930). A Revolução de 1930 impediu a posse de Júlio Prestes na presidência da república, levando Vargas a um governo interino que duraria de 1930 a 1945, o qual a partir de 1937 passou a ser designado como Estado Novo, por conta da promulgação de uma nova Constituição. O período completo que Vargas passou no poder, de 1930 até 1945, é também conhecido como Era Vargas. Ver **Apresentação - Era Vargas 1º tempo | CPDOC**, disponível em: <<https://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/AEraVargas1/apresentacao>>, acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>109</sup> Ver O'DONNELL, Corporatism and the question of State; CERQUEIRA; BOSCHI, Estado e sociedade no Brasil.

<sup>110</sup> Além dessa tendência, os autores também concluíram que especialmente as empresas atuantes em setores novos na capacidade industrial do Brasil tinham a tendência de integrar associações civis fora da estrutura corporativa estatal. Ver DINIZ; BOSCHI, Autonomia e dependência na representação de interesses industriais.

na Tabela 3.5, abaixo, que as empresas brasileiras vinham crescentemente se organizando em associações empresariais paralelas ao sistema sindical estatal na década de 1970, em contraposição às décadas anteriores.

**Tabela 3.5 Fundação de sindicatos oficiais e associações civis empresariais entre 1917-1978**

Período de fundação	Sindicatos	Associações	Total
1917-1937	25% (n = 54)	7% (n=3)	23% (n=57)
1938-1945	24% (n=51)	5% (n=2)	21% (n=53)
1936-1963	32% (n=66)	23% (n=9)	30% (n=75)
1964-1978	18% (n=37)	65% (n=26)	26% (n=63)
Total	100% (n=208)	100% (n=40)	100% (n=248)

Adaptado pela autora.

Fonte: DINIZ; BOSCHI, *Autonomia e dependência na representação de interesses industriais*, 1979, p. 34.

Apesar de considerar que o Estado, no contexto da ditadura militar, era ainda capaz de centralizar o poder de decisão e estava no auge do seu controle sobre o projeto de industrialização do Brasil, Diniz e Boschi interpretaram esse achado como uma evidência de que o empresariado industrial tinha capacidade autônoma de organização coletiva.<sup>111</sup> Essa percepção veio a se confirmar anos depois, quando o empresariado se alinhou ideologicamente com as proposições de reforma liberalizantes e buscou influenciar os trabalhos da Assembleia Nacional Constituinte, que conduziu a elaboração da Constituição Federal de 1988, de forma a consolidar no texto constitucional limites para a intervenção do Estado na economia, bem como a primazia da iniciativa privada na exploração das atividades econômicas.<sup>112</sup>

<sup>111</sup> *Ibid.*

<sup>112</sup> Ver DINIZ, Eli, *Empresariado e projeto neoliberal na América Latina: uma avaliação dos anos 80*, **Dados**, v. 34, n. 3, p. 349–377, 1991. São várias as menções que podem ser citadas sobre a priorização da iniciativa privada na exploração da atividade econômica na Constituição Federal de 1988. Uma menção relevante está no artigo 173 da Constituição Federal, que limita as bases de atuação das empresas públicas e sociedades de economia mista, com a seguinte redação: “Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

### **3.2. O declínio no Estado empreendedor? Um balanço das relações Estado-empresa após as privatizações no Brasil**

Como discutido acima, na primeira parte do segundo capítulo, vários países do mundo passavam por crises fiscais severas no início da década de 1980, o que levou às reflexões em torno do Consenso de Washington. Existe consenso sobre ser o fortalecimento dos países da OPEP, que conseguiram a partir de 1973 se organizar de forma exitosa em cartel em prol do controle dos preços do barril de petróleo, a conjuntura crítica determinante do desequilíbrio dos termos de intercâmbio internacional de forma generalizada.<sup>113</sup> Contudo, as consequências foram diferentes entre países. O Brasil passava por uma expansão industrial bastante concentrada no investimento público desde décadas antes, conforme as diretrizes dos vários planos nacionais de desenvolvimento elaborados pelo executivo federal desde os anos 1950.<sup>114</sup> Em 1973, quando o preço do petróleo disparou de forma inesperada e sem

---

<sup>113</sup> Sobre a capacidade de ação dos países da OPEP para formar um cartel em 1973, quando a organização contava com 13 países entre os grandes produtores de petróleo mundial, ver ISSAWI, Charles, *The 1973 Oil Crisis and After*, **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 1, n. 2, p. 3–26, 1978. Sobre os variados impactos que organização da OPEP gerou no mercado de petróleo, comércio internacional e, especialmente, no balanço de pagamentos dos países da América Latina, ver STEWART, Frances, *The Impact of Global Economic Crises on the Poor: Comparing the 1980s and 2000s*, **Journal of Human Development and Capabilities**, v. 13, n. 1, p. 83–105, 2012.

<sup>114</sup> Apesar de a atuação do Estado por meio de empresas estatais só ter se intensificado nos anos da ditadura militar, diferentes governos brasileiros organizaram suas políticas de substituição de importações em planos de desenvolvimento com direcionamentos setoriais e de gasto público. No segundo governo de Getúlio Vargas (1951-1954), o Plano de Reparcelamento Econômico foi elaborado para expandir os serviços básicos de infraestrutura, especialmente de transporte e energia, estando associado à criação de um Fundo de Reparcelamento Econômico, por meio da Lei n.º 1.474, de 1951. Após, no governo Kubitschek (1956-1961), foi criado o Plano de Metas, que tinha, entre suas principais prioridades, o apoio público aos setores de energia, transporte e alimentação, assim como o investimento nas indústrias de base e na educação técnica, tendo ainda como um projeto central a construção de Brasília. Já no governo de João Goulart (1961-1964), foi elaborado o Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico e Social, com foco no combate à inflação, na renegociação da dívida externa, e no investimento público em reformas de base para a reestruturação fiscal, bancária, urbana, universitária e agrária. Durante o período da ditadura, os governos militares lançaram dois planos diferentes, o Primeiro e o Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento. O primeiro desses planos teve por foco o apoio público a investimentos em infraestrutura, notadamente em energia, transportes, telecomunicações, siderurgia e petroquímica, assim como o apoio à educação, ciência e tecnologia. Já no segundo plano concentrou os investimentos do governo federal em políticas de substituição de importações para diversificar e consolidar a capacidade industrial nacional, com foco no setor petroquímico, siderúrgico, de mineração e indústrias pesadas. Sobre tais planos e sua relação com o gasto público por meio dos empréstimos do BNDES, ver PAIVA, Márcia de, **BNDES: um banco de história e do futuro**, Rio de Janeiro: Museu da Pessoa, 2012.

precedentes, o Brasil passava pela maior expansão já empreendida no gasto público e entre as empresas estatais nacionais, como explorado no tópico anterior, o que determinou, ao menos em parte, o tipo de reforma neoliberal que seria demandada para o país depois.

A estrutura de capital das empresas estatais brasileiras operantes nas décadas que sucederam a segunda metade do século XX é raramente discutida na literatura.<sup>115</sup> Apesar de ser intuitivo imaginar que recursos públicos obtidos com tributação seriam a principal fonte de capital de empresas criadas e controladas pelo Estado, uma observação agregada do setor estatal federal antes da década de 1980 mostra que a estrutura de capital dessas empresas era, na realidade, mais diversificada que o esperado.<sup>116</sup> Com a sua criação, em 1952, o BNDES assumiu largas fatias do crédito de longo prazo que financiou o investimento das empresas estatais, chegando a prover uma média de 50% do capital necessário para sustentar a capacidade de investimento dessas empresas desde sua criação até 1965.<sup>117</sup> Ocorre que, nesse ano, a diretoria do banco deliberou uma mudança no seu estatuto para ajustar sua missão e redirecionar seu crédito para o setor privado nacional.<sup>118</sup> Isso mudou drasticamente a disponibilidade de crédito de longo prazo para as empresas estatais, que tiveram então de diversificar suas estruturas de capital.

As estatísticas disponíveis sobre outras fontes de capital para as empresas estatais são fragmentadas, pois as demonstrações financeiras dessas empresas não eram padronizadas, mas permitem inferir que o reinvestimento de lucros foi possível e relevante por um período. No auge do seu crescimento, entre 1965-1975, boa parte do setor industrial estatal tinha capacidade de reter lucros, fonte de capital que na época representava, no agregado, 50%

---

<sup>115</sup> Uma fonte que discute o tema a partir de base de dados empíricos cuidadosamente catalogados pode ser encontrada em TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**. No caso mais particular da estrutura de capital do BNDES como banco público ao longo da sua existência, que voltará a ser discutida ainda neste tópico, ver PROCHNIK, Marta; PEREIRA, Vivian Machado dos Santos Correa, Fontes de recursos do BNDES 1995-2007, **Revista do BNDES**, v. 14, n. 29, p. 3-33, 2008.

<sup>116</sup> Os dados discutidos adiante sobre a estrutura de capital das empresas estatais federais foram levantados por Trebat em seu estudo sobre o perfil empreendedor do Estado brasileiro como controlador de empresas. Nesse ponto, o autor levantou dados principalmente das demonstrações financeiras conforme divulgadas pelas 50 maiores empresas estatais federais entre 1965 e 1979. Ver TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**.

<sup>117</sup> Trebat sugere tal percentual médio a partir da consulta de documentos do BNDES no período. Ver *Ibid.*, p. 215.

<sup>118</sup> De 1953 a 1959, 80% do crédito do BNDES havia sido direcionado para empresas estatais, tendo sido os 20% restantes direcionado para o setor privado. A deliberação de 1965 para priorizar o setor privado nacional foi efetiva, levando, desse ano até 1975, com que 78% do crédito do BNDES passasse a ser alocado em empresas privadas, restando apenas os 22% restantes para o setor de empresas estatais. Ver *Ibid.*, p. 216.

da capacidade de investimento das estatais federais,<sup>119</sup> chegando o reinvestimento de lucros a representar quase a totalidade da capacidade de investimento de alguns grupos empresariais estatais, entre os quais se destacavam a então CVRD, a Petrobrás e as empresas siderúrgicas.<sup>120</sup> Já o investimento em empresas estatais na forma de aportes de capital direto pelo Tesouro Nacional e na forma de isenções fiscais e subsídios cambiais variava por setor. Na segunda metade da década de 1970, quando, pelo impacto da crise do petróleo, a capacidade de reinvestimento do lucro próprio pelas estatais reduziu, os recursos públicos oriundos de fontes que não o BNDES responderam por uma média de 32% dos investimentos das empresas estatais no setor siderúrgico, bem como por uma média de 30% no setor de telecomunicações, 27% no setor energia elétrica, 12% no setor petroquímico, 9,5% no setor de rodovias, e 2,5% no setor de mineração.<sup>121</sup> Boa parte das empresas estatais eram companhias abertas com ações negociadas em bolsa, mas esse tipo de aporte de capital, assim como fontes de crédito privado no mercado nacional, raramente ultrapassavam, juntos, a marca de 2% das necessidades de investimento dessas empresas no período.<sup>122</sup>

Diante de tal conjuntura, de 1965, quando a disponibilidade de crédito do BNDES para as estatais despencou, até 1974, depois que a capacidade das estatais de acumular lucros se deteriorou, o setor de empresas estatais, bem como, por consequência, o governo brasileiro se tornaram intensamente dependentes de fontes de crédito internacionais. Parte do crédito estrangeiro para o Brasil era provido por fontes tradicionais de financiamento para o desenvolvimento, como o Banco Mundial e outras agências multilaterais, que forneciam empréstimos por projeto.<sup>123</sup> Contudo, a fonte de crédito estrangeira mais relevante para o Brasil e outros países em desenvolvimento estava no recém-criado mercado de eurodólares.<sup>124</sup> Tal mercado de crédito se desenvolveu a partir da década de 1960 por uma confluência de fatores diversos, que incluía, principalmente, o excesso de disponibilidade de recursos monetários denominados em dólar em bancos situados fora do território dos Estados Unidos, principalmente na Europa.<sup>125</sup> A prática do mercado de eurodólares, que continua ativo até os

---

<sup>119</sup> Ver *Ibid.*, p. 214.

<sup>120</sup> Ver *Ibid.*, p. 207.

<sup>121</sup> Ver *Ibid.*, p. 211.

<sup>122</sup> Ver *Ibid.*, p. 212.

<sup>123</sup> Ver *Ibid.*, p. 216.

<sup>124</sup> Ver *Ibid.*, p. 217.

<sup>125</sup> Tais recursos monetários em dólar acabaram acumulados em países europeus no processo de reconstrução pós-guerra, ou para outros fins de direcionamento de ajuda financeira a outros países. A necessidade tanto dos



dias atuais, consiste no fornecimento de crédito de longo prazo a taxas de juros variáveis, que são repactuadas a depender da flutuação das taxas de juros de curto prazo aplicadas no mercado internacional.<sup>126</sup>

Apesar das incertezas geradas pela flutuação das taxas de juros, os países em desenvolvimento se tornaram grandes clientes do mercado de eurodólares na década de 1960, pois os bancos europeus concediam esse tipo de empréstimo de forma dissociada de projetos específicos e os recursos tomados poderiam ser empreendidos, por exemplo, para financiar déficits nos seus balanços de pagamentos.<sup>127</sup> Entre os países em desenvolvimento, estima-se que o Brasil era o principal cliente do mercado de eurodólares, tendo acumulado, como destino, 25% do crédito provido por bancos europeus nesse mercado até 1979.<sup>128</sup> Isso ocorreu, provavelmente, porque o investimento público na industrialização não reduziu com o cenário internacional adverso da década de 1970. Mesmo diante do crescimento consistente dos preços aplicáveis à importação de petróleo, a estratégia do governo Ernesto Geisel (1974-1979), que iniciava em 1974, foi reduzir tanto quanto possível outras importações para atender as necessidades energéticas das estatais e continuar a política de substituição de importações.<sup>129</sup>

A decisão de manter o padrão de gasto público no Brasil na segunda metade da década de 1970, mesmo em contexto de intensa deterioração dos termos de intercâmbio, teve impacto macroeconômico. Como mostram os dados de Trebat resumidos na Tabela 3.6,<sup>130</sup> não

---

Estados Unidos quanto dos países europeus de administrar seus balanços de pagamentos estimularam a criação de tal mercado de crédito, que também foi impulsionado pela desregulamentação dos empréstimos de recursos monetários de bancos estadunidenses fora do território dos Estados Unidos. Com tal desregulamentação, o mercado de eurodólares não precisaria observar a regulação imposta pelo FED para as taxas de juros aplicáveis à exploração financeira de depósitos interbancários e nem os limites prudenciais aplicáveis às operações bancárias dentro dos Estados Unidos. Ao longo da década de 1970, tais depósitos continuaram a aumentar, dessa vez por conta da presença crescente de países da OPEP como depositantes. Ver CALHOUN, Alexander D., Eurodollar Loan Agreements: An Introduction and Discussion of Some Special Problems, **The Business Lawyer**, v. 32, n. 4, p. 1785-1804, 1977.

<sup>126</sup> As práticas desse mercado foram evoluindo ao longo do tempo. Nesse sentido, ver o trabalho de Logan et. al sobre as práticas de securitização que emergiram no mercado de eurodólares a partir do final da década de 1980. Ver LOGAN, Francis D. *et al*, The Securitization of U.S. Bank Activities in the Eurodollar Market - Issues for U.S. Counsel, **North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation**, v. 11, p. 539, 1986. Contudo, quando da sua criação, nos anos 1960, os empréstimos com taxa de juros variáveis representavam o modelo de monetização de recursos básico praticado no mercado de eurodólares. Ver CALHOUN, Eurodollar Loan Agreements.

<sup>127</sup> Ver CALHOUN, Eurodollar Loan Agreements.

<sup>128</sup> Ver TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises.**, p. 216.

<sup>129</sup> Ver *Ibid.*

<sup>130</sup> Trebat analisou vários boletins diferentes do Banco Central do Brasil, não disponíveis online atualmente, para chegar em tais dados. Ver *Ibid.*, p. 220-221.

apenas a balança comercial, mas também as transações em conta corrente e o balanço de pagamentos do Brasil no geral acumularam déficits crescentes entre 1974 e 1980. Tal deterioração nas contas nacionais elevaram a necessidade de contrair dívida do país, o que só era possível nessa conjuntura com bancos estrangeiros.<sup>131</sup> Ao lado disso, as pressões inflacionárias geradas pelo aumento do investimento público e o aumento dos preços internacionais de insumos logo atingiu os preços de bens de consumo geral no país e a inflação, que já era alta, em torno de 30% em 1970, ultrapassou 100% em várias ocasiões entre 1970 e 1980.<sup>132</sup>

**Tabela 3.6 Tendências no balanço de pagamentos do Brasil entre 1974-1980, em milhões de dólares**

Indicadores do balanço de pagamentos							
Ano	Exportação	Importação	Balança comercial	Transações correntes	Entrada de capital	Conta capital	Necessidade de contrair dívida
1974	7.951	12.641	-4.690	-7.122	6.254	-938	7.757
1975	8.670	12.210	-3.540	-6.700	6.189	-950	7.508
1976	10.128	12.283	-2.155	-6.017	6.594	1.192	6.947
1977	12.120	12.023	97	-4.037	5.278	630	8.138
1978	12.659	13.683	-1.024	-6.990	11.891	4.262	11.161
1979	15.224	18.084	-2.860	-10.742	7.657	-3.215	17.797
1980	20.132	22.961	-2.829	-12.180	9.380	-2.800	19.480

Adaptado pela autora.

Fonte: TREBAT, *Brazil's State-Owned Enterprises*, 1982, p. 220.

<sup>131</sup> O debate público internacional comportava opiniões diversas em relação ao crescimento dos países em desenvolvimento como tomadores de crédito no mercado de eurodólares. Enquanto banqueiros de renome e autoridades regulatórias nos Estados Unidos indicavam que a exposição excessiva a tais credores poderia ser arriscada, os bancos europeus avaliavam como baixo o risco de inadimplência dos governos e das empresas estatais dos países em desenvolvimento pela sua disponibilidade de levantar recursos pela via fiscal. Além disso, em meados dos anos 1970 poucos países em desenvolvimento haviam renegociado obrigações financeiras contraídas no mercado de eurodólares e os bancos europeus não temiam o seu risco sistêmico. Para uma revisão detalhada desse debate no contexto dos anos 1970, ver CALHOUN, *Eurodollar Loan Agreements*.

<sup>132</sup> Ver TREBAT, *Brazil's State-Owned Enterprises*, p. 218.

Como os empréstimos para governos no mercado de eurodólares não estavam associados a projetos, mas ao risco soberano, os bancos examinavam principalmente a posição de um país em relação às suas reservas internacionais e à sua capacidade de gerar superávits no balanço de pagamentos nos anos futuros.<sup>133</sup> Ocorre que, por um lado, o resultado das transações correntes no Brasil foi crescentemente negativo na década de 1970, como mostra a Tabela 3.6, um primeiro fator que contribuiu para o declínio da confiança internacional na capacidade de solvência do país.<sup>134</sup> Um outro fator que prejudicou a avaliação do risco soberano do Brasil foi a deterioração das suas reservas internacionais, utilizadas ano após ano desde 1974 para cobrir o pagamento de dividendos e o custo da dívida pública.<sup>135</sup> O comportamento do setor industrial privado também não contribuiu para melhorar a posição de liquidez do Brasil no mercado externo, já que a dependência das empresas privadas brasileiras de fontes de crédito estrangeiras aumentou em proporção similar ao aumento da dívida externa pública, como mostram os dados de Trebat resumidos na Tabela 3.7.<sup>136</sup>

---

<sup>133</sup> De acordo com Trebat, esses eram os principais fatores na época para a análise de crédito no mercado de eurodólares. Ver *Ibid.* Ainda, de acordo com o estudo de Calhoun, os mesmos critérios da análise de crédito para os governos se aplicavam, na prática contratual dos bancos, à análise de crédito para qualificar empresas estatais como tomadoras de empréstimo no mercado de eurodólares. Ver CALHOUN, Eurodollar Loan Agreements.

<sup>134</sup> Nesse cenário, em contraste ao apontado na nota 131, acima, o mercado de eurodólares foi consolidando um comportamento de aversão ao risco de inadimplência dos países periféricos até meados da década de 1980. Entre 1978 e 1984, as taxas de juros aplicáveis aos governos de países em desenvolvimento subiram para patamares muito superiores aos valores aplicados para empréstimos envolvendo governos de países desenvolvidos, o que a literatura aponta ser consequência de fatores ligados ao risco soberano àqueles associado. Nesse sentido, ver, por exemplo, ROCKERBIE, Duane W., Explaining interest spreads on sovereign Eurodollar loans: LDCs versus DCs, 1978–84, *Applied Economics*, v. 25, n. 5, p. 609–616, 1993.

<sup>135</sup> Ver TREBAT, **Brazil's State-Owned Enterprises**.

<sup>136</sup> Trebat obteve dados sobre a dívida externa total e os valores associados a empréstimos tomados pelo setor público e o setor privado em boletins do Banco Central do Brasil. Ver *Ibid.*, p. 221.

**Tabela 3.7 Dívida externa do Brasil entre 1974-1980, em milhões de dólares**

Ano	Indicadores			
	Dívida do setor público	Dívida do setor privado	Dívida total	Relação dívida externa/exportações (%)
1974	9.250	7.916	17.166	-
1975	11.461	9.710	21.171	-
1976	14.852	11.133	25.985	-
1977	14.309	12.728	27.037	48,5
1978	27.556	15.955	43.511	60,5
1979	34.035	15.869	49.904	66,5
1980	37.270	16.577	53.847	61,3

Adaptado pela autora.

Fonte: TREBAT, *Brazil's State-Owned Enterprises*, 1982, p. 221.

Em breves palavras, foi esse o contexto que levou à demanda por credores internacionais, apoiada em boa medida pelo setor privado brasileiro,<sup>137</sup> por uma ampla reforma do Estado no Brasil, baseada nas premissas neoliberais que vinham sendo construídas no debate internacional ao longo dos anos 1980.<sup>138</sup> Talvez o mais urgente para o Brasil fosse empreender um ajuste fiscal consistente, para controlar o gasto público, a inflação, e firmar bases para uma retomada posterior do investimento público. Mas o início da década de 1980 era um momento politicamente complexo no país, tendo em vista que a conjuntura de fatores que sustentava a ditadura militar também se deteriorou rapidamente com a crise fiscal e abriu

<sup>137</sup> O setor privado, nas suas diferentes camadas e setores, apoiou de forma a generalizada a reforma do Estado, pois a estratégia de crescimento do governo militar, a partir da segunda metade da década de 1970, vinha priorizando cada vez mais o investimento pelas empresas estatais. Ver DINIZ, *Empresariado e projeto neoliberal na América Latina*.

<sup>138</sup> O FMI acabou por se consolidar como a fonte de crédito externa para apoiar o Brasil na recuperação da crise fiscal, ajuda financeira que, como discutido no segundo capítulo, veio associada a metas econômicas de liberalização do comércio internacional, dos fluxos de capital, e de ajuste fiscal. Nesse sentido, ver MARQUES, Eduardo, *Prospec: modelo de geração de cenários em planejamento estratégico*, in: MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa; MODENESI, Rui Lyrio (Orgs.), **BNDES, um banco de idéias: 50 anos refletindo o Brasil**, Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2002, p. 293–330; PINHEIRO, Armando Castelar; BONELLI, Regis; SCHNEIDER, Ben Ross, *Pragmatic Policy in Brazil: the political economy of incomplete market reform*, **IPEA-Texto para Discussão**, v. TD 1035, 2004.

espaço para a recomposição de uma democracia no Brasil.<sup>139</sup> As bases de um ajuste fiscal amplo e de longo prazo e de uma política macroeconômica sustentável só viriam a se consolidar em meados da década de 1990, como será discutido no quarto capítulo, pois dependeriam de um debate público que ocorreria no curso e após o processo de redemocratização do Brasil para ser estabelecidas. Já um ajuste fiscal mais localizado no saneamento do setor de empresas estatais seria iniciado na década de 1980, apesar de vir a ser consolidado em lei e intensificado também apenas nos anos 1990.<sup>140</sup>

Uma revisão das privatizações promovidas no Brasil a partir dos anos 1980 demanda a compreensão, primeiro, do papel do BNDES como precursor do processo de saneamento de empresas estatais e “estatizadas” a partir da sua carteira de crédito. O BNDES foi criado em 1952, quando a criação de um banco de desenvolvimento foi recomendada pela Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, que fez um diagnóstico amplo da economia brasileira entre 1942 e 1953.<sup>141</sup> Além do parecer da Comissão Mista no curso dos seus trabalhos no Brasil, a criação do banco é explicada também, na prática, como contrapartida de empréstimos concedidos pelo BIRD<sup>142</sup> e o *US Exim Bank*<sup>143</sup> para projetos de infraestrutura no país. Os empréstimos e as missões estrangeiras que resultaram na Comissão Mista Brasil-Estados Unidos funcionaram de forma coordenada, tendo sido enviada dos Estados Unidos para o Brasil em 1948 uma equipe de cooperação técnica para treinar o corpo de funcionários selecionado para o BNDES de acordo com o padrão de governança e gestão do *US Exim Bank*,

---

<sup>139</sup> Ver, entre outras várias fontes que discutem o papel da crise fiscal como um fator para a redemocratização, DINIZ, Eli; BOSCHI, Renato R., Empresariado e estratégias de desenvolvimento, **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, p. 15–34, 2003.

<sup>140</sup> A redução da intervenção do Estado no comércio exterior, com a liberalização das taxas de câmbio e a redução das tarifas de importação, também estava no topo do debate na agenda pública para as reformas neoliberais. Para uma revisão da desregulamentação do comércio exterior, ver PINHEIRO; BONELLI; SCHNEIDER, Pragmatic Policy in Brazil: the political economy of incomplete market reform. Para o recorte deste capítulo cabe compreender principalmente o ajuste fiscal por meio das privatizações.

<sup>141</sup> O BNDES foi criado pela Lei n.º 1.628, de 20 de junho de 1952, a qual está em vigor até hoje. Vários outros atos normativos aprovados ao longo das décadas modificaram a regulamentação do BNDES e estes serão resgatados nesta tese quando pertinente. Para um apanhado amplo da história do BNDES, ver PAIVA, **BNDES**.

<sup>142</sup> O BIRD foi a primeira instituição financeira criada para financiar a reconstrução da Europa após a II Guerra Mundial e o desenvolvimento dos países. Hoje, o BIRD e outras instituições fazem parte do grupo Banco Mundial. Ver a história do Banco Mundial no website: <<https://www.worldbank.org/en/about/history>> acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>143</sup> O *US Exim Bank* existe até os dias atuais e sempre funcionou como uma instituição de crédito à exportação, provendo recursos financeiros para importadores de produtos de empresas estadunidenses. Para mais informações sobre o *US Exim Bank*, ver o website do banco: <<https://www.exim.gov/about>>, acesso em: 12 jan. 2021.

isto é, com mandato definido pelo governo, mas também com plena independência para gerir seus recursos financeiros.<sup>144</sup>

No início da sua atuação, o BNDES teve como missão principal selecionar projetos no Brasil para receber os recursos originais aplicados pelo BIRD e o *US Exim Bank*, assim como o percentual do Imposto de Renda que o segundo governo Getúlio Vargas (1951-1954) reservou para compor a sua estrutura de capital.<sup>145</sup> Até meados dos anos 1960, quando, por um lado, o governo militar ampliou as atividades do BNDES<sup>146</sup> e, por outro, o próprio banco resolveu priorizar o setor privado,<sup>147</sup> a indústria nascente de aço no Brasil recebeu ampla parcela dos seus empréstimos, setor esse quase completamente composto por empresas estatais então. Do golpe militar de 1964 até o final dos anos 1970, de toda forma, o BNDES cresceu e se tornou um banco de investimento eficiente, capaz de usar seus lucros retidos para aplicar em novos financiamentos, o que veio a moderar a capacidade do governo de definir diretamente, senão seu mandato, suas escolhas individuais de investimento.<sup>148</sup>

Em 1982, o BNDES entrou, junto com o governo, em situação de crise financeira, já que o banco havia assumido, na prática, o controle societário de boa parte da sua carteira de clientes inadimplentes, inclusive em processo de estatização de empresas privadas insolventes.<sup>149</sup> O banco, contudo, foi capaz de lidar com sua crise financeira interna com independência do governo federal naquele momento. O BNDES fundiu suas subsidiárias de participações societárias já existentes em nova subsidiária única, a BNDESPAR,<sup>150</sup> que acumulou as participações já detidas pelas subsidiárias anteriores com as participações que assumiu a partir da carteira de clientes inadimplentes do BNDES, transformando as dívidas

---

<sup>144</sup> Antes da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos, houveram também as missões Cooke e *Abbinck*, cujos estudos contribuíram para justificar a criação do BNDES. Ver, no geral, Paiva sobre os antecedentes da criação do BNDES. PAIVA, **BNDES**.

<sup>145</sup> Ver PROCHNIK; PEREIRA, Fontes de recursos do BNDES 1995-2007.

<sup>146</sup> Com o golpe militar de 1964 e a instauração do governo Castelo Branco, na realidade, foi elaborado o Primeiro Plano Nacional de Desenvolvimento, que tinha um escopo mais abrangente que os planos de desenvolvimento anteriores. Ver nota 114, acima, e texto que a acompanha.

<sup>147</sup> Ver nota 118, acima.

<sup>148</sup> Sobre as fontes de recursos do BNDES ao longo das décadas, ver PROCHNIK; PEREIRA, Fontes de recursos do BNDES 1995-2007.

<sup>149</sup> Ver VELASCO JR, Licínio, Documento histórico: A privatização no Sistema BNDES - BNDES, **Revista do BNDES**, n. 33, p. 307-383, 2010.

<sup>150</sup> O BNDES realizava parte dos seus investimentos por meio de participações societárias, além de empréstimos, desde a sua criação. Para organizar melhor sua carteira entre clientes com participação societária e clientes com financiamento por dívida, o banco criou primeiramente três subsidiárias integrais em 1974: a Mecânica Brasileira S.A., a Insumos Básicos S.A. e a Investimentos Brasileiros S.A.. Em 1982, essas três subsidiárias foram fundidas para a criação da BNDESPar. Ver PAIVA, **BNDES**, p. 65-71.

desses clientes em participação societária. Tais participações, por sua vez, foram vendidas no mercado de capitais brasileiro entre 1985 e 1987, o que representou o início do programa de desestatização brasileiro, que seria anos depois institucionalizado no governo Collor (1990-1992).<sup>151</sup>

Em paralelo a sua reestruturação financeira, o BNDES encomendou com parte da sua equipe um estudo das tendências no mercado internacional para reorientar suas prioridades de financiamento. Esse estudo circulou em discussão interna no banco entre 1985 e 1988, e recomendou que as novas prioridades do BNDES fossem prover financiamento para empresas brasileiras atuantes em setores inovadores, especialmente tecnologia da informação, assim como para empresas que atuassem em variados setores exportadores.<sup>152</sup> Em 1988, o BNDES e a BNDESPAR voltaram, então, a conceder financiamentos por renda fixa e variável, respectivamente, observando as novas prioridades de integração competitiva e em ambiente de pouca influência do governo brasileiro, que estava em plena transição para a democracia nesse momento. A Constituição Federal de 1988 destinou 40% do FAT, contribuição paga pelos trabalhadores brasileiros, para compor a estrutura de capital do BNDES e determinou que o banco aplicasse esses recursos genericamente em projetos de investimento conforme as prioridades nacionais.<sup>153</sup> De qualquer forma, ao longo dos anos 1990, os lucros retidos e o retorno sobre os investimentos próprios dominaram a estrutura de capital do BNDES, um tipo

---

<sup>151</sup> Sobre a experiência de reestruturação financeira independente do BNDES na privatização da sua carteira de clientes, ver principalmente VELASCO JR, Documento histórico. Ver também BONELLI, Regis (coord.), **Caracterização do processo de internacionalização de grupos econômicos privados brasileiros**, [s.l.]: AP/DEPES, GEPES 1, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1995.

<sup>152</sup> O texto final do estudo foi escrito por Eduardo Marques em 1988, então gerente do Departamento de Planejamento do BNDES, e só veio a ser publicado para consulta do público em geral em 2002. Ver MARQUES, Prospec.

<sup>153</sup> Conforme a Lei n.º 7.998, de 11 de janeiro de 1990, o FAT foi instituído para concentrar as contribuições sociais que o artigo 239 da Constituição Federal de 1988 menciona. O BNDES toma os recursos do FAT emprestados do Tesouro Nacional e paga por esses recursos taxa de juros estabelecida pelo executivo federal. Essa taxa de juros, antes designada TJLP, foi estabelecida em lei e originalmente era fixada em decreto, representando um subsídio público por ter seu uso vinculado a recursos do governo federal. A TJLP foi tradicionalmente fixada em patamares inferiores à taxa básica de juros do Banco Central, a Selic, e às taxas de juros praticadas no mercado. O governo Temer promoveu mudanças regulatórias para aproximar a TJLP à variação da taxa Selic em 2017, ficando determinado nessa ocasião que agora caberá ao Conselho Monetário Nacional, e não mais a decreto, sua fixação a cada trimestre, a ser divulgada pelo Banco Central. Nessa ocasião, a lei redesignou o nome da TJLP para TLP. Para mais informações sobre as bases e processo de definição da TLP, ver Lei n.º 9.365, de 16 de dezembro 1996, artigo 2º, com redação conferida pela Lei n.º 13.483, de 21 de setembro de 2017. A Emenda Constitucional n.º 103, de 12 de novembro de 2019, reduziu de 40% para 28% o percentual do FAT que é destinado ao BNDES. Ver artigo 239, §1º, da Constituição Federal de 1988. Além do FAT, outros recursos da União foram alocados na forma de crédito pelo BNDES, como o FND e aportes diretos do Tesouro Nacional. Sobre os aportes diretos do Tesouro Nacional que ocorreriam a partir do segundo governo Lula, ver discussão no quarto capítulo, abaixo.

de capital que o corpo técnico do banco pode aplicar com menor influência direta do governo. Considerando as atividades do banco de 1988 até 2012, os lucros retidos e o retorno sobre o capital próprio só não representaram a maior parcela da sua estrutura de capital entre 2009-2011.<sup>154</sup>

O tema que provavelmente envolveu mais influência direta do governo federal sobre as atividades do BNDES nos anos 1990 foi o das privatizações realizadas no âmbito do PND. Em 1990, o governo Collor (1990-1992),<sup>155</sup> o primeiro eleito diretamente depois da redemocratização do país, chegou ao poder com a promessa de levar o Brasil rumo ao desenvolvimento por meio da liberalização econômica e de amplas reformas de Estado neoliberais.<sup>156</sup> A Comissão Diretora do PND no governo Collor nomeou o BNDES como gestor financeiro das privatizações das empresas públicas e sociedades de economia mista federais, considerando a experiência já acumulada pelo banco com a privatização da sua própria carteira de clientes inadimplentes.<sup>157</sup> Essa determinação permaneceu inalterada nos

---

<sup>154</sup> Para a composição da estrutura de capital do BNDES entre 1988 e 2007, ver PROCHNIK; PEREIRA, Fontes de recursos do BNDES 1995-2007. Para a composição da estrutura de capital do BNDES nos anos posteriores, ver os relatórios anuais do banco no seu website. Disponível em: [https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_en/Institucional/Investor\\_Relations/Annual\\_Report/](https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_en/Institucional/Investor_Relations/Annual_Report/), acesso em 10 Nov., 2019. Como voltará a ser discutido no quarto capítulo, à frente, os lucros retidos do BNDES só não foram a principal fonte de capital do banco na transição do segundo governo Lula (2007-2010) para o primeiro governo Rouseff (2011-2014), quando ambos esses governos promoveram generosas transferências do Tesouro Nacional para o BNDES, remuneradas de acordo com a TJLP, para cobrir financiamentos no âmbito do PAC e do PSI, o que levou as transferências do Tesouro Nacional e os lucros retidos/retorno sobre capital próprio a representarem parcelas iguais da estrutura de capital do BNDES nesses anos.

<sup>155</sup> O governo Collor foi bastante instável, pois a promoção da liberalização econômica foi radical e isso trouxe a oposição de diferentes grupos da sociedade civil organizada. Depois de dois anos de governo, em 1992, Collor foi acusado de corrupção e sofreu um impeachment. Assim, seu mandato acabou mais cedo que o previsto e o seu vice-presidente, Itamar, o substituiu na presidência da república até a próxima eleição. Sobre os fatores em ação no contexto do impeachment do ex-presidente Collor, ver FLYNN, Peter, Collor, Corruption and Crisis: Time for Reflection, *Journal of Latin American Studies*, v. 25, n. 2, p. 351–371, 1993.

<sup>156</sup> Esse foi o discurso ideológico na campanha de Collor para as eleições de 1989 e a opinião pública é convergente a respeito de ser essa a base dos planos de governo propostos pelo ex-presidente. Contudo, como aponta o estudo de Sallum Jr., o governo Collor teve de procurar consensos entre lideranças políticas e empresariais que tinham visões divergentes sobre o projeto econômico do Brasil na redemocratização. Havia lideranças, nos partidos de esquerda e nos sindicatos de trabalhadores, que buscavam reformas conformes a um estatismo desenvolvimentista, dessa vez redistributivo. Outras lideranças eram fielmente associadas às ideias neoliberais, especialmente no mercado financeiro. E, para além, havia outras lideranças, ainda, que buscavam passar reformas conforme um projeto de integração competitiva do Brasil ao mercado internacional por meio de políticas industriais, as quais estavam no início da década de 1990 baseadas principalmente no BNDES, no MRE e em associações industriais extra-corporativas. As privatizações, de todo modo, como acabaram conduzidas, são percebidas na literatura como um projeto de matriz fielmente neoliberal. Ver SALLUM JR, Brasília, Governo Collor: o reformismo liberal e a nova orientação da política externa brasileira, *Dados*, v. 54, n. 2, p. 259–288, 2011.

<sup>157</sup> A Lei n.º 8.031 definiu que o PND teria uma Comissão Diretora diretamente subordinada ao Presidente da República, composta por membros por este nomeados, após aprovação do Congresso Nacional. Esta Comissão veio a nomear o BNDES como o Gestor do Fundo Nacional de Desestatização, no qual foram acumuladas as



governos que sucederam, o governo Itamar Franco (1992-1994) e o governo FHC (1995-2002).<sup>158</sup> Ao longo dos anos 1990, vários estados também aderiram à regulação do PND e buscaram a atuação do BNDES como gestor financeiro para intermediar a venda das suas empresas estatais.<sup>159</sup> As pressões para reduzir os gastos públicos no Brasil e o rol de atividades econômicas e serviços públicos prestados diretamente pelo Estado continuaram iguais ao longo de todos esses governos e o BNDES era o aparato estatal mais preparado para administrar o projeto de privatização, tendo sido amplamente documentadas as ações do banco nesse âmbito em fontes primárias<sup>160</sup> e secundárias.<sup>161</sup>

Como gestor do PND, o BNDES tinha que cumprir a regulação federal em vigor<sup>162</sup> sobre o tema e, entre outras tarefas relacionadas à operacionalização do plano,<sup>163</sup>

---

ações destinadas à privatização. Ver artigo 6º, II, e art. 20 da Lei n.º 8.031, de 1990. Sobre o processo de escolha do BNDES por sua experiência prévia, ver VELASCO JR, Documento histórico; PINHEIRO; BONELLI; SCHNEIDER, *Pragmatic Policy in Brazil : the political economy of incomplete market reform*.

<sup>158</sup> A Lei n.º 9.491, de 1997, veio a revogar posteriormente a Lei n.º 8.031, e nomeou, dessa vez expressamente, o BNDES como o administrador do Fundo Nacional de Desestatização. Ver o artigo 17 da Lei n.º 9.491, de 1997, até hoje em vigor.

<sup>159</sup> A Lei n.º 9.491, em seu artigo 2º, §3º, definiu expressamente que o BNDES poderia também gerir as desestatizações dos estados e municípios por solicitação.

<sup>160</sup> Ver histórico de documentos sobre as ações relacionadas ao Programa Nacional de Desestatização no website do BNDES: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/processos-encerrados/Historico>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>161</sup> Ver VELASCO JR, Documento histórico; PINHEIRO; BONELLI; SCHNEIDER, *Pragmatic Policy in Brazil : the political economy of incomplete market reform*; SALLUM JR, *Governo Collor*.

<sup>162</sup> Durante a primeira fase das privatizações federais a Lei n.º 8.031, de 1990, veio a ser regulamentada pelo Decreto n.º 724, de 19 de janeiro de 1993, e o Decreto n.º 1.024, de 29 de julho de 1994, seus principais regulamentos procedimentais, bem como pelo Decreto n.º 1.647, de 26 de setembro de 1995, que definia o uso de títulos de dívida detidos por particulares contra a União como meio de aquisição de ações no âmbito do PND. A Lei n.º 9.491, de 1997, que veio a revogar o marco legal anterior, e teve seu regulamento concentrado no Decreto n.º 2.594, de 15 de maio de 1998.

<sup>163</sup> A Lei n.º 8.031, de 1990, estabelecia as seguintes atribuições para o Gestor do Fundo Nacional de Desestatização nos incisos do seu artigo 21: “I - fornecer apoio administrativo e operacional, especialmente serviços de secretaria que vierem a ser solicitados pela Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização; II - fornecer as informações que vierem a ser solicitadas pela Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização; III - divulgar amplamente todos os processos de alienação, bem como prestar todas as informações que vierem a ser solicitadas pelos poderes competentes; IV - promover licitações para a contratação de empresas de consultoria econômica, avaliação de bens e de auditoria necessárias aos processos de alienação previstos nesta lei; V - submeter à Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização as condições gerais de venda de ações representativas do controle acionário, de participações minoritárias e de outros bens e direitos, aí incluindo-se o preço mínimo dos bens ou valores mobiliários a serem alienados; VI - recomendar à Comissão Diretora de Programa Nacional de Desestatização a destinação dos recursos provenientes das alienações, nos termos previstos no art. 15 desta lei; VII - recomendar à Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização a forma de pagamento das alienações, nos termos previstos no art. 16 desta lei; VIII - promover ampla articulação com o sistema de distribuição de valores mobiliários e as Bolsas de Valores objetivando estimular a dispersão do capital das empresas integrantes do Programa Nacional de Desestatização; IX - determinar quais as informações necessárias à instrução de cada processo de alienação, além dos já definidos nesta lei; X - recomendar à Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização os ajustes de natureza

elaborar os editais de privatização lançados em cada caso.<sup>164</sup> Uma primeira fase das privatizações das estatais federais lançou a venda do controle das empresas com esforços de dispersão acionária, refletindo, a cada leilão, o BNDES junto à União se seria indicado manter no estatuto das empresas privatizadas uma ação de classe especial, para garantir poder de veto ou intervenção ao governo federal em matérias que se justificassem pelo interesse público.<sup>165</sup>

---

operacional, contábil ou jurídica, bem como o saneamento financeiro de empresas, que sejam necessários à implantação dos processos de alienação; XI - recomendar à Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização outras formas de alienação, nos termos do inciso X do art. 13 desta lei; XII - selecionar e cadastrar empresas de reconhecida reputação e tradicional atuação na negociação de capital, transferência de controle acionário e venda de ativos, para os fins previstos no inciso II do art. 13 desta lei; XIII - preparar a documentação de cada processo de alienação, para apreciação pelo Tribunal de Contas da União; XIV - submeter à Comissão Diretora do Fundo Nacional de Desestatização as prestações de contas relativas a cada processo de desestatização; XV - recomendar à Comissão Diretora a criação de ações de classe especial e as matérias que elas disciplinarão sempre respeitando o previsto no art. 6º, inciso XIII e seus parágrafos desta lei; XVI - recomendar à Comissão Diretora as condições de participação na compra de ações, dos empregados vinculados às empresas incluídas no Programa Nacional de Desestatização, nos termos previstos no art. 14 desta lei”. A Lei n.º 9.491, de 1997, foi posteriormente mais econômica, ao definir as seguintes atribuições diretas ao BNDES no seu artigo 18: “I - fornecer apoio administrativo e operacional, necessário ao funcionamento do Conselho Nacional de Desestatização, aí se incluindo os serviços de secretaria; II - divulgar os processos de desestatização, bem como prestar todas as informações que vierem a ser solicitadas pelos poderes competentes; III - constituir grupos de trabalho, integrados por funcionários do BNDES e suas subsidiárias e por servidores da Administração direta ou indireta requisitados nos termos da alínea "d" do § 4º do art. 6º, desta Lei, para o fim de prover apoio técnico à implementação das desestatizações; IV - promover a contratação de consultoria, auditoria e outros serviços especializados necessários à execução das desestatizações; V - submeter ao Presidente do Conselho Nacional de Desestatização as matérias de que trata o inciso II do art. 6º, desta Lei; VI - promover a articulação com o sistema de distribuição de valores mobiliários e as Bolsas de Valores; VII - selecionar e cadastrar empresas de reconhecida reputação e tradicional atuação na negociação de capital, transferência de controle acionário, venda e arrendamento de ativos; VIII - preparar a documentação dos processos de desestatização, para apreciação do Tribunal de Contas da União; IX - submeter ao Presidente do Conselho outras matérias de interesse do Programa Nacional de Desestatização”.

<sup>164</sup> Sobre o aporte intelectual do BNDES na modelagem jurídica não só dos editais de privatização, mas também das reformas empreendidas em estatutos sociais de estatais privatizadas e dos acordos de acionistas que foram ocasionalmente impostos aos adquirentes do controle societário das empresas estatais, ver VELASCO JR, Documento histórico.

<sup>165</sup> A ação de classe especial esporadicamente reservada para a União nos processos de privatização empreendidos no Brasil foi inspirada na experiência comparada, especialmente nas *golden shares* criadas na experiência pioneira do Reino Unido. A possibilidade de inserir uma ação de classe especial apareceu na regulação das privatizações brasileiras desde a aprovação da Lei n.º 8.031, de 1990, ainda que em bases genéricas quanto aos limites e possibilidades da sua aplicação. Por conta do amplo debate judicial estabelecido no Brasil a respeito da legalidade de tal classe de ação, especialmente no curso da privatização da CVRD, a Lei n.º 6.404, de 1976, conhecida também como a Lei das Sociedades Anônimas, acabou recebendo emenda em 2001, quando uma ação de classe especial, dessa vez na modalidade preferencial, passou a ser autorizada para antes da administração pública em casos de desestatização. Ver o artigo 17, parágrafo 7º, Lei n.º, 6.404, de 1976, com redação dada pela Lei n.º 10.303, de 2001. Apesar dessa alteração legislativa, não se tem notícia de que a ação preferencial de classe especial como passou a ser prevista na Lei n.º 6.404 tenha vindo a ser prevista em estatutos de estatais privatizadas após a emenda legal que a incluiu. Na prática das privatizações brasileiras, a ação de classe especial, com a base legal de 1990, ou da Lei n.º 9.491, de 1997, que a replicou, foi inserida no estatuto social de poucas empresas, entre as quais estão a Embraer, privatizada em 1993, e a CVRD, privatizada em 1997. Conforme o estudo de Juliana Krueger Pela, a ação de classe especial só foi utilizada, na experiência brasileira, na privatização da Companhia Eletromecânica Celma, uma ex-estatal prestadora de serviços de reparo, além da Embraer e da CVRD. Sobre a prática e a legalidade das *golden shares* no Brasil e na experiência comparada, ver

Essa primeira fase do processo de desestatização durou de 1990 até 1996 e teve por foco a alienação do controle acionário de entes da administração federal nos setores de siderurgia, fertilizantes e petroquímica.<sup>166</sup> A partir de 1996, entrou na pauta do governo federal a privatização de empresas cuja alienação de controle seria mais complicada ou pelos seus mandatos de prestação de serviço público, ou por conta das pressões da opinião pública.<sup>167</sup> Nesses casos, por regra, o edital de privatização exigia a venda das ações de controle de uma estatal para o setor privado em bloco, permitindo que novos controladores dentro de um bloco de acionistas fechado mudasse, mas que tal bloco de controladores estivesse por um período vinculado a um acordo de acionistas com as regras estabelecidas no edital.<sup>168</sup>

A Tabela 3.8, abaixo, resume os resultados das privatizações entre 1990 e 2015, por setor e incluindo todos os editais geridos pelo BNDES.<sup>169</sup>

---

PELA, Juliana Krueger, **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**, 1ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

<sup>166</sup> Nessa fase, ocorreu também a venda do controle da Embraer, que voltará a ser explorada no estudo de caso sobre a empresa, no sexto capítulo. Não existem relatos sobre eventual comoção social gerada pela privatização da Embraer, a qual, na realidade, a literatura aponta como amplamente aceita entre o corpo de funcionários da companhia na época do leilão de venda do seu controle. Ver BONELLI, Regis; PINHEIRO, Armando Castelar, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?*, **IPEA-Texto para Discussão**, v. TD 1269a, 2007; GOLDSTEIN, Andrea, *EMBRAER: from national champion to global player*, **Cepal Review**, n. 77, p. 97–115, 2002.

<sup>167</sup> Entre as empresas efetivamente privatizadas, chama atenção a resistência social à privatização da CVRD, que será explorada no sexto capítulo, abaixo.

<sup>168</sup> Esse foi o modelo de privatização da CVRD, como também voltará a ser explorado no seu estudo de caso, no sexto capítulo, abaixo.

<sup>169</sup> As estatísticas disponíveis no repositório do BNDES incluem todas as privatizações geridas pelo banco, inclusive de empresas estaduais e municipais, e estão agregadas por setor nesse decurso temporal, embora a maioria dos leilões tenham ocorrido, na realidade, entre 1990 e 2000. Tais informações podem ser consultadas no repositório de dados do BNDES sobre o resultado das privatizações. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/processos-encerrados/Privatizacao-Federais-PND>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**Tabela 3.8 Resultado das privatizações por setor da economia entre 1990-2015 (em milhões de dólares)**

<b>Setor</b>	<b>Número de desestatizações</b>	<b>Receita de venda</b>	<b>Dívida transferida</b>	<b>Resultado total</b>
Siderurgia	8	5.561,50	2.626,30	8.187,80
Petroquímica	27	2.698,50	1.002,70	3.701,20
Fertilizantes	5	418,20	75,30	493,50
Energia Elétrica	3	3.908,20	1.669,90	5.578,10
Ferrovias	7	1.696,90	0,00	1.696,90
Mineração	2	5.201,80	3.558,80	8.760,60
Portos	7	420,80	0,00	420,80
Bancário	6	4.515,10	0,00	4.515,10
Petróleo e gás	1	4.840,30	0,00	4.840,30
Aeroportuário	6	23.430,21	0,00	23.430,21
Rodoviário	21	0,00	0,00	0,00
Outros	6	623,89	268,40	892,29
Participações minoritárias		1.227,03	0,00	1.227,03
<b>Total</b>	<b>99</b>	<b>54.542,43</b>	<b>9.201,40</b>	<b>63.743,83</b>

Elaborado pela autora.  
Fonte: BNDES.

Os dados do BNDES sobre os resultados das desestatizações demonstram que em muitos setores, principalmente siderurgia, petroquímica, energia elétrica e mineração, o valor de dívida transferido respondeu por parcela substancial do resultado total. A regulação do PND, primeiramente, tornou mandatório para bancos privados adquirir certificados de privatização a serem empreendidos como moeda na aquisição de ações, de forma a aumentar a liquidez nos leilões.<sup>170</sup> Mas tal estratégia gerou reação do setor financeiro, que não desejava investir nas privatizações por obrigação, e logo a regulação do PND passou a incentivar outros meios de aumentar a liquidez dos leilões de privatização, na mesma medida da redução do

<sup>170</sup> Ver o artigo 16 da Lei n.º, 8.031, de 1990.

endividamento público, autorizando que particulares participassem da aquisição de ações de estatais em privatização com títulos da dívida detidos contra a União.<sup>171</sup> Nesses casos, cabia ao BNDES, como gestor do PND, recomendar, a cada processo de desestatização empreendido, se deveriam ser aceitos títulos de dívida como pagamento ou não. Na prática, tais títulos costumavam ser comercializados por valores inferiores ao seu valor de face, motivo pelo qual eram conhecidos como “títulos podres” na fase inicial do PND. Contudo, o valor de mercado dos títulos da dívida pública veio a subir com o avanço do processo de privatização, o que contribuiu para a reconciliação dos interesses do setor financeiro privado com o projeto de desestatização.<sup>172</sup>

O BNDES também acabou atuando como um provedor de liquidez direto, utilizando estratégias diversas, entre as quais a literatura aponta o financiamento de acionistas interessados em blocos de controle e a reestruturação de dívida das estatais em títulos por vezes utilizados pelo próprio banco ou por sua subsidiária nos processos de privatização.<sup>173</sup> Nesse processo, o BNDES - ou a BNDESPAR - acabaram, em algumas situações, assumindo parte das ações destinadas aos acionistas minoritários, ou mesmo parcelas das ações de controle, as quais, nesse caso, vinham a ser associadas a acordos de acionistas.<sup>174</sup> Assim como a BNDESPAR, fundos de pensão do setor privado e, principalmente, de empresas públicas e sociedades de economia mista, que serão designados genericamente como “fundos de pensão de empresas estatais”, também foram investidores institucionais ligados ao Estado relevantes na aquisição de ações durante as privatizações. Licínio Velasco, analista do BNDES que estudou a fundo o comportamento do banco durante as privatizações, sugere que a atuação dos fundos de pensão de empresas estatais foi coordenada e complementar à ação do BNDES.<sup>175</sup> Isso ocorreu na medida da disponibilidade de capital para aplicações financeiras desses fundos

---

<sup>171</sup> O Decreto n.º 1.647, de 1995, estabeleceu o procedimento pelo qual os títulos de dívida contra a União seriam aceitos como pagamento pela compra de ações nas privatizações. O tema também foi tratado na redação original do artigo 14 da Lei n.º 9.491, de 1997, que foi depois revogado pela Lei n.º 13.360, de 2016.

<sup>172</sup> Sobre os conflitos e convergências nos interesses do governo e do setor financeiro durante das privatizações, Ver SALLUM JR, Governo Collor.

<sup>173</sup> Sobre a estruturação desse tipo de operação pelo BNDES, ver SANTOS, Durval José Soledade, Debêntures: um instrumento moderno de captação de recursos, **Revista do BNDES**, v. 13, n. 26, p. 35–54, 2006.

<sup>174</sup> Para uma revisão geral do comportamento da BNDESPAR como acionista por participação minoritária ou em controle compartilhado por acordo de acionistas na sua carteira de investimentos consolidada com participações empreendidas entre 1982 e 2014, ver MARINHO, Sarah M. Matos, **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR**, Dissertação (Mestrado em Direito), Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2015.

<sup>175</sup> Ver VELASCO JR, Documento histórico.

de pensão, estimando o autor que estes teriam representado a principal fonte de capital brasileiro nas privatizações.<sup>176</sup>

Velasco também avalia que, a princípio, além da falta de disponibilidade de capital, houve resistência até mesmo de parte do setor privado ao processo de desestatização.<sup>177</sup> Junto da sociedade civil organizada, composta principalmente por sindicatos de trabalhadores e partidos de esquerda, a parcela resistente do setor industrial privado, que era anteriormente protegida pelas políticas de substituição de importações, temia a desnacionalização da economia, por considerar que poderia não ser possível resistir ao ingresso da concorrência internacional em setores antes protegidos.<sup>178</sup> Nesse contexto, a participação dos fundos de pensão de empresas estatais teria reduzido os temores quanto à desnacionalização completa do controle das empresas privatizadas e, junto ao apoio do BNDES, é considerada determinante para o governo Collor conseguir aprovar a legislação da desestatização no Congresso Nacional.<sup>179</sup> A regulação da desestatização priorizava a princípio a aquisição de participações de controle por investidores brasileiros, procurando incentivar o investimento estrangeiro nas privatizações com esforços de dispersão acionária. Para isso, havia, até 1994, limites para que investidores estrangeiros viessem a exercer o controle societário das empresas privatizadas, mesmo quando adquirindo fatias largas de participação societária.<sup>180</sup> Com o tempo, contudo, a regulação se tornou mais permissiva com a possibilidade de controle estrangeiro.<sup>181</sup>

Para além de gerar caixa e contribuir para o ajuste fiscal, o PND, talvez como um propósito central, consistiu em esforço de imagem do governo federal para demonstrar seu comprometimento com a liberalização prometida à sociedade brasileira e aos credores

---

<sup>176</sup> Velasco faz tal afirmação sem apresentar dados primários sobre as aquisições de ações nas privatizações, enfatizando apenas a legitimidade política conferida ao processo pelo avanço dos fundos de pensão de empresas estatais como adquirentes. Ver *Ibid.*

<sup>177</sup> Ver *Ibid.*

<sup>178</sup> A percepção de Velasco dialoga com o trabalho de Eli Diniz e Renato Boschi, que sugere que o empresariado nacional se alinhou ideologicamente com a necessidade das reformas neoliberais, mas tendeu a resistir, na prática, a mudanças que reduzissem os subsídios públicos para o setor privado e a redução de tarifas de importação. Ver DINIZ, Empresariado e projeto neoliberal na América Latina. Nesse sentido, ver também SALLUM JR, Governo Collor.

<sup>179</sup> Ver VELASCO JR, Documento histórico.

<sup>180</sup> Ver artigo 13, inciso IV, da Lei n.º 8.031, de 1990, que determinava, salvo autorização legislativa, que pessoas físicas e jurídicas estrangeiras não poderiam adquirir mais de 40% do capital votante de uma empresa estatal.

<sup>181</sup> O Decreto n.º 1.024, de 1994, posteriormente, mais permissivo no tema ao regulamentar a Lei n.º 8.031, indicando, em seu artigo 39, que a participação de estrangeiros poderia chegar a 100% do capital votante das empresas privatizadas na falta de ato do Poder Executivo contrário. O disposto no Decreto n.º 1.024 veio a ser replicado no artigo 12 da Lei n.º 9.491.

internacionais. Como demonstrado nas fontes revisadas neste tópico, efetivar esse comprometimento foi central nos governos Collor, Itamar Franco e FHC, que avançaram progressivamente no processo de transferência para o setor privado do controle sobre a capacidade industrial do Brasil. Da mesma forma, ao lado das privatizações, ocorria um intenso processo de falências e reorganizações empresariais em fusões e aquisições, o que também abriu amplas possibilidades para diversificar e diferenciar os padrões de controle das empresas brasileiras.<sup>182</sup> No estudo de Siffert Filho e Silva, os autores estimaram que o valor de mercado das fusões e aquisições empreendidas no mercado privado, teria, inclusive, superado o valor das privatizações em todos os anos entre 1991 e 1998,<sup>183</sup> como mostra a Tabela 3.9, abaixo.

**Tabela 3.9 Valor de mercado das privatizações e das fusões e aquisições do setor privado entre 1991-1998 (em milhões de dólares)**

Ano	Privatizações	Fusões e aquisições
1991	1.614	3.677
1992	2.401	7.188
1993	2.627	11.701
1994	1.966	12.203
1995	1.003	18.889
1996	5.486	23.904
1997	22.616	28.250
1998	30.975	36.515

Elaborado pela autora.

Fonte: SIFFERT FILHO E SILVA As grandes empresas nos anos 90, 1999, p. 384.

Por conta desses processos paralelos, de um lado envolvendo fusões, aquisições e consolidações no setor privado e de outro as privatizações, alguns estudos se dedicaram a

<sup>182</sup> Para dados sobre o processo de fusões e aquisições em curso ao lado das privatizações na década de 1990, ver SIFFERT FILHO, Nelson Fontes; SILVA, Carla Souza e, **As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças**, Rio de Janeiro: BNDES, 1999; BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL, **Desestatização e Reestruturação, 1990–2002**, Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2002.

<sup>183</sup> Os autores obtiveram dados sobre o resultado das privatizações na base de dados do BNDES, assim como dados sobre o valor de mercado das operações de fusão e aquisição no setor privado em repositórios da empresa de auditoria KPMG e da Porvenir Online. Ver SIFFERT FILHO; SILVA, **As grandes empresas nos anos 90.**, p. 377.

mapear a recomposição causada na estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras. O mesmo estudo de Siffert Filho e Silva observou a composição do controle societário de amostra das 100 maiores empresas não financeiras operando no Brasil em anos selecionados entre 1990 e 1998, como mostra a Tabela 3.10, abaixo.<sup>184</sup> Os autores classificaram as empresas da sua amostra conforme estas apresentassem propriedade dispersa; propriedade minoritária dominante, ou controle compartilhado; propriedade familiar; propriedade governamental; propriedade estrangeira; ou, ainda, conforme tivessem sido registradas como cooperativas.<sup>185</sup> As empresas com propriedade dispersa foram assim avaliadas no estudo conforme nenhum sócio ou acionista possuísse mais de 20% das ações com direito a voto, enquanto as empresas com propriedade minoritária dominante, ou controle compartilhado, foram assim classificadas quando um ou mais sócios detinham entre 20% e 50% do seu capital votante.<sup>186</sup> Já as empresas de propriedade familiar foram assim definidas conforme o seu controle societário fosse detido por uma pessoa física ou membros da mesma família, enquanto as empresas com propriedade estrangeira foram assim classificadas quando um residente no exterior, pessoa física ou jurídica, detinha a maioria do capital votante. As empresas com propriedade governamental, por fim, foram assim classificadas quando um ente da administração pública local ou nacional possuía a maioria das ações com direito a voto, mesmo que não se tratasse de uma empresa pública ou sociedade de economia mista como assim definidas na lei brasileira.<sup>187</sup>

---

<sup>184</sup> A amostra de empresas foi obtida pelos autores junto às fontes indicadas na nota 183, acima. As 100 empresas com o maior volume de receitas por ano foram selecionadas para o estudo. Ver *Ibid.*, p. 401-402.

<sup>185</sup> Conforme a Lei n.º 5.764, de 16 de dezembro de 1971.

<sup>186</sup> Tal classificação é coerente com os padrões da Lei n.º 6.404, de 1976, a qual presume que acionistas de sociedades anônimas que detêm 20% ou mais do capital votante, se não são capazes de exercer o controle societário, dispõem de poder de voto o suficiente para exercer ao menos influência significativa sobre as deliberações societárias. A Lei n.º 6.404, de toda forma, define que a influência significativa está presente na atuação de qualquer sociedade investidora que exerce efetivamente seu direito de participar nas decisões sobre a política financeira ou operacional de uma coligada, sem controlá-la. Ver o artigo 243, parágrafos 4º e 5º, da Lei n.º 6.404, de 1976. Sobre outras formas de exercer influência societária significativa, sem exercer controle, como ocorre em acordos de acionistas com poderes de veto para acionistas específicos, ou quando um acionista tem prerrogativas de eleição de administradores ou conselheiros, mas não consegue exercer o controle societário, ver, por exemplo, a compreensão de Salomão Filho sobre os conceitos de influência relevante e influência dominante aplicados ao direito concorrencial. Ver SALOMÃO FILHO, Calixto, **Direito Concorrencial. As Estruturas**, 3ª edição. São Paulo: Malheiros, 2007.

<sup>187</sup> As empresas com controle governamental foram assim consideradas se o controle societário pudesse ser exercido por entes da administração pública, mesmo que fosse o caso de se ter uma empresa pública ou sociedade de economia mista conforme o Decreto-Lei n.º 200, de 1967, hoje regulamentado pela Lei n.º 13.303, de 2016.



**Tabela 3.10. Padrões de controle societário das 100 maiores empresas industriais operando no Brasil entre 1990-1998**

Ano	Propriedade dispersa	Propriedade dominante ou controle compartilhado	Propriedade familiar	Propriedade governamental	Propriedade estrangeira	Cooperativas
1990	1	5	27	38	27	2
1995	3	15	26	23	31	2
1997	3	19	23	21	33	1
1998	4	23	26	12	34	1

Elaborado pela autora.

Fonte: SIFFERT FILHO E SILVA As grandes empresas nos anos 90, 1999, p. 402.

Como a Tabela 3.10 mostra, as empresas com propriedade dispersa e as cooperativas tiveram presença pouco significativa ao longo da década de 1990. Por outro lado, chama atenção o crescimento do número de empresas com propriedade minoritária dominante ou controle compartilhado, seguido por um crescimento menos significativo, mas também presente, das empresas com controle estrangeiro. A quantidade de empresas com controle governamental reduziu consideravelmente, como esperado, por conta das privatizações.

Outras fontes da literatura exploraram de forma ainda mais detalhada como os padrões de propriedade das maiores empresas brasileiras teriam se diferenciado ao longo dos anos seguintes. Um estudo influente na literatura de negócios sobre o ambiente empresarial brasileiro após as privatizações confirma que a BNDESPAR e os fundos de pensão de empresas estatais atuaram de forma central não apenas nas privatizações, mas, também, no processo de fusões e aquisições que ocorreu no setor privado brasileiro nos anos 1990. Trata-se do trabalho do economista Sérgio Lazzarini, em que o autor investigou a estrutura acionária das maiores empresas brasileiras antes e depois das privatizações e a descreveu de acordo com a perspectiva dos “mundos pequenos”.<sup>188</sup> Em um mundo pequeno de empresas, conforme a metodologia empregada por Lazzarini, os acionistas são atores e as empresas são nós conectando tais atores. O autor realizou uma análise de rede nos mundos pequenos de empresas e acionistas que encontrou no setor privado brasileiro em diferentes anos, com o

<sup>188</sup> LAZZARINI, *Capitalismo de Laços*.

propósito de medir se o grau de conexão entre os acionistas das maiores empresas brasileiras teria aumentado ou diminuído após as privatizações. O autor também teve como propósito investigar se acionistas de origem privada realmente tinham se tornado mais centrais no mercado brasileiro após as privatizações.<sup>189</sup>

Dados oficiais indicam que os maiores resultados financeiros do governo com as privatizações ocorreram entre 1996-2000 e que algumas privatizações relevantes ainda estavam em curso até 2002.<sup>190</sup> Levando isso em conta, Lazzarini considerou três bases de dados diferentes listando as maiores empresas brasileiras, estatais ou privadas, em 1995, 2003 e 2009, respectivamente.<sup>191</sup> Somando as três bases de dados anuais formadas, o autor investigou um total de 804 empresas, nem sempre presentes nos três anos analisados. Para cada um dos anos analisados, Lazzarini organizou os acionistas encontrados nas empresas listadas em matriz relacional para investigar que acionistas eram proprietários comuns em empresas diferentes e, assim, medir o grau de conexão entre eles na série temporal de mundos pequenos investigados.

Lazzarini obteve índices de mundo pequeno crescentes ao longo da sua série temporal. O índice foi 29.383 em 1996, 30.079 em 2003, e 40.214 em 2009, o que sugere que as conexões entre acionistas se multiplicaram e que a propriedade acionária das maiores empresas sediadas no Brasil era provavelmente mais dispersa em 2009 do que o observado em 2003 e em 1996. A surpresa está no achado do autor quanto à centralidade dos acionistas encontrados por categoria. Investidores institucionais ligados ao Estado, particularmente os fundos de pensão de empresas estatais e a BNDESPAR, ganharam mais centralidade no mundo pequeno de participações dispersas de 2009, enquanto investidores institucionais de origem privada, nacionais e estrangeiros, perderam centralidade nesse ano.<sup>192</sup> Apesar de os

---

<sup>189</sup> Lazzarini menciona várias fontes acadêmicas que serviram de base teórica para sua metodologia. Ver, principalmente, JACKSON, **Social and Economic Networks**; WASSERMAN; FAUST, **Social Network Analysis**.

<sup>190</sup> O Programa Nacional de Desestatização nunca foi encerrado, mas as estatais que os governos Collor, Itamar e FHC planejaram incluir foram efetivamente privatizadas e o ritmo das desestatizações reduziu consideravelmente em governos posteriores. Ver dados oficiais como catalogados no website do BNDES: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/desestatizacao/processos-encerrados/processos-encerrados>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>191</sup> As bases de dados anuais foram formadas a partir da lista de empresas listadas na hoje chamada B3, a bolsa de valores de São Paulo, única ativa no Brasil; da série “Maiores e Melhores” da Revista Exame; e da série “Valor Grandes Grupos” do jornal Valor Econômico. Ver LAZZARINI, **Capitalismo de Laços**, p. 144-164.

<sup>192</sup> *Ibid.*, p. 38-40.

fundos de pensão de empresas estatais e da BNDESPAR tenderem a deter participações minoritárias, ambos acumularam esse tipo de investimento em número mais expressivo de empresas em 2009 se comparado ao tamanho total do setor estatal de empresas públicas e sociedades de economia mista presentes no Brasil em 2003 e 1996.

Alguns exemplos de empresas com participação minoritária de investidores institucionais ligados ao Estado no estudo de Lazzarini, no contexto de 2009, são justamente a Vale, nome social atual da CVRD; a JBS, que se tornou uma das maiores multinacionais brasileiras em ascensão meteórica; assim como várias outras empresas que não apresentaram trajetória de internacionalização relevante ao longo dos anos 2000.<sup>193</sup> O autor sugere que a Vale seria o caso típico de como funciona a influência governamental sobre empresas privadas, ou privatizadas, no contexto brasileiro, já que a empresa foi privatizada, mas tem participações societárias relevantes de um grupo composto por cinco fundos de pensão de empresas estatais; da BNDESPAR; assim como do Tesouro Nacional diretamente, por meio de uma *golden share*, como discutido acima.<sup>194</sup> Lazzarini até mesmo explora alguns episódios de efetiva intervenção governamental na Vale como evidência para sustentar seu argumento. O autor pontua que a empresa fez, por conta de pressões vindas do governo Lula, grandes investimentos no setor siderúrgico brasileiro entre 2004 e 2006, a despeito da preferência da sua administração por priorizar os investimentos em extração mineral e aquisições internacionais. Seu estudo indica, ainda, evidências de que as discordâncias entre o ex-presidente Lula e o ex-CEO da Vale, Roger Agnelli, sobre as prioridades da empresa teriam sido determinantes para que este resignasse de seu cargo em 2011.<sup>195</sup>

Os achados de Lazzarini sugerem que o processo de privatizações pôs o BNDES e os fundos de pensão de empresas estatais, curiosamente, no centro da governança corporativa das maiores empresas privadas brasileiras ao longo dos anos 2000. Na medida que tanto o setor privado quanto o setor empresarial público iam se reestruturando nos anos 1990, portanto, a BNDESPAR e os fundos de pensão de empresas estatais teriam se tornado

---

<sup>193</sup> *Ibid.*, capítulo 2.

<sup>194</sup> Ver nota 165, acima.

<sup>195</sup> Lazzarini, com seu coautor, Aldo Musacchio, também explora o caso da Vale em outro livro chamado “*Reinventing State Capitalism*”. Ver MUSACCHIO; LAZZARINI, **Reinventing state capitalism**. Os episódios de influência governamental sobre a Vale serão discutidos no contexto do estudo de caso sobre a empresa no sexto capítulo desta tese.

acionistas mais centrais nas grandes empresas no geral, não apenas nas ex-estatais.<sup>196</sup> Em grande parte dos casos, seja por dividirem o quadro acionário de empresas por conta das privatizações ou não, a BNDESPAR, os fundos de pensão de empresas estatais e os outros acionistas envolvidos, de origem privada, assinaram acordos de acionistas para regular seu relacionamento como investidores com influência significativa ou controle societário compartilhado.<sup>197</sup>

Existem poucos estudos que exploram as participações minoritárias do Estado ou o controle compartilhado entre Estado e investidores privados em empresas privadas no contexto brasileiro. Além dos estudos na literatura econômica acima revisados,<sup>198</sup> que acabam por não se aprofundar nas relações societárias entre Estado e atores privados, destacam-se poucos outros trabalhos em recorte situado no campo jurídico. O trabalho de Mariana Pargendler é possivelmente pioneiro na literatura do direito ao elaborar o conceito de “investidor institucional controlado pelo Estado” para descrever a atuação da BNDESPAR e de fundos de pensão de empresas estatais como acionistas minoritários em sociedades listadas em bolsa de valores.<sup>199</sup> A autora propõe um avanço sobretudo na diferenciação da atuação do Estado como um empreendedor, na qual este atua no controle societário de empresas; e dos investimentos por participação minoritária, que podem ser empreendidos inclusive por empresas estatais, sendo, contudo, mais comuns mediante a atuação da BNDESPAR ou de fundos de pensão.<sup>200</sup>

Pargendler pondera que apesar de não serem estas entidades diretamente controladas pelo Estado, os fundos de pensão de empresas estatais têm conexões próximas

---

<sup>196</sup> LAZZARINI, **Capitalismo de Laços**. Ver também MUSACCHIO; LAZZARINI, **Reinventing state capitalism**.

<sup>197</sup> Para uma análise indicando que o controle societário no mercado de capitais brasileiro se dá por via de acordo de acionistas tipicamente, independentemente da centralidade de atores ligados ao Estado, ver GORGA, Erica, Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries, **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, n. 2, p. 439, 2009.

<sup>198</sup> LAZZARINI, **Capitalismo de Laços**; MUSACCHIO; LAZZARINI, **Reinventing state capitalism**.

<sup>199</sup> “Investidor institucional controlado pelo Estado” é uma tradução livre para o português da expressão da autora, que fala, em língua inglesa, sobre “*State-controlled institutional investors*”, ou “SCIIIs”. Ver PARGENDLER, Mariana, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*, in: LIEBMAN, Benjamin L.; MILHAUPT, Curtis J. (Orgs.), **Regulating the Visible Hand?: The Institutional Implications of Chinese State Capitalism**, Oxford, New York: Oxford University Press, 2015. Ver também a análise da autora sobre a influência da atuação do Estado como acionista minoritário sobre a evolução da legislação de direito societário no Brasil no século XX em PARGENDLER, Mariana, **Evolução do direito societário: lições do Brasil**, [s.l.]: Editora Saraiva, 2013.

<sup>200</sup> Ver PARGENDLER, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*.

com o governo federal, já que, por força de lei, metade dos membros dos seus conselhos de administração são indicados pelas empresas estatais que atuam como suas patrocinadoras, cabendo aos seus beneficiários a eleição dos demais conselheiros e dos seus diretores.<sup>201</sup> A autora avaliou que a Previ, fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, se destacava.<sup>202</sup> Conforme suas estimativas, além de ter uma carteira de investimentos com participações acionárias individualmente significativas, normalmente ultrapassando os 5% de capital esperado como limite de um investimento de portfólio, tal fundo tinha, em 2014, participações em 43 companhias e era responsável por 20% da capitalização em bolsa de valores no Brasil. Ademais, a Previ demonstrava uma postura ativista na gestão da sua carteira de participações e tinha institucionalizado nos seus relatórios, revisados por Pargendler, missões como o fortalecimento da posição global das empresas brasileiras.<sup>203</sup> Apesar de entre os fundos de pensão de empresas estatais constarem outros investidores institucionais de peso que não deixaram transparecer em seus documentos o mesmo comprometimento com o ativismo acionário, Pargendler sugere que, como a Previ, outros fundos, tais quais a Funcef<sup>204</sup> e o Petros,<sup>205</sup> seriam importantes canais para o exercício de influência societária pelo Estado brasileiro em empresas privadas.<sup>206</sup>

O trabalho de Pargendler sugere, ainda, problemas que a atuação de investidores institucionais controlados pelo Estado podem trazer para o mercado brasileiro. Para isso, a autora compara a capacidade de ação de tais investidores institucionais com a capacidade de controle reservada para o Estado quando da criação de empresas públicas e sociedades de economia mista. No caso do controle societário do Estado sobre empresas estatais reguladas pelo Decreto-Lei n.º 200 e pela Lei n.º 6.404, existe um regime de direito

---

<sup>201</sup> Nesse sentido, ver especialmente a Seção II do Capítulo II da Lei Complementar n.º 108, de 29 de maio de 2001, que regula a estrutura organizacional que as entidades de previdência complementar dos entes da administração pública devem adotar.

<sup>202</sup> PARGENDLER, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*, p. 8-10.

<sup>203</sup> Os documentos da Previ analisados por Pargendler são públicos e estão disponíveis no seu website. Disponível em: <<https://www.previ.com.br/portal-previ/>>. Acesso em: 12 jan. 2021. Ver *Ibid*.

<sup>204</sup> A Funcef é o fundo de pensão dos funcionários da Caixa Econômica Federal. Mais informações sobre tal fundo de pensão estão disponíveis no seu website. Disponível em: <<https://www.funcef.com.br/portal/index.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>205</sup> O Petros é o fundo de pensão dos funcionários da Petrobrás. Mais informações sobre este fundo de pensão estão disponíveis no seu website. Disponível em: <[https://www.petros.com.br/PortalPetros/faces/Petros?\\_afriLoop=208961022631097&\\_afriWindowMode=0&\\_adf.ctrl-state=1264ag5n9q\\_4](https://www.petros.com.br/PortalPetros/faces/Petros?_afriLoop=208961022631097&_afriWindowMode=0&_adf.ctrl-state=1264ag5n9q_4)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>206</sup> PARGENDLER, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*.

público aplicável, limitando o abuso de poder de controle por parte do Estado.<sup>207</sup> Além disso, o controle das empresas públicas e sociedades de economia mista deve ocorrer de forma transparente, vindo, inclusive, as empresas estatais reguladas no Brasil a ser fiscalizadas de ofício pelos Tribunais de Contas e, conseqüentemente, pelo Congresso Nacional e câmaras de deputados e vereadores, conforme o ente público. Ainda que o controle societário exercido pelo Estado em sociedades de economia mista não seja isento de conflitos de interesses, tendo a ação do Estado nessa posição prejudicado o valor da propriedade dos acionistas minoritários em situações diversas relatadas na literatura,<sup>208</sup> Pargendler pondera que nas empresas estatais reguladas como sociedades de economia mista o Estado tem, ao menos, de ser transparente quanto às suas decisões.<sup>209</sup>

Ao contrário, no caso da atuação dos investidores institucionais controlados pelo Estado, aplica-se o regime de direito privado cabível aos acionistas minoritários, afastando-se o acompanhamento pelos órgãos de controle. Isso intensificaria a capacidade do Estado de agir de forma discricionária ao influenciar a governança de empresas privadas.<sup>210</sup> Exemplos de como essa intervenção poderia ser prejudicial estão em duas situações concretas analisadas por Pargendler. Em uma delas, a autora explica o caso da privatização e posterior re-estatização parcial de subsidiárias da Petroquisa, enquanto no outro caso a autora descreve o apoio que o BNDES daria a uma fusão entre empresas que ocorreria em desrespeito a um acordo de acionistas da Companhia Brasileira de Distribuição, ou CBD, se não tivesse sido tal operação alvo de críticas pela opinião pública.

No caso da Petroquisa, a empresa havia realizado uma oferta pública inicial para uma parcela minoritária, representando 1% do seu capital total, em 1989, levantando 40 milhões de dólares no mercado de capitais na época e, ainda assim, continuando controlada

---

<sup>207</sup> Hoje, ademais, as empresas públicas e sociedades de economia mista são reguladas pela Lei n.º 13.303, de 2016, que trouxe diretrizes mais concretas para a governança e as práticas de contratação dessas empresas, o que reforça o argumento de Pargendler sobre o regime de direito público a elas aplicável. Ver *Ibid.*

<sup>208</sup> Nesse sentido, ver PARGENDLER, *State Ownership and Corporate Governance*, assim como os comentários que acompanham a nota 101, acima.

<sup>209</sup> PARGENDLER, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*.

<sup>210</sup> *Ibid.* De forma coerente com a crítica de Pargendler, o trabalho de Schwind avalia que existem na legislação brasileira, na realidade, múltiplas opções de regimes jurídicos para empresas privadas que recebem participação minoritária estatal, afastando-se destas definitivamente, contudo, o regime de direito público que regula as empresas públicas e sociedades de economia mista. Ver SCHWIND, Rafael Wallbach, **Participação estatal em empresas privadas: as empresas público-privadas**, Tese (Doutorado em Direito), Universidade de São Paulo, 2014.

pela Petrobrás. Contudo, dois anos depois, o governo começou a incluir as subsidiárias da Petroquisa no PND, vindo a vender o controle das suas subsidiárias privatizadas em 1991 pelo valor total de 941 milhões de dólares, dos quais 940 milhões foram pagos com títulos da dívida pública, ou “moedas podres”, o que veio a prejudicar a valorização das participações minoritárias na Petroquisa. Com isso, uma ação judicial foi movida contra a Petrobrás, como a controladora final das empresas privatizadas, para haver perdas e danos da estatal, em processo que correu em várias instâncias por duas décadas, até ser extinto sem julgamento de mérito pelo Superior Tribunal de Justiça em 2012, quando verificou-se ter ocorrido uma incorporação das ações da Petroquisa pela Petrobrás.<sup>211</sup> Com essa operação, ocorrida em 2006, a Petrobrás promoveu o cancelamento do registro de companhia aberta da Petroquisa e realizou oferta para adquirir as participações dos seus acionistas minoritários, que poderiam também optar por assumir ações da Petrobrás diretamente.<sup>212</sup>

A Petrobrás também assumiu, com essa incorporação de ações, a participação residual que a Petroquisa detinha nas suas subsidiárias privatizadas. Por consequência, a estatal passou a deter diretamente participação societária significativa em uma outra empresa, a Braskem, controlada pelo grupo nacional Odebrecht, de propriedade da família brasileira homônima, que vinha desde 2001 realizando aquisições com fito de integrar verticalmente suas participações no setor petroquímico brasileiro.<sup>213</sup> A participação da Petrobrás na Braskem é regulada por acordo de acionistas firmado com a Odebrecht, o qual afirma expressamente que a estatal não deve ser considerada uma acionista controladora, mas, ao mesmo tempo, confere a esta ampla influência societária, com possibilidade de eleger parcela substancial dos membros do conselho de administração da Braskem e definir ou vetar questões relacionadas às prioridades estratégicas da empresa.<sup>214</sup> A Braskem, sobre a qual a BNDESPAR e os fundos de

---

<sup>211</sup> A ação judicial foi movida por um dos acionistas minoritários da Petroquisa, a Porto Seguro Imóveis Ltda., e correu por aproximadamente 20 anos em cortes federais, até ser extinta sem julgamento de mérito em recurso ao Superior Tribunal de Justiça por conta da incorporação das ações da Petroquisa pela Petrobrás. Ver PARGENDLER, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*.

<sup>212</sup> Ver PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRÁS; PETROBRÁS QUÍMICA S.A. - PETROQUISA, *Fato Relevante - Incorporação de Ações da Petroquisa, 2006*. Pargendler descreve tais acontecimentos a partir da análise de várias fontes documentais relacionadas à ação judicial movida contra a Petrobrás, bem como de matérias jornalísticas da mídia especializada. PARGENDLER, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*.

<sup>213</sup> A Braskem é desde 2001 a companhia de participação de exerce o controle societário de todas as empresas petroquímicas que o grupo Odebrecht adquiriu da Petroquisa durante as privatizações. Para mais informações, ver o website da Braskem. Disponível em: <<https://www.braskem.com.br/historia>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>214</sup> A autora desta tese também avaliou a participação da Petrobrás na Braskem como regulada em acordo de acionistas em outro trabalho e concluiu que tamanha influência societária poderia ser interpretada como controle compartilhado. No caso, o acordo de acionistas pactuado no âmbito da Braskem previa opções de compra para a

ensão Previ e Petros também exercem influência significativa, ainda que menor do que a da Petrobrás, concentrava parcela significativa do setor petroquímico no Brasil desde 2001.<sup>215</sup>

Pargendler avalia que além de prejudicar a valorização da propriedade dos acionistas minoritários da Petroquisa quando da privatização de suas subsidiárias incluídas no PND em 1991, a Petrobrás aproveitou para posteriormente reassumir sua influência sobre o setor petroquímico no Brasil de forma sutil.<sup>216</sup> A participação minoritária com crescente influência significativa sobre a Braskem teria permitido à Petrobrás, assim, reassumir poder de influência relevante sobre atividade econômica que havia sido incluída nas privatizações por lei, sem que tal assunto tenha sido publicamente debatido. Ademais, a Petrobrás voltou a exercer grande influência sobre o setor petroquímico através da Braskem sem precisar passar pela fiscalização dos órgãos e procedimentos de controle que se aplicam no caso das operações envolvendo as sociedades de economia mista diretamente.<sup>217</sup>

Outra situação abusiva, dessa vez apenas apoiada por um investidor institucional controlado pelo Estado, teria ocorrido quando o BNDES aprovou crédito para viabilizar uma operação de fusão entre a CBD, que opera, entre outras, a marca Pão de Açúcar no Brasil, e a empresa de supermercados francesa *Carrefour*. No caso, a CBD tinha firmado, anos antes, um contrato de investimento com a *Casino*, concorrente, também francesa, do *Carrefour*. Tal contrato de investimento, que teve entendimentos formalizados em acordo de acionistas entre os controladores da CBD, grupo liderado pelo empresário Abílio Diniz, e a *Casino*, conferia a esta uma opção de compra sobre as ações de controle da CBD. Em 2012, a *Casino* informou que exerceria tal opção de compra, levando à reação de Diniz para captar o investimento do *Carrefour*, com apoio do BNDES, que garantiria a operação com uma participação societária da BNDESPAR.<sup>218</sup>

---

Petroquisa e, posteriormente, para a Petrobrás. As prerrogativas de influência societária da Petrobrás sobre a Braskem foram aumentando conforme a estatal adquiria ações adicionais da Braskem, após incorporar as ações da Petroquisa. Ver MARINHO, **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR**. A participação da BNDESPAR na Braskem voltará a ser tratada nesta tese, no quinto capítulo.

<sup>215</sup> PARGENDLER, *Governing State Capitalism: The Case of Brazil*.

<sup>216</sup> *Ibid.*

<sup>217</sup> *Ibid.* No caso, embora as operações da Petrobrás sejam fiscalizadas conforme a regulação aplicável às sociedades de economia mista, o mesmo não acontece com a Braskem, que é, para fins legais, uma empresa de controle privado.

<sup>218</sup> Pargendler obteve dados sobre o investimento da *Casino* na CBD por meio, principalmente, da análise do acordo de acionistas em vigor entre a *Casino* e os controladores da CBD, assim como do debate público em curso na mídia especializada na época dos eventos descritos. Ver *Ibid.*



O investimento do *Carrefour* na CBD seria uma forma de tentar barrar o exercício do direito de compra da *Casino* e permitir que Diniz permanecesse no controle da empresa. A situação gerou opiniões na mídia especializada, havendo opiniões favoráveis ao BNDES apoiar uma operação que impediria a desnacionalização de uma empresa brasileira. Já outras opiniões críticas condenavam a postura do banco de conceder crédito a uma operação que ocorreria com descumprimento de um acordo de acionistas, prejudicando o exercício de um direito por uma investidora estrangeira. A operação de fusão entre a CBD e o *Carrefour* acabou não ocorrendo, vindo o direito de compra da *Casino* a ser exercido mediante um acordo com Diniz, para que este pudesse continuar na administração da CBD.<sup>219</sup>

A literatura sobre a atuação dos investidores institucionais controlados pelo Estado, no direito representada principalmente pelo trabalho de Pargendler,<sup>220</sup> mas incluindo também outros estudos na literatura econômica,<sup>221</sup> avalia a capacidade de ação de tais investidores institucionais diante do perigo destes se sobreporem nas situações de conflito de interesses com o setor privado. Tais estudos tensionam a influência societária possibilitada ao Estado com os interesses de maximização capitalista associados ao investimento de acionistas minoritários no mercado de capitais. Nesse recorte, a presença do Estado oferece risco no sentido de influenciar as deliberações sociais de uma empresa por motivos políticos, ou por qualquer razão que possa ser interpretada como conflitante com a maximização de valor. Com isso, a atuação dos investidores institucionais controlados pelo Estado representaria um entrave para o pleno desenvolvimento do capitalismo no Brasil, de forma similar ao que as críticas patrimonialistas avaliam sobre a intervenção do Estado na economia no geral.<sup>222</sup>

Em outro trabalho, a autora desta tese investigou os direitos reservados à BNDESPAR em amostra de acordos de acionistas firmados pela subsidiária da sua criação, em

---

<sup>219</sup> Em seu estudo, Pargendler avaliou que as opiniões críticas, que foram amplamente expressadas em veículos de comunicação, contribuíram, podendo ter sido determinantes para impedir que a fusão da CBD com o *Carrefour* ocorresse. A autora mostra, ainda, que pessoas do alto escalão do governo, inclusive a ex-presidente Dilma Rousseff, acabaram por se manifestar sobre o impasse entre a *Casino* a CBD, por causa do crédito que havia sido pré-aprovado pelo BNDES. No caso, os representantes da burocracia estatal que se manifestaram procuraram desvincular a imagem do governo da disponibilidade de crédito do BNDES para a operação de fusão da CBD com o *Carrefour*, indicando que o banco era livre para realizar suas escolhas de financiamento. A ex-presidente Dilma, contudo, chegou a sugerir que a operação somente deveria ocorrer com autorização prévia da *Casino* quando entrevistada sobre o caso. Ver *Ibid.*

<sup>220</sup> *Ibid.*

<sup>221</sup> LAZZARINI, **Capitalismo de Laços**; MUSACCHIO; LAZZARINI, **Reinventing state capitalism**.

<sup>222</sup> Sobre as críticas patrimonialistas à intervenção do Estado na economia, ver a nota 17 da introdução e as notas 2 e 53 deste capítulo, com as reflexões que estas acompanham.

1982, até 2014.<sup>223</sup> No caso, realmente existem investimentos de longo prazo, potencialmente permanentes, realizados pela BNDESPAR normalmente em parceria com os fundos pensão ou outras estatais, como ocorreu na Braskem e mesmo na Vale, com a sua privatização. Nesses investimentos mais específicos, observou-se um ânimo de manter um veículo de influência a partir de uma coordenação com o governo, ou ao menos com outros entes públicos, diante de prioridades que podem ser consideradas de ordem pública ou governamental. Por outro lado, a maior parte dos acordos de acionistas avaliados, mesmo em empresas de grande porte, como a JBS, reservava para a BNDESPAR apenas prerrogativas de monitoramento sobre o desempenho financeiro e operacional das empresas investidas. Talvez a única exceção a isso seja o poder de veto que se reservava para a BNDESPAR caso uma empresa com seu aporte societário pretendesse mudar a sua sede para outro país.<sup>224</sup> Sendo o investimento mais significativo, direitos para a indicação de um membro ao conselho de administração ou ao conselho fiscal também poderiam ser reservados para a subsidiária do BNDES.

Esse achado confirmou percepções de estudos jurídicos anteriores, que observaram os investimentos da BNDESPAR como típicos aportes de capital risco, similares aos realizados por bancos de investimento privados ou agências multilaterais.<sup>225</sup> Como ocorre em investimentos de capital de risco realizados pelo setor privado, cabe à BNDESPAR

---

<sup>223</sup> Para isso, foram obtidos no repositório da CVM os acordos de acionistas que a BNDESPAR firmou com as companhias abertas da sua carteira de participações como publicada nas demonstrações financeiras do BNDES entre 2011-2014. Como a carteira de participações de um ano específico reflete participações que podem ter ocorrido anos antes, foi possível obter não apenas acordos de acionistas em vigor, mas também acordos que já tinham tido sua vigência encerrada, mas permaneciam disponíveis para consulta no repositório da CVM. Ver MARINHO, **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR**.

<sup>224</sup> Isso se dá porque o estatuto da BNDESPAR não permite que a subsidiária realize participações societárias em empresas estrangeiras. Ver artigo 7º, parágrafo 1º, do Estatuto Social da BNDES Participações S.A. Disponível em:

<[https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/governanca-controle/Legislacao\\_do\\_Sistema\\_BNDES](https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/governanca-controle/Legislacao_do_Sistema_BNDES)>. Acesso em: 12 jan. 2021. A BNDESPAR chegou a exercer seu poder de veto sobre a JBS, quando a empresa tentou mudar sua sede social para a Irlanda em 2016, o que voltará a ser discutido no quinto capítulo, abaixo.

<sup>225</sup> Ver, por exemplo, FORGIONI, Paula, PPPs e participação minoritária do Estado-acionista : o direito societário e sua instrumentalidade para o direito administrativo, **Revista de Direito Público da Economia**, v. 4, n. 16, p. 177–182, 2006; RODRIGUES, Ana Carolina; DAUD, Felipe Taufik, O Estado como acionista minoritário, **Revista de Direito Público da Economia**, v. 10, n. 40, p. 9–31, 2012; CRAVEIRO, Mariana Conti, **Aspectos societários da participação do Estado em sociedades anônimas**, Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007; GOMES, Tiago Franco da Silva, As formas societárias da atuação empresarial do Estado, **Revista do Instituto Brasileiro**, v. 2, n. 1, p. 543–618, 2013; PINTO JUNIOR, **Empresa Estatal**. Além desses trabalhos, um estudo anterior de Pargendler permite conclusão similar, já que a autora salientou, nessa ocasião, que os investimentos por participação do BNDES, em particular, foram relevantes para aperfeiçoar os direitos garantidos aos acionistas minoritários da legislação societária brasileira em algumas ocasiões durante o século XX. Ver PARGENDLER, **Evolução do direito societário**.

garantir prerrogativas jurídicas que facilitem o seu monitoramento sobre a aplicação dos recursos concedidos, assim como seu desinvestimento ao final do projeto apoiado.<sup>226</sup> E, de fato, ao atingir o seu prazo, ou com a listagem em bolsa de valores das empresas investidas, os acordos de acionistas firmados pela BNDESPAR com clientes da sua carteira normalmente tinham sua vigência encerrada. Assim, embora existam casos como os da Braskem e da Vale, foi difícil concluir, em estudo global da carteira de participações da BNDESPAR, que esta representaria de forma agregada o resultado lógico de uma política pública ou de projetos de governo planejados.<sup>227</sup>

Uma lacuna nos estudos jurídicos sobre a atuação dos investidores institucionais controlados pelo Estado em empresas privadas está na análise mais aprofundada do seu relacionamento com atores do setor privado para compreender a capacidade de ação destes. Em companhias negociadas em bolsa de valores, os detentores do controle societário, ainda que originados do setor privado, também podem conduzir os negócios de uma empresa de forma prejudicial à geração de valor para os acionistas minoritários, sendo esse o conflito de agência original e uma das bases do debate sobre governança corporativa.<sup>228</sup> Um arranjo societário em que investidores institucionais controlados pelo Estado estão presentes, assim, pode vir a amenizar a capacidade de ação dos acionistas controladores, mas não necessariamente irá anulá-la. Essa diferenciação entre a capacidade de ação dos acionistas minoritários controlados pelo Estado e dos acionistas controladores de uma mesma empresa privada não é trivial. Afinal, como mostra a literatura sobre o corporativismo no Brasil, acima discutida,<sup>229</sup> existe uma elite empresarial no setor industrial nacional dotada de capacidade de ação e que, ao mesmo tempo que tem suas pretensões limitadas por intervenções do Estado, procura influenciá-lo em prol dos seus interesses autônomos.

---

<sup>226</sup> Ver fontes da nota 225, acima.

<sup>227</sup> MARINHO, **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR.**

<sup>228</sup> O conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários está na base da literatura jurídica sobre controle societário. Nesse sentido, ver o trabalho seminal de BERLE, Adolf A., Jr., 1895-1971, author; MEANS, Gardiner C., **The modern corporation and private property**, New York: Macmillan, 1932. Na literatura nacional, ver COMPARATO; SALOMÃO FILHO, **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Ver, ainda, as referências da nota 25 do segundo capítulo, acima, sobre a relação entre a economia dos custos de transação e a literatura de direito societário, as quais incluem reflexões sobre como o direito pode mitigar os custos de monitoramento relacionados ao conflito de agência entre controladores e minoritários.

<sup>229</sup> Ver notas 107, 110 e 112, acima.

Esta tese pretende, assim, realizar contribuição, com os estudos de caso empreendidos no sexto capítulo, para a literatura de direito societário sobre a atuação societária minoritária do Estado em empresas privadas. A tese oferece tal contribuição na medida que explora a relação entre investidores institucionais controlados pelo Estado e acionistas de origem privada considerando que ambos podem ter capacidade de ação no ambiente empresarial. No caso desta tese, não foi suficiente avaliar apenas os direitos reservados na estrutura societária como imputáveis para cada tipo de acionista, ou o direito societário como escrito nos estatutos e acordos de acionistas. Na realidade, foi essencial compreender a capacidade de ação dos investidores institucionais ligados ao Estado e dos acionistas de origem privada em cada empresa no período investigado considerando que seus interesses poderiam ser convergentes ou divergentes em relação à internacionalização.

### **3.3 Conclusão**

O presente capítulo se propôs a revisar as relações entre Estado e empresa no Brasil a partir da literatura de diferentes campos acadêmicos que se voltaram para a intervenção do Estado na economia. Embora a literatura, nas suas diferentes vertentes analíticas, tenha se concentrado na compreensão e crítica da intervenção do Estado, fica claro que tanto o Estado quanto o empresariado são dotados de capacidade de ação autônoma. A capacidade de ação do Estado foi proeminente em grande medida no processo de industrialização em curso no Brasil no século XX, mas a ação e a resistência do setor privado em situações diversas foram efetivas para direcionar ou enfraquecer o Estado nas suas iniciativas. Uma revisão da literatura de ciência política mostra a capacidade do empresariado brasileiro de mobilizar a organização do Estado no caso da instalação da indústria petroquímica básica no Brasil, na década de 1960, bem como de se organizar em paralelo à estrutura de unicidade sindical estatal em associações fora do corporativismo oficial, como ocorreu a partir da década de 1970.

Contudo, os estudos na literatura econômica e jurídica, quando da análise da intervenção estatal, acabaram por se concentrar na capacidade de ação do Estado e do seu

impacto no desenvolvimento ou retração de ambientes em que a iniciativa privada estaria livre para maximizar o valor da sua propriedade. Esta tese avalia, nos próximos capítulos, a internacionalização das empresas brasileiras nos anos 2000, que está intensamente concentrada na expansão internacional via IED de grandes empresas brasileiras com ampla participação de investidores institucionais controlados pelo Estado. Contudo, como ficará claro ao final dos estudos de caso empreendidos, compreender o processo de internacionalização das empresas brasileiras nos anos 2000 só é possível a partir de uma avaliação da governança corporativa de tais empresas em ação que considere, igualmente, a capacidade de ação do Estado e do setor privado.

## **4 DO BRASIL PARA O MUNDO: A INTEGRAÇÃO COMPETITIVA NAS PRIORIDADES GOVERNAMENTAIS ENTRE 2003 E 2012**

O principal objetivo deste capítulo é descrever as opções de governo priorizadas no contexto político em que a saída de IED de fontes brasileiras cresceu após o ano 2000. A revisão dos estudos de negócios internacionais na segunda seção do segundo capítulo desta tese mostrou que são vários os determinantes possíveis para explicar a internacionalização de empresas no geral. Contudo, no contexto dos países emergentes, convencionou-se a compreensão de que estes ascenderam como origens de grandes multinacionais competitivas nos anos 2000 como um produto, principalmente, da capacidade gerada pela intervenção do Estado. Diante disso, o presente capítulo revisa as prioridades governamentais em relação à integração competitiva do setor industrial do final da década de 1990 até 2012, quando o período de estabilidade política e econômica que o Brasil experimentou após o ano 2000 começou a mostrar sinais de exaustão.

### **4.1 O setor industrial brasileiro na Era PT**

Além da literatura de negócios internacionais, como revisada no segundo capítulo, acima, outros campos de conhecimento também produziram análises sobre a internacionalização de empresas no Brasil a partir da capacidade que a facilitação governamental pode ter gerado nos anos 2000. A literatura de economia política comparada, da mesma forma que a literatura de negócios internacionais, explica a ascensão do volume de IED das empresas brasileiras ao longo dos anos 2000 a partir do apoio estatal conferido pelo governo brasileiro ao setor privado via crédito de bancos públicos no período para criar “campeãs nacionais”.<sup>1</sup> Autores nessa linha também propuseram que, para além da influência

---

<sup>1</sup> AMANN, Edmund, Technology, public policy, and the emergence of Brazilian multinationals, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**, Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 187–220;

governamental na governança corporativa das multinacionais domésticas e na forma de crédito subsidiado, o governo brasileiro teria utilizado facilitação antitruste, em contexto coordenado de política industrial que teria visado de uma só vez internacionalização, incrementar exportações, assim como expandir a política comercial para as relações diplomáticas com o Sul global.<sup>2</sup> De toda forma, enquanto a literatura de economia política comparada falha em apontar onde estaria a causalidade entre a política industrial brasileira dos anos 2000 e a expansão das multinacionais brasileiras, tanto na literatura de economia política comparada quanto na de negócios internacionais falta uma definição clara do significado empírico de termos como facilitação governamental; ativismo estatal; influência governamental; e/ou intervenção do estado na economia. Os estudos na literatura de direito e desenvolvimento sobre o “novo ativismo estatal” no Brasil nos anos 2000 representam, para os fins desta tese, o marco teórico mais apropriado em termos conceituais para contextualizar a influência governamental em ação no período.

De acordo com a literatura de direito e desenvolvimento, o novo ativismo estatal foi um experimento político inesperado que contou com contribuição equilibrada do governo e da sociedade civil e com uma formulação de política mais plural comparada ao estilo de intervenção estatal na economia promovido no Brasil ao longo do século XX.<sup>3</sup> O novo ativismo estatal foi considerado inesperado porque o Brasil promoveu várias reformas neoliberais no setor econômico ao longo dos anos 1990, o que indicava uma rejeição à política industrial e a priorização de um modelo de desenvolvimento baseado no protagonismo do livre mercado. Como já discutido em outros capítulos desta tese,<sup>4</sup> exemplos dessas reformas

---

SCHNEIDER, Ben R., Big Business in Brazil: Leveraging Natural Endowments and State Support for International Expansion, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil’s Changing Role in the Global Economy**, Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 159–186; COUTINHO, Luciano *et al*, Industrial policy and economic transformation, *in*: **The Oxford Handbook of Latin American Political Economy**, New York: Oxford University Press, 2012, p. 101–129.

<sup>2</sup> Ver referências da nota 1, acima, assim como SAUVANT, Karl P., New Sources of FDI: The BRICs - Outward FDI from Brazil, Russia, India and China, **Journal of World Investment & Trade**, v. 6, n. 5, p. 639–710, 2005. Na literatura de direito e desenvolvimento, ver CARVALHO, Vinicius Marques de; CASTRO, Ricardo Medeiros de, Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira: uma avaliação crítica, *in*: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. (Orgs.), **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 315–50.

<sup>3</sup> As análises na literatura de direito e desenvolvimento que construíram conceitualmente a noção do novo ativismo estatal estão reunidas principalmente na coletânea organizada por David M. Trubek, Helena Alviar Garcia, Diogo R. Coutinho e Alvaro Santos. Ver TRUBEK, David M. *et al*, **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**, New York: Cambridge University Press, 2013.

<sup>4</sup> Ver principalmente a seção 2.1 do segundo capítulo, assim como a seção 3.2 do terceiro capítulo, ambas acima.

neoliberais são a adoção de uma taxa de câmbio única e flutuante, conforme a oferta e demanda por moeda estrangeira; a liberalização do comércio, com uma redução relevante de tarifas sobre vários tipos de importações e uma adesão quase sem reservas aos acordos da OMC; a liberalização da entrada de IED no país, que nunca foi excessivamente restrita, mas sofria o impacto da restrição ao investimento privado em boa parte do setor de infraestrutura do Brasil; e, principalmente, o processo de privatizações de empresas estatais.<sup>5</sup>

Em relação aos fatores contextuais domésticos, a literatura de direito e desenvolvimento indica ter sido a eleição do ex-presidente Lula, pela primeira vez em 2002, determinante para a reinvenção do ativismo estatal. O PT vinha lançando Lula como candidato à Presidência da República desde 1989, quando houve as primeiras eleições diretas no Brasil após a ditadura militar, em campanhas que sempre puseram ênfase em propostas desenvolvimentistas, que priorizariam a distribuição de renda e a elevação do padrão de vida dos brasileiros de baixa renda.<sup>6</sup> Após ganhar as eleições e assumir a presidência, em 2003, Lula reafirmou em várias ocasiões que se consideraria um presidente bem sucedido se, em 2006, ao final do seu primeiro mandato, todo brasileiro tivesse renda para pagar ao menos três refeições diárias.<sup>7</sup> O foco das campanhas do PT eram coerentes com as diretrizes da Constituição Federal de 1988, que incentivou a redução dos gastos públicos com o exercício de atividades econômicas diretamente, mas também determinou, pela primeira vez na história do Brasil, gastos públicos mínimos com saúde, educação, moradia e previdência social, entre outras seguridades sociais.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Ver TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario G.; COUTINHO, Diogo R., *New State Activism in Brazil and the Challenge for Law*, in: TRUBEK, David M. *et al* (Orgs.), **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**, New York: Cambridge University Press, 2013, p. 28–61.

<sup>6</sup> Nesse sentido, ver materiais de campanha de 2002, assim como a carta escrita por Lula diretamente ao povo brasileiro, que pode ser considerada como dirigida também ao setor privado e aos representantes do capital financeiro que temiam as orientações de um governo do PT na presidência do Brasil: PARTIDO DOS TRABALHADORES, Plano de Governo de 2002: Um Brasil para Todos, 2002; SILVA, Luis Inácio Lula da, Carta ao Povo Brasileiro.

<sup>7</sup> Exemplos de discursos do ex-presidente Lula nesse sentido estão na sua fala na reunião do Fórum Econômico Mundial de 2003 e na quarta reunião ordinária do CDES. Ver SILVA, Luis Inácio Lula da, Discurso do presidente Luis Inácio Lula da Silva, in: , Davos: [s.n.], 2003; CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL, Ata da quarta reunião ordinária, 2003.

<sup>8</sup> De acordo com a literatura especializada, a previsão dos gastos mínimos constitucionais teve impacto concreto na redução da desigualdade no Brasil mediante a transferência indireta de renda à população de baixa renda promovida pelos serviços públicos após a promulgação da Constituição Federal de 1988. Nesse sentido, ver ARRETICHE, Marta, Democracia e redução da desigualdade econômica no Brasil: a inclusão dos outsiders, **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 33, n. 96, p. 1–23, 2018.



Considerando que desde o primeiro governo da “Era PT” Lula estava comprometido em aumentar ainda mais o gasto público, ao menos no que diz respeito aos gastos sociais, o setor privado viu na sua ascensão uma oportunidade para canalizar mais gastos públicos para a política industrial. Nessa seara, os gastos governamentais eram decrescentes desde a promulgação da Constituição Federal de 1988, e líderes do setor privado vinham reclamando sobre as consequências negativas das reformas neoliberais para a atividade econômica no Brasil. A apreciação do Real em relação ao Dólar, por exemplo, aumentou os custos das indústrias exportadoras. A manutenção da taxa de juros básica do Banco Central do Brasil, a taxa Selic, em níveis elevados para fins de controle da inflação também vinha impactando o setor privado negativamente, que não conseguia levantar crédito com os bancos privados a taxas competitivas no Brasil. Somado a isso, as empresas brasileiras vinham sofrendo uma elevação de custos ocasionada por diversas outras falhas de mercado, como: o déficit de infraestrutura no Brasil, que aumentou ao longo das privatizações dos anos 1990;<sup>9</sup> o atraso tecnológico, que vinha recebendo alguma atenção apenas por parte dos bancos públicos;<sup>10</sup> e a desigualdade econômica, prejudicial ao crescimento do mercado consumidor no Brasil.<sup>11</sup>

Lula foi presidente do Brasil por dois mandatos subsequentes, entre 2003 e 2006 e entre 2007 e 2010. Particularmente no final do seu segundo mandato, após a crise financeira de 2008 e da boa performance econômica do Brasil em meio à crise mundial, instituições internacionais como a OCDE, o Banco Mundial e o FMI se tornaram menos

---

<sup>9</sup> Os materiais de campanha do PT em 2002, por exemplo, apontavam para dados relativos ao déficit de infraestrutura crescente no Brasil. Ver PARTIDO DOS TRABALHADORES, Plano de Governo de 2002: Um Brasil para Todos.

<sup>10</sup> O atraso tecnológico ainda é relevante no Brasil até os dias atuais. Em 2002, já existia uma política pública para a inovação no Brasil, baseada principalmente em uma linha de crédito do BNDES. A iniciativa dos anos 1990, no entanto, foi limitada se comparada ao apoio à ciência e tecnologia promovido nos governos do PT. Ver SCHAPIRO, Mario G., *Rediscovering the Developmental Path?* Development Bank, Law and Innovation Financing in the Brazilian Economy, *in*: TRUBEK, David M. *et al* (Orgs.), **Law and the New Developmental State. The Brazilian Experience in Latin American Context**, Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 114–163.

<sup>11</sup> O ativismo do setor privado a favor de mais intervenção do Estado na economia no Brasil foi abordado por Trubek, Coutinho e Schapiro no recorte da literatura de direito e desenvolvimento. Ver TRUBEK; SCHAPIRO; COUTINHO, *New State Activism in Brazil and the Challenge for Law*. Percepção similar a respeito do empresariado industrial, que teria buscado passar reformas e políticas para facilitar a integração competitiva do setor privado brasileiro na economia global, ver DINIZ, Eli; BOSCHI, Renato R., *Empresariado e estratégias de desenvolvimento*, **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, p. 15–34, 2003; BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; DINIZ, Eli, *Empresariado industrial, democracia e poder político*, **Novos estudos CEBRAP**, n. 84, p. 83–99, 2009; SALLUM JR, Brasília, *Governo Collor: o reformismo liberal e a nova orientação da política externa brasileira*, **Dados**, v. 54, n. 2, p. 259–288, 2011.

críticas à intervenção do estado na economia para fins de política industrial.<sup>12</sup> Outros países emergentes também vinham apostando no ativismo estatal e colhendo resultados positivos, sendo o exemplo mais paradigmático a China, mas também os outros países do BRICS, que a essa altura já tinham a África do Sul incluída no bloco.<sup>13</sup> Assim, tanto no contexto doméstico como no cenário internacional haviam vozes simpáticas à necessidade do ativismo estatal para o desenvolvimento e a estabilização econômica. Ambos os cenários, doméstico e internacional, ajudaram a legitimar o modelo de novo ativismo estatal identificado com os governos do PT.<sup>14</sup>

As iniciativas no âmbito do novo ativismo estatal envolveram diversos atores representando o Estado e a sociedade civil, assim como uma formulação de política pública que se materializou em diferentes níveis legais. A política pública de caráter social envolveu os bancos públicos, mas também se estruturou por meio de novas leis aprovadas pelo legislativo federal. Esse é o caso principalmente da política de habitação social, consistente no programa Minha Casa, Minha Vida,<sup>15</sup> e da política de transferência de renda condicionada, consistente no programa Bolsa Família.<sup>16</sup> A formulação da política industrial nos governos do PT, no entanto, foi diferente, baseando-se mais na criação de conselhos com participação da sociedade civil; em diretrizes gerais vindas do governo federal; e na capacidade dos bancos públicos, nesse caso principalmente o BNDES, de direcionar crédito público ao setor industrial.<sup>17</sup>

Em 2003, o primeiro ano do primeiro mandato do ex-presidente Lula, o governo criou o CDES, um conselho para debater assuntos ligados ao desenvolvimento econômico e social do Brasil, que existe até hoje e conta com a presença de representantes do governo e da

---

<sup>12</sup> O editorial da revista *The Economist* sobre o desempenho econômico do Brasil em 2009 é sintomático dessa simpatia crescente em relação ao ativismo estatal na opinião pública internacional. Ver *Brazil takes off*, **The Economist**, 2009. A OCDE, em particular, sinalizava um desejo de aproximação com o Brasil e outras economias desde antes da crise, como discutido na próxima seção deste capítulo.

<sup>13</sup> Ver a mesma referência da nota 12, acima.

<sup>14</sup> Tal ponderação sobre a legitimidade conferida para a intervenção estatal também no plano internacional é uma contribuição sobretudo das análises na literatura de direito e desenvolvimento. Ver TRUBEK; SCHAPIRO; COUTINHO, *New State Activism in Brazil and the Challenge for Law*.

<sup>15</sup> Sobre a evolução regulatória do programa Minha Casa, Minha Vida, ver ACOSTA, Claudia, **O programa federal brasileiro “Minha casa, minha vida” é um regulador-sombra das normas urbanísticas municipais?**, Dissertação (Mestrado em Direito), Fundação Getúlio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2015.

<sup>16</sup> Sobre a institucionalização do programa Bolsa Família, ver COUTINHO, Diogo Rosenthal, *Decentralization and coordination in social law and policy: the Bolsa Família program*, in: TRUBEK, David M. *et al* (Orgs.), **Law and the new developmental state: the Brazilian experience in Latin American context**, Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 303–344.

<sup>17</sup> Ver TRUBEK; SCHAPIRO; COUTINHO, *New State Activism in Brazil and the Challenge for Law*.

sociedade civil.<sup>18</sup> O PT buscou inspiração nos conselhos criados por países europeus após a II Guerra Mundial para propor um conselho no estilo do CDES na campanha presidencial de 2002, ambiente que deveria proporcionar não apenas um espaço de negociação sobre políticas públicas com a sociedade civil, mas, em última instância, promover inclusão social.<sup>19</sup> Contudo, na prática, representantes da indústria dominaram os assentos do CDES. O governo originalmente havia destinado 41 assentos para representantes do setor privado não-financeiro, o que equivalia a 50% dos votos do conselho. Ao lado disso, os sindicatos de trabalhadores receberam 13 assentos; organizações sociais e indicações independentes de representação receberam outros 11 assentos; ficando outros 6 assentos destinados a representantes de organizações religiosas, acadêmicas e culturais.<sup>20</sup> Fora os sindicatos, os outros grupos representantes da sociedade civil logo perderam o interesse pelos trabalhos do CDES, e acabaram fundando um outro fórum próprio, o CMS, para pressionar o governo por melhorias na política social em geral.<sup>21</sup>

O CDES era originalmente coordenado por um secretário especial vinculado diretamente à Presidência da República, tendo suas reuniões presididas pelo presidente, quando este se fizesse presente. Por mais que o canal com a Presidência da República fosse direto, o CDES sempre foi apenas um órgão governamental, nunca tendo tido orçamento e recursos próprios, ou funcionários permanentes.<sup>22</sup> De 2003 até os dias atuais, o CDES se reúne ordinariamente a cada dois meses para discutir propostas enviadas pela Presidência da

---

<sup>18</sup> O CDES foi criado pela Lei n.º 10.683, de 28 de maio de 2003, revogada em 2017, depois do impeachment da ex-presidenta Dilma Rousseff e durante o governo provisório de Michel Temer. O Decreto n.º 4.744, de 16 junho de 2003, hoje também revogado, regulava a composição e o funcionamento do CDES. Durante o governo Temer, as atividades de CDES foram reguladas pelo Decreto n.º 8.887, de 24 de outubro de 2016, revogado em 2019, já no governo Jair Bolsonaro. Atualmente, o CDES continua em funcionamento, mas sem um regulamento específico. Ver Decreto n.º 9.784, de 7 de maio de 2019.

<sup>19</sup> Inclusão social e participação popular na política são características centrais do “estilo PT de governar”, que a literatura reconhece ter rendido ao partido amplo crescimento nacional em comparação aos outros partidos que se tornaram centrais no Brasil após a promulgação da Constituição Federal de 1988. Os estudos sobre o tema sugerem que o PT conquistou seu crescimento aos poucos, inicialmente através de prefeituras e representantes municipais. Nesse sentido, ver SAMUELS, David J.; ZUCCO, Cesar, **Partisans, Antipartisans, and Nonpartisans: Voting Behavior in Brazil**, Cambridge, United Kingdom; New York, NY: Cambridge University Press, 2018; DOCTOR, Mahrukh, *Lula’s Development Council: Neo-Corporatism and Policy Reform in Brazil*, **Latin American Perspectives**, v. 34, n. 6, p. 131–148, 2007.

<sup>20</sup> Ao longo dos anos, o número de assentos no CDES aumentou, mas a desproporção entre os assentos destinados a representantes da indústria e aos demais representantes da sociedade civil continuou similar. Ver DOCTOR, *Lula’s Development Council*.

<sup>21</sup> *Ibid.*

<sup>22</sup> Hoje, o CDES não tem mais sequer um secretário especial vinculado à Presidência da República para coordenar suas atividades, não ficando claro nos regulamentos atuais como se exerce tal coordenação. Ver Decreto n.º 9.784, de 7 de maio de 2019.

República, assim como pautas sugeridas pelos representantes da sociedade civil no conselho. Os deputados e senadores que compõem o Congresso Nacional e os detentores de cargos executivos ligados à Presidência da República podem acompanhar os trabalhos do CDES sem reservas, apesar de a literatura sugerir que os parlamentares tenderam a negligenciar o conselho nos governos Lula e Dilma Rousseff quando não filiados ao PT.<sup>23</sup> Por outro lado, os representantes do setor industrial viram no CDES uma oportunidade única de acesso direto ao presidente da república e se engajaram ativamente nos trabalhos do conselho, transformando-o em fórum de debate político sobre assuntos ligados à estabilidade financeira e à política industrial. Os sindicatos de trabalhadores também seguiram envolvidos na proporção que lhes coube, mas não costumavam pautar os debates da mesma forma que os representantes da indústria, assim como não tinham a tendência de resistir às orientações por eles sugeridas ao votar as pautas debatidas.<sup>24</sup>

Essa coordenação entre inclusão social e política industrial pautou quase toda a Era PT, sem que tais pautas entrassem em conflito direto e sem causar a negligência da pauta da estabilidade monetária, como ficará claro à frente, na próxima seção deste capítulo. Mas o equilíbrio entre essas diferentes pautas variou entre os governos Lula e Rousseff. O primeiro mandato do ex-presidente Lula, por exemplo, conferiu prioridade à política social e à estabilidade macroeconômica, dando menos atenção à política industrial, que veio a ganhar mais centralidade apenas na campanha presidencial de 2006. No primeiro mandato da ex-presidente Rousseff, iniciado em 2011, a pauta da política industrial ganhou ainda mais força, e foram também tomadas decisões mais heterodoxas em termos de política macroeconômica em comparação com os governos Lula. No final do primeiro mandato de Rousseff, no entanto, uma percepção de instabilidade financeira dominou o cenário político e minou o espaço que a política industrial vinha, aos poucos, adquirindo. Uma guinada da opinião pública para priorizar a estabilidade macroeconômica em relação a qualquer outra pauta iniciou em 2013, e selou o fim do governo Rousseff, por impeachment, já no seu segundo mandato, em 2016.

---

<sup>23</sup> DOCTOR, Lula's Development Council.

<sup>24</sup> A literatura que analisou as atividades do conselho nos seus primeiros anos de funcionamento sugere que os representantes de sindicatos de trabalhadores no CDES discordavam mais entre si do que com os representantes da indústria. Ver *Ibid.*

## 4.2 Entre o neoliberalismo, o novo desenvolvimentismo e a integração competitiva: a ascensão e a queda dos governos do PT

Antes de discutir as promessas de campanha e as medidas realmente postas em prática durante os governos do PT, é importante resumir as ideias econômicas que vinham norteando a formulação de política pública no Brasil desde os anos 1990. Como já discutido, ainda que brevemente, no segundo e no terceiro capítulos, acima, esse foi um período de ampla reorientação da política econômica brasileira para a promoção da liberalização comercial e de capitais, bem como para a realização de um ajuste fiscal a ser mantido no longo prazo. Ainda que tenha sido um período politicamente conturbado, o governo Collor foi capaz de iniciar o processo de privatizações, bem como outras reformas liberalizantes que se manteriam em governos futuros.

A opinião pública identifica amplamente o governo Collor com o neoliberalismo, mas as políticas efetivamente articuladas podem caracterizá-lo como um misto de neoliberalismo e integração competitiva. A liberalização econômica era não apenas uma recomendação para o Brasil, mas uma tendência internacional. Diante disso, assim como o BNDES,<sup>25</sup> o MRE e representantes da indústria brasileira viram, em perspectiva de certa forma nacionalista, uma oportunidade para que o Brasil efetivasse uma integração competitiva com a economia mundial.<sup>26</sup> A estratégia internacional do Brasil passou a ser, de uma só vez, a não confrontação das potências mundiais e a busca por se firmar como uma nação que se posiciona sobre os temas relevantes na pauta internacional.<sup>27</sup>

Embora o governo Collor tenha a princípio buscado postergar a moratória do Brasil em relação ao pagamento da dívida externa,<sup>28</sup> uma postura de realinhamento logo se

---

<sup>25</sup> Ver a nota 156 do terceiro capítulo, acima, assim como a discussão sobre a integração competitiva na reorientação das atividades do BNDES.

<sup>26</sup> Ver SALLUM JR, Governo Collor.

<sup>27</sup> Em contraposição à diplomacia nacional-desenvolvimentista, que, como o governo militar, tendia a priorizar a economia nacional em relação à integração internacional, a nova diplomacia que passou a se desenvolver no âmbito do MRE nos anos 1980 e veio a se consolidar no governo FHC passou a ser definida pela sua busca de autonomia pela integração. Ver VIGEVANI, Tullo; OLIVEIRA, Marcelo F. de; CINTRA, Rodrigo, Política externa no período FHC: a busca de autonomia pela integração, **Tempo Social**, v. 15, n. 2, p. 31–61, 2003.

<sup>28</sup> O governo Sarney havia postergado o pagamento da dívida externa brasileira duas vezes entre 1985 e 1989 para não esgotar as reservas cambiais do país e o governo Collor assumiu o poder em moratória. Ver SALLUM JR, Governo Collor., p. 267. Ver também CERQUEIRA, Ceres Aires, **Dívida externa brasileira**, Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

consolidou. Em 1991 o governo prometeu honrar a dívida externa<sup>29</sup> e buscar a via da negociação e da conformação com os padrões econômicos internacionais para temas como a regulação da propriedade intelectual<sup>30</sup> e o uso de energia nuclear,<sup>31</sup> centrais na pauta de prioridades das grandes potências na época. Da mesma forma, a diplomacia brasileira passou a buscar uma posição de líder regional na nova ordem internacional que vinha se formando. Símbolos de tais iniciativas são o posicionamento na pauta ambiental, que levou o Brasil a sediar a Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente em 1992, bem como a constituição do bloco econômico Mercosul com a Argentina, o Uruguai e o Paraguai em 1991.<sup>32</sup>

A nova postura diplomática se refletiu na progressiva liberalização dos fluxos de capitais e do comércio exterior. No tocante aos fluxos de capitais estrangeiros, o Brasil continuaria a ter a coexistência dos mercados de câmbio flutuante (ou para turismo) e de câmbio livre (ou comercial), nos quais taxas de câmbio diferentes se aplicavam, por boa parte da década de 1990.<sup>33</sup> Contudo, já a partir de 1992 os controles de entrada e saída de capital do

---

<sup>29</sup> A postura de honrar a dívida externa e não entrar em conflito com credores internacionais se efetivou a partir de abril de 1991, quando Marcílio Marques Moreira substituiu Zélia Cardoso como chefe da pasta do então Ministério da Economia. Ver SALLUM JR, Governo Collor., p. 269.

<sup>30</sup> Uma nova lei conforme os padrões internacionais de propriedade intelectual aplicada a assuntos industriais só viria a ser promulgada em 1996, depois que o Brasil assumiu seu compromisso com o TRIPS por conta do acordo da OMC. De toda forma, a pressão externa, especialmente dos Estados Unidos, por uma legislação nova no Brasil para atender os padrões internacionais sobre patentes no setor farmacêutico, levou o governo Collor a elaborar o projeto de Código de Propriedade Industrial ainda em 1991. Ver *Ibid.*, p. 270. Ver também a Lei n.º 9.279, de 14 de maio de 1996, que regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial no Brasil.

<sup>31</sup> O Brasil tinha contenciosos com a Argentina sobre o uso de tecnologia nuclear até 1991, quando os dois países assinaram um acordo para realizar o uso pacífico de energia nuclear. Ver *Ibid.* Daí em diante o Brasil consolidou sua postura no sentido de cumprir o Tratado de Não Proliferação de Armas Nucleares, que reconhece Estados Unidos, Rússia, China, França e Reino Unido como os únicos países detentores de armas nucleares do mundo. Para mais informações sobre o tratamento diplomático dado pelo Brasil a assuntos envolvendo energia nuclear, ver o website do MRE sobre o tema. Disponível em: <<http://www.itamaraty.gov.br/pt-BR/politica-externa/paz-e-seguranca-internacionais/146-desarmamento-nuclear-e-nao-proliferao-nuclear#:~:text=Em%2018%20de%20julho%20de,exclusivamente%20pac%C3%ADfco%20da%20energia%20nuclear.>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>32</sup> Ver *Ibid.* O Mercosul viria a se tornar uma união aduaneira em 1994. Para mais informações sobre o bloco, ver a sua página brasileira na internet. Disponível em: <<http://www.mercosul.gov.br/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>33</sup> Os mercados cambiais brasileiros haviam sido centralizados pela Resolução n.º 851, de 29 de julho de 1983, do Conselho Monetário Nacional. No regime iniciado em 1983 a taxa de câmbio aplicável às operações que levassem à venda de câmbio seria administrada pelo Banco Central para evitar a escassez de divisas. Em 1988, passou a ser permitido a instituições financeiras e agências de turismo que aplicassem taxas de câmbio livremente convencionadas com os adquirentes de câmbio estrangeiro para fins de viagem para o exterior e esse segmento ficou conhecido como mercado de câmbio “flutuante”, ou “turismo” (ver Resolução n.º 1.552, de 22 de dezembro de 1988, do Conselho Monetário Nacional). Em 1990, o segmento de taxas de câmbio administradas foi liberalizado, passando o Banco Central a considerar o valor de fechamento diário das taxas aplicadas pelas instituições autorizadas a fazer operações de câmbio, e esse segmento passou a ser conhecido como mercado de câmbio “livre”, ou “comercial” (Ver Resolução n.º 1.960, de 18 de março de 1990, do Conselho Monetário

país tornaram-se ínfimos, tendo em vista que o Banco Central do Brasil passou a reconhecer os fluxos internacionais de capitais envolvendo o Brasil por mera declaração eletrônica.<sup>34</sup> No tocante à liberalização comercial, as proibições a importações foram abolidas, as barreiras não-tarifárias à importação de bens e serviços foram consistentemente mitigadas, bem como as tarifas de importação foram reduzidas em calendário de cortes progressivos, planejados conforme a Tabela 4.1, abaixo.<sup>35</sup>

---

Nacional). Para uma discussão sobre a coexistência desses segmentos de mercado para as operações de câmbio no Brasil, ver o estudo de Franco e Pinho Neto, que indica ter havido, em média, um ágio de 6% do segmento flutuante sobre o segmento livre ao longo da década de 1990. Ver FRANCO, Gustavo Barroso; PINHO NETO, Demosthenes Madureira de, **A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias**, [s.l.]: Departamento de Economia PUC-Rio (Brasil), 2004.

<sup>34</sup> O processo de liberalização dos fluxos de capitais internacionais do controle e da autorização governamental pode ter um marco zero estabelecido em 1991, com a abertura do mercado de capitais brasileiro diretamente para investidores não residentes. Ver Resolução n.º 1.289, de 20 de março de 1987, do Conselho Monetário Nacional, bem como a Instrução CVM n.º 161, de 21 de agosto de 1991, ambas posteriormente substituídas por outros normativos que aprofundaram a liberalização dos fluxos financeiros relativos à negociação em mercado de capitais. No âmbito das remessas de entrada e saída fora do mercado de capitais, a liberalização por mera declaração tem seu marco inicial com a publicação da Carta Circular n.º 2.259, de 20 de fevereiro de 1992, pelo Banco Central do Brasil, que se encontra hoje revogada por outros normativos que avançaram no sentido da liberalização dos fluxos de capitais. Ver também a nota 30 do segundo capítulo, acima. Sobre a evolução da regulação para a liberalização cambial, ver SALLUM JR, Governo Collor; FRANCO; PINHO NETO, **A desregulamentação da conta de capitais**. A necessidade de autorização e controle para os fluxos de IED ingressantes no Brasil ainda permanecem de forma localizada, especialmente em setores cuja exploração é competência da União, os quais muitas vezes são objeto de delegação para o setor privado via concessão, permissão ou autorização por meio de regulamentos que restringem o percentual possível por projeto para a exploração por empresas estrangeiras. Para os setores cuja exploração econômica é competência da União ver, principalmente, a Constituição Federal de 1988, artigo 21, inciso XII. O estudo de Thorstensen et al. mostra que, até 2012, existiam restrições via regulamentação do executivo federal para a exploração de contratos públicos por investimento estrangeiro nos setores de serviços postais, energia nuclear, saúde e aeroespacial. Ver THORSTENSEN, Vera *et al*, Investimentos, *in*: THORSTENSEN, Vera; OLIVEIRA, Ivan Tiago Machado (Orgs.), **Os BRICS na OMC: políticas comerciais comparadas de Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul**, Brasília: IPEA, 2012, p. 215–251.

<sup>35</sup> Os incentivos comerciais que permaneceriam seriam muito localizados, como os incentivos que permaneceram na Zona Franca de Manaus, ou os incentivos que permaneceram para indústrias de alto valor agregado, como informática, química, mecânica e biotecnologia, e para as indústrias nascentes. Ver SALLUM JR, Governo Collor. Sobre o calendário de redução das tarifas de importações do Brasil, ver PINHEIRO, Armando Castelar; BONELLI, Regis; SCHNEIDER, Ben Ross, Pragmatic Policy in Brazil: the political economy of incomplete market reform, **IPEA-Texto para Discussão**, v. TD 1035, 2004., p. 12-17.

**Tabela 4.1 Calendário do governo Collor para redução de tarifas de importação**

<b>Data programada</b>	<b>Média</b>	<b>Moda</b>	<b>Mediana</b>	<b>Varição</b>	<b>Desvio padrão</b>
1990	32,2%	40	30	0-105	19.6
1991 (janeiro)	25,3%	20	25	0-85	17.4
1992 (janeiro)	21,2%	20	20	0-65	14.2
1992 (outubro)	16,5%	20	20	0-55	10.7
1993 (julho)	14,9%	20	20	0-40	8.2
1995 (janeiro)	12,1%	14	20	0-20	6.1

Fonte: Adaptado pela autora.

Fonte: PINHEIRO; BONELLI; SCHNEIDER, Pragmatic Policy in Brazil, 2004, p. 14.

As mudanças empreendidas em torno da regulação de comércio esgotaram as atividades da CACEX e do Conselho de Política Aduaneira, que estabeleciam de forma coordenada a política de importação com a regulação cambial na lógica da industrialização por substituição de importações.<sup>36</sup> As funções remanescentes desses dois órgãos foram incorporadas, primeiramente, à Secretaria de Comércio Exterior, alocada no Ministério da Economia do governo Collor, vindo, posteriormente, no governo Itamar Franco, a ser fragmentadas entre o Ministério da Indústria, Comércio e Turismo; o Ministério da Fazenda; e o MRE. No governo Itamar Franco, embora a pauta do comércio internacional não tenha chegado a ser plenamente desenvolvida, cabia ao Ministério da Fazenda fiscalizar e controlar o comércio internacional de bens e serviços essenciais à política fiscal; ao Ministério da Indústria, Comércio e Turismo a defesa comercial, a promoção à exportação e as proteções remanescentes a importações; bem como ao MRE as negociações comerciais e a promoção das

<sup>36</sup> Sobre o papel da CACEX e do Conselho de Política Aduaneira na industrialização por substituição de importações, ver BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **CARTEIRA DE COMERCIO EXTERIOR DO BANCO DO BRASIL (CACEX)**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/carteira-de-comercio-exterior-do-banco-do-brasil-cacex>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **CONSELHO DE POLITICA ADUANEIRA (CPA)**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/conselho-de-politica-aduaneira-cpa>>, acesso em: 12 jan. 2021. Sobre o contexto de esgotamento das funções de ambos os órgãos no governo Collor, ver SALLUM JR, Governo Collor.



exportações brasileiras no exterior.<sup>37</sup>

De forma associada às medidas de liberalização comercial, o governo Collor chegou a lançar uma Política Industrial e de Comércio Exterior, com o objetivo de institucionalizar no governo as diretrizes de integração competitiva que haviam se tornado a prioridade estratégica do BNDES a partir de 1985.<sup>38</sup> Ocorre que, nesse campo, o governo Collor não foi capaz de avançar porque qualquer regulação relacionada à política industrial implicaria em discussão sobre o aumento do gasto público e dependeria de um ajuste fiscal bem sucedido. No caso, as privatizações ainda estavam no seu início quando o governo Collor chegou ao fim por impeachment e, no curso desse governo, não foi efetivada uma política monetária capaz de conter a inflação.<sup>39</sup>

Um projeto de longo prazo para a estabilização monetária no Brasil só teria início no governo Itamar Franco.<sup>40</sup> Em 1994, a equipe econômica do Ministério da Fazenda, que tinha o futuro presidente FHC<sup>41</sup> como chefe, elaborou o Plano Real.<sup>42</sup> O governo obteve êxito no controle da inflação por meio da criação da Unidade Real de Valor, desindexada do padrão de valor monetário anterior, o Cruzeiro Real, e dotada de paridade cambial com o Dólar.<sup>43</sup> De 1995 em diante, já no governo FHC, a inflação no Brasil se manteve sob controle por um tempo, às custas da adoção de taxas de juros altas e da valorização do Real frente ao

---

<sup>37</sup> Ver o trabalho de Ivan Fernandes sobre a reorganização da política de comércio exterior entre o governo Itamar Franco e o governo FHC. FERNANDES, Ivan Filipe de Almeida Lopes, A construção institucional da política comercial brasileira: a Câmara de Comércio Exterior (CAMEX) no governo Cardoso, **Revista de Sociologia e Política**, v. 21, n. 45, p. 123–148, 2013. Ver também a Lei n.º 8.490, de 19 de novembro de 1992, que estabeleceu a organização dos ministérios no governo Itamar.

<sup>38</sup> Ver a nota 156 do terceiro capítulo, acima, e o texto que esta acompanha.

<sup>39</sup> Sobre a tentativa mal sucedida do governo Collor de emplacar uma política industrial orientada para a integração competitiva, ver SALLUM JR, Governo Collor.

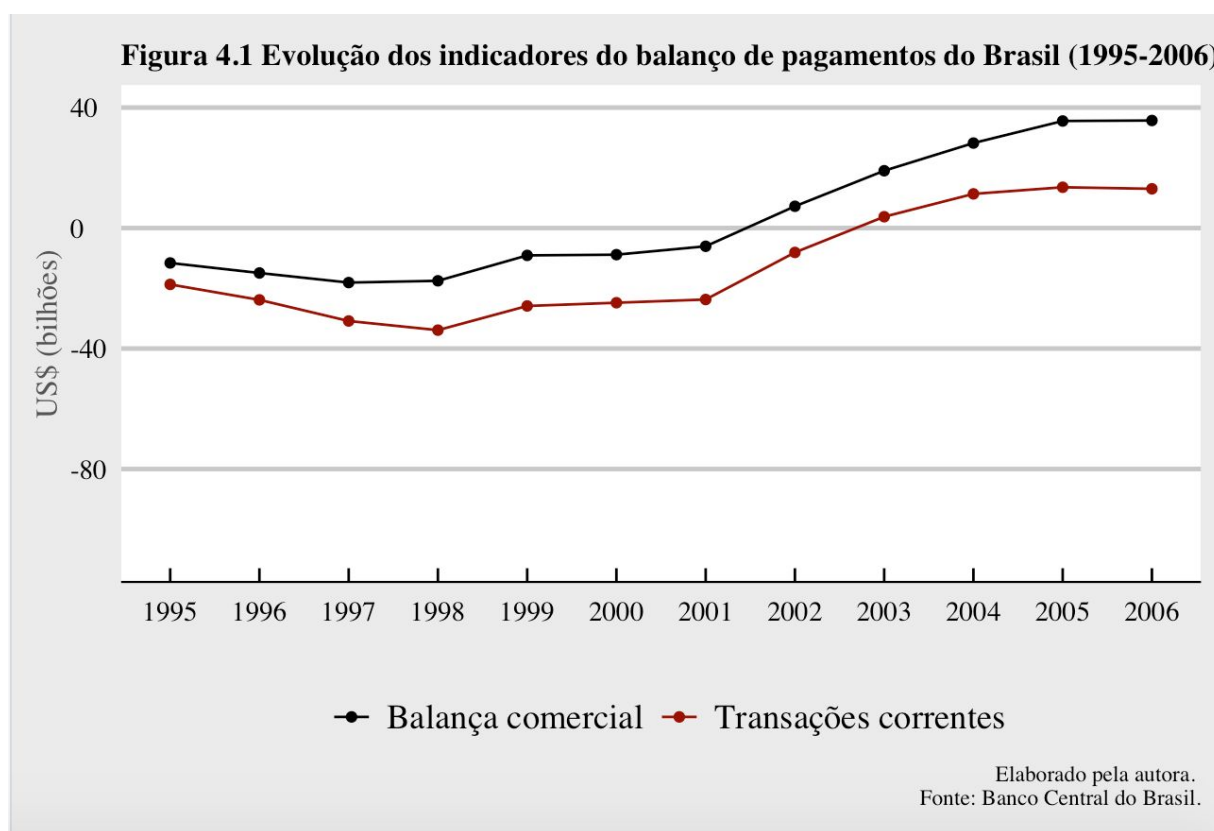
<sup>40</sup> Anteriormente a isso, houve, ainda no governo Sarney, a tentativa de estabilização com o Plano Cruzado. O Plano Collor também tinha metas de estabilização econômica. Contudo, não se obteve êxito com nenhum dos dois. Sobre as propostas e resultados de tais planos, ver CARVALHO, Carlos Eduardo, As origens e a gênese do Plano Collor, **Nova Economia**, v. 16, n. 1, p. 101–134, 2006; CARVALHO, Carlos Eduardo, O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção?, **Economia**, v. 4, n. 2, p. 283–331, 2003.

<sup>41</sup> FHC é um intelectual influente no Brasil e no exterior, sendo autor de inúmeros artigos acadêmicos e livros, assim como coautor do livro “Dependência e Desenvolvimento na América Latina”, publicado originalmente no Chile, em 1969, e amplamente discutido no terceiro capítulo desta tese. FHC estava exilado no Chile nessa época por causa da Ditadura Militar, e elaborou a teoria do desenvolvimento associado ao capital estrangeiro, de que trata o livro, com o seu co-autor, Enzo Faletto. Ver CARDOSO, Fernando Henrique; FALETTO, Enzo, **Dependência e desenvolvimento na América Latina**, Edição: 8. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2004.

<sup>42</sup> Ver BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **Plano Real**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/plano-real>>, acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>43</sup> A regulação do Plano Real passou pela aprovação de diversas medidas provisórias até ser consolidada na Lei n.º 8.880, de 27 de maio de 1994.

Dólar, que se manteve estável após a implementação do Plano Real enquanto as reservas internacionais do país se mantiveram crescentes, garantindo liquidez ao câmbio brasileiro no mercado internacional.<sup>44</sup> A valorização do Real teve efeito indesejável no balanço de pagamentos, causando déficits crescentes na balança comercial e nas transações correntes do Brasil entre 1995-1998 (ver Figura 4.1).<sup>45</sup> Em 1998, contudo, foi a conjuntura econômica internacional ocasionada pela crise da Ásia, que eclodiu no ano anterior, o fator determinante para o governo elaborar um plano baseado em metas de inflação.<sup>46</sup>

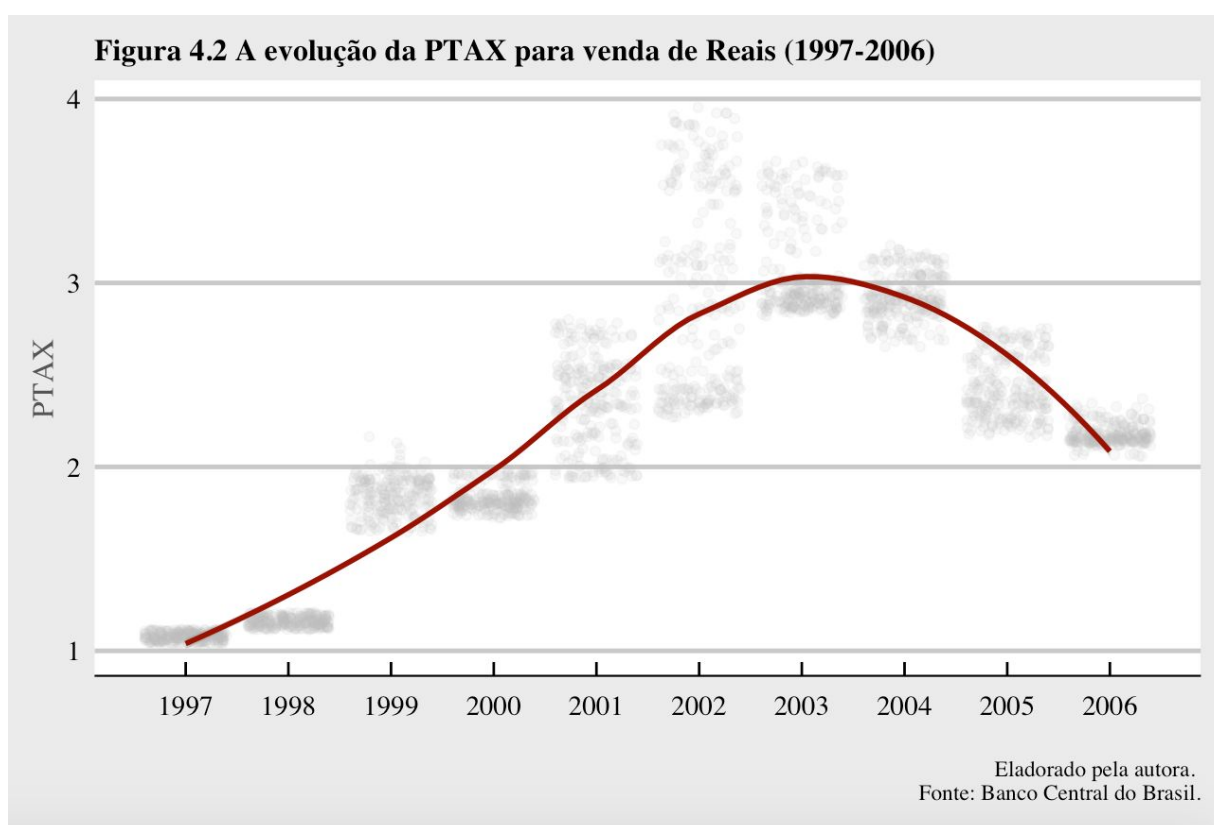


<sup>44</sup> A dinâmica da política macroeconômica no Brasil de 1995, no início do governo FHC, até 1999, quando a política de metas de inflação foi institucionalizada, é explicada em perspectivas diferentes nos trabalhos de Couto e Baia, Bresser-Pereira e Diniz, e Fernandes. COUTO, Cláudio; BAIA, Paulo, Lula's administration: The limits of change, *in: Latin American Studies Association Congress*, Puerto Rico: LASA, 2006, v. 1518. A autora não obteve dados primários sobre a posição do Brasil em relação às suas reservas internacionais, pois a série histórica disponibilizada pelo Banco Central do Brasil no seu website informa dados sobre esse indicador iniciando em 2000. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/seriehistresint.asp?frame=1>>. Acesso em: 12 jan. 2021. A afirmação sobre a liquidez proporcionada pelas reservas internacionais depositadas no Brasil foi obtida na documentação do CPDOC sobre o Plano Real. Ver BRASIL, **Plano Real**.

<sup>45</sup> Os déficits no balanço de pagamentos brasileiro foram pontualmente administrados com o aumento das tarifas de importação entre 1995 e 1998, durante o primeiro governo FHC. Ver PINHEIRO; BONELLI; SCHNEIDER, Pragmatic Policy in Brazil : the political economy of incomplete market reform., p. 12-17.

<sup>46</sup> Ver FRAGA, Armínio, Dez Anos de Metas para a Inflação, *in: BANCO CENTRAL DO BRASIL (Org.), Dez anos de metas para inflação no Brasil 1999-2009*, Brasília: Banco Central do Brasil, 2011, p. 25-34.

As análises sobre a crise financeira na Ásia no final dos anos 1990 apontam que esta teria iniciado na Tailândia, quando, em 1997, o governo local deteriorou sua posição em reservas internacionais na tentativa de reverter a depreciação intensa no momento experimentada no câmbio da moeda local.<sup>47</sup> Os efeitos da crise asiática foram sentidos no Brasil principalmente no ano de 1999, depois que a fuga de capital estrangeiro<sup>48</sup> influenciou a depreciação dos indicadores do balanço de pagamentos do país (ver Figura 4.1) e do câmbio do Real em relação ao Dólar (ver figura 4.2). A desvalorização do Real, consequentemente, causou o aumento da dívida externa do Brasil, já que esta é indexada em Dólar.<sup>49</sup>



<sup>47</sup> Existem inúmeras causas para explicar a crise da Ásia de 1997, amplamente debatidas na literatura, que envolvem não apenas o mercado de câmbio, mas também o mercado de crédito das economias asiáticas. De toda forma, existe consenso no sentido de que a crise asiática de 1997 estourou com a desvalorização da moeda tailandesa, o *Baht*. Ver GOLDSTEIN, Morris, **The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications**, Washington, D.C.: Peterson Institute, 1998.

<sup>48</sup> Dados de Couto e Baia mostram que a depreciação das reservas internacionais no Brasil iniciou antes, tendo havido queda acentuada entre 1997-1998, vindo a posição do país a se recuperar, ainda que de forma tímida, em 1999. Ver COUTO; BAIA, Lula's administration.

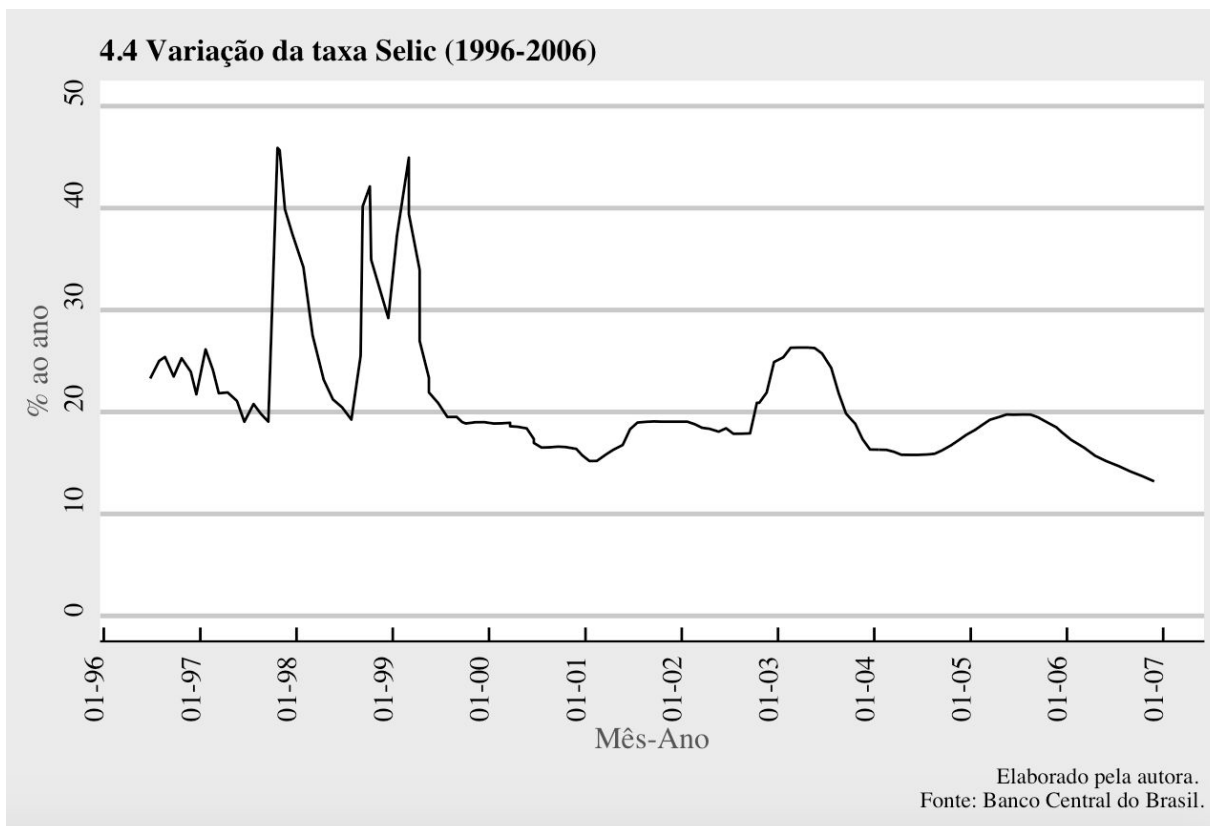
<sup>49</sup> Dados primários sobre a dívida externa brasileira nesse período estão disponíveis em CERQUEIRA, **Dívida externa brasileira**. Ver também os dados e a narrativa de de Couto e Baia sobre os efeitos da crise asiática no Brasil. COUTO; BAIA, Lula's administration.

Uma recuperação das reservas internacionais perdidas começou a se consolidar no final do ano 2000 (ver Figura 4.3), embora tenha havido ainda uma queda significativa ao longo desse ano. A depreciação do Real só iniciou uma trajetória reversa em 2003, já no primeiro governo Lula (ver Figura 4.2), e gerou pressões inflacionárias severas até então. Os economistas Couto e Baia explicam que, para conter os efeitos da crise asiática, o Banco Central do Brasil aumentou a taxa Selic várias vezes entre 1997 e 2000,<sup>50</sup> como mostra a Figura 4.4, abaixo, e o ex-presidente FHC chegou a negociar um pacote de ajuda financeira com o FMI.<sup>51</sup>



<sup>50</sup> Como explicam De Conti, Prates e Plihon, os países em desenvolvimento se localizam em zona periférica do sistema monetário internacional. Isso significa que o câmbio das moedas desses países é mais vulnerável a choques externos que as “moedas centrais”, que são, em ordem de relevância, o Dólar dos Estados Unidos, o Euro, as moedas de outros países desenvolvidos. Quando uma crise cambial ou uma crise financeira ocorre, a fuga de capital tende a ocorrer em todos os países periféricos, diante da preferência dos investidores de portfólio pela manutenção de reservas e investimentos em moedas centrais. As taxas de juros básicas da economia de países em desenvolvimento tendem a ser mais altas que as de países desenvolvidos, exatamente como um prêmio para os investidores que optam por neles alocar capital, diante dos riscos envolvidos. Ver DE CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique, A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos, **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341–372, 2014.

<sup>51</sup> COUTO; BAIA, Lula’s administration. Ver também CERQUEIRA, **Dívida externa brasileira**.



Em 1999, então, diante de tal conjuntura econômica internacional, o segundo governo FHC elaborou um plano de metas de inflação, o que representou o início de uma longa trajetória de comprometimento do Brasil com o tripé macroeconômico característico de um pensamento econômico ortodoxo, ou neoliberal.<sup>52</sup> Esse tripé macroeconômico estabelece como indicativos de uma economia aberta e estável a geração de superávit primário do setor público,<sup>53</sup> junto com um sistema de metas que mantenha a inflação sob controle e o uso de taxas de câmbio flutuantes em torno da oferta e da demanda por moeda estrangeira. A geração de superávit primário ao final de um ano sinaliza para o mercado internacional que um país é

<sup>52</sup> Para um balanço sobre os 10 primeiros anos de implementação das metas de inflação, ver BANCO CENTRAL DO BRASIL (Org.), **Dez anos de metas para inflação no Brasil 1999-2009**, Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.

<sup>53</sup> O superávit primário do setor público é obtido por meio da subtração positiva das receitas pelas despesas do governo em um dado ano, excluindo os gastos com juros. Os regimes de metas de inflação também observam o comportamento da balança comercial, buscando a manutenção de superávits também a esse respeito, uma vez que variações nos preços das importações e exportações estão correlacionadas com as variações da taxa de câmbio e com a inflação. Ver *Ibid.* Sobre a correlação entre a balança comercial e as metas dos regimes de meta de inflação, ver BARBOSA-FILHO, Nelson H., Inflation targeting in Brazil: 1999–2006, **International Review of Applied Economics**, v. 22, n. 2, p. 187–200, 2008. A literatura sobre o novo desenvolvimentismo caracteriza os regimes de meta de inflação tradicionais como neoliberais, como voltará a ser discutido neste tópico. Ver BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos, O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional, **São Paulo em Perspectiva**, v. 20, n. 3, p. 5–24, 2006.

capaz de manter saúde financeira em relação às contas públicas e depende da responsabilidade fiscal de cada governo.<sup>54</sup> Já a meta de inflação demonstra que um país está comprometido com a estabilidade dos preços locais, demandando, no caso de muitos países, incluindo o Brasil, uma coordenação com a taxa de juros básica da economia. No caso brasileiro, o Conselho Monetário Nacional define a meta de inflação para um período anual, a partir das recomendações do Ministro da Fazenda,<sup>55</sup> devendo o Banco Central perseguir tal meta, e cabendo ao Comitê de Política Monetária recomendar a taxa Selic mais apropriada para a meta de inflação.<sup>56</sup> A regulação cambial com um regime único de câmbio flexível demonstra o comprometimento de um país em não usar a administração das taxas de câmbio para fins inflacionários.<sup>57</sup>

A regulação cambial e de controle da inflação é objeto de visões conflitantes entre economistas ortodoxos e heterodoxos. O regime cambial pode servir para o controle da inflação, já que a variação do preço do câmbio tende a gerar pressões inflacionárias. Isso acontece, por exemplo, se o Real, como moeda nacional, estiver muito valorizado em relação ao Dólar estadunidense e gerar uma elevação artificial dos preços dos produtos brasileiros em relação aos preços a eles atribuídos em dólar.<sup>58</sup> O comprometimento com uma taxa de câmbio flutuante não impede o governo de influenciar a variação do preço da moeda nacional via compra e venda de reservas cambiais pelo Banco Central, mas isso também não é uma medida bem vista em uma visão econômica mais ortodoxa. Considerando que a apreciação do câmbio e outros fatores domésticos vão causar pressões inflacionárias, resta ao governo buscar atender as metas de inflação mediante o aumento da taxa de juros básica, motivo pelo qual a taxa Selic

---

<sup>54</sup> No Brasil, está em vigor desde 2000 a Lei de Responsabilidade Fiscal, com regras e incentivos voltados para auxiliar os governo na meta de geração de superávit primário. Ver Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000.

<sup>55</sup> O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil foram instituídos em 1964 e têm, desde então, suas funções reguladas pela Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964. O Decreto n.º 3.088, de 21 de junho de 1999, que estabeleceu as metas de inflação, atribuiu funções a tais órgãos da Administração Pública Federal conforme o marco legal de 1964.

<sup>56</sup> Ver Decreto n.º 3.088, de 1999, que define a sistemática para o regime de metas de inflação aplicável ao Brasil. O Comitê de Política Monetária, também conhecido como Copom, havia sido criado pelo Banco Central em 1996 e assumiu a função de estabelecer a meta da taxa Selic para fins de controle da inflação pela Circular n.º 2.900, de 24 de junho de 1999, do Banco Central do Brasil, que atualmente encontra-se revogada pela Circular n.º 3.868, de 19 de dezembro de 2017, do Banco Central do Brasil.

<sup>57</sup> Ver BANCO CENTRAL DO BRASIL (Org.), **Dez anos de metas para inflação no Brasil 1999-2009**.

<sup>58</sup> Esse é um exemplo hipotético do economista Bresser-Pereira no seu trabalho. Ver BRESSER-PEREIRA, O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional.

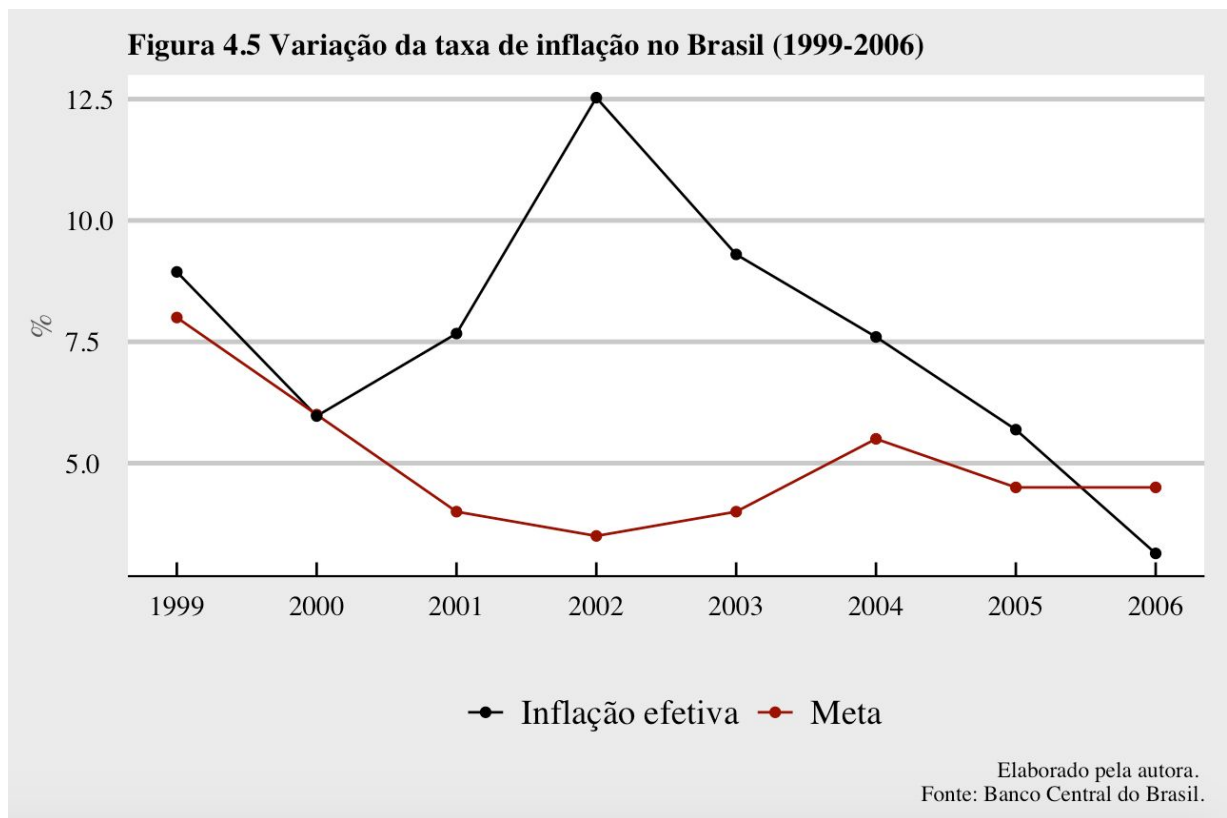
foi historicamente elevada no Brasil (ver Figura 4.4, acima; e Figura 4.9, abaixo).<sup>59</sup>

Mas, como Couto e Baia explicam, essas medidas como articuladas até o final da década de 1990 foram pouco para uma estabilização de longo prazo da economia. A fuga de capital cresceu consideravelmente em maio do ano 2000, como mostra a Figura 4.3, acima, junto com a depreciação contínua do Real (ver Figura 4.2) e o aumento da inflação (ver Figura 4.5, abaixo). O ex-presidente FHC determinou que o Banco Central não interviesse na flutuação da taxa de câmbio do Real mesmo nesse cenário, o que fez o Banco Central aumentar a taxa Selic novamente entre 2001-2002, ainda que limitadamente comparado ao final dos anos 1990 (ver Figura 4.4, acima).<sup>60</sup> Como resultado desses eventos e dos esforços de institucionalização da política de metas de inflação, o ex-presidente FHC conseguiu entregar para o primeiro governo Lula uma economia estável em termos monetários no início de 2003.

---

<sup>59</sup> Para uma revisão geral desses contrapontos entre pensamento ortodoxo e heterodoxo, ver COUTO; BAIA, Lula's administration. Vale mencionar que desde 2019 a taxa Selic vem sendo objeto de cortes drásticos, no contexto do governo de Jair Bolsonaro. Ver dados publicados no website do Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://dadosabertos.bcb.gov.br/dataset/11-taxa-de-juros---selic>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>60</sup> O Banco Central não interveio diretamente na taxa de câmbio, mas utilizou intervenções cambiais esterilizadas, pela compra de divisas. Para um relato sobre o uso de intervenções cambiais esterilizadas e seu impacto no contexto brasileiro, ver CHANG, Roberto, **Inflation targeting, reserves accumulation, and exchange rate management in Latin America**, [s.l.]: Banco de la República, 2008.



Ocorre que o segundo governo FHC deixou a descoberto outras pautas econômicas. Sua falta de atenção à produtividade doméstica é apontada como uma razão relevante para a ausência de crescimento real do PIB nos quatro anos de governo e para uma taxa de desemprego acumulada em 12,9% em 2002, resultados esses que o PT exploraria intensamente na sua campanha presidencial.<sup>61</sup>

O consenso neoliberal sobre a estabilidade macroeconômica sugere ser essencial a geração de superávit primário como prova de disciplina fiscal, mas não põe a mesma ênfase de superávit sobre o resultado das transações correntes no balanço de pagamentos do país, que consiste na parte das contas públicas relativa à posição do país em relação ao setor externo. Por esse motivo, a visão neoliberal, ou ortodoxa, é objeto de crítica

<sup>61</sup> Essa era a situação do Brasil conforme dados de Couto e Baia e dados oficiais sobre o desemprego no Brasil de acordo com o IBGE. Ver COUTO; BAIA, Lula's administration; INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA, **Pesquisa Mensal de Emprego - PME**, disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9180-pesquisa-mensal-de-emprego.html?edicao=17949&t=sobre>>, acesso em: 12 jan. 2021.



entre economistas heterodoxos.<sup>62</sup> Estudos acadêmicos ligados ao novo desenvolvimentismo sugerem ser problemático para um país em desenvolvimento a meta de superávit primário sem superávit no balanço de pagamentos, especificamente sem superávit no saldo das transações correntes.<sup>63</sup> O indicador das transações correntes representa a posição líquida em relação ao fluxo total de capitais no país e esteve historicamente em déficit no contexto brasileiro (ver Figura 4.1, acima). De acordo com a visão neodesenvolvimentista, os déficits nas transações correntes foram constantes e causaram consequências negativas, na verdade, em toda a América Latina nos anos 1990.<sup>64</sup>

Já que nos países latino-americanos os mercados financeiros locais não são bem desenvolvidos, a produção local tem que contar com capital levantado principalmente no mercado financeiro internacional.<sup>65</sup> Ao lado disso, o aumento das reservas internacionais tende a apreciar as moedas locais, aumentando os custos dos setores exportadores, que vão pagar mais caro pela conversão envolvendo o Dólar.<sup>66</sup> Em acréscimo às pressões cambiais, a dependência de fontes financeiras estrangeiras tende a reduzir a competitividade internacional das empresas locais, que vão provavelmente pagar mais que concorrentes estrangeiras para levantar o mesmo tipo de recurso financeiro. Além disso, o excesso de credores estrangeiros prejudica a capacidade de poupança nacional, já que a maior parcela da remuneração paga pela indústria local pelo capital que as financia vai, em forma de dividendos, para o exterior.<sup>67</sup>

O grupo intelectual associado ao novo desenvolvimentismo já vinha criticando o tripé macroeconômico neoliberal e sugerindo sua substituição por um tripé

---

<sup>62</sup> O economista brasileiro Luiz Carlos Bresser-Pereira lidera o debate do novo desenvolvimentismo. Ver BRESSER-PEREIRA, O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional; BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos, The Macroeconomic Tripod and the Workers' Party Administration, *in*: PEREIRA, A.W.; MATTEI, L. (Orgs.), **The Brazilian Economy Today**, London: Palgrave, 2015, p. 121–134.

<sup>63</sup> Ver, principalmente, BRESSER-PEREIRA, O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional.

<sup>64</sup> Bresser-Pereira também aborda essa questão situada no contexto da América Latina. *Ibid.*

<sup>65</sup> Vários estudos empíricos relativos à política monetária brasileira apontam para a dependência das empresas brasileiras de crédito denominado em dólar, ou de crédito de bancos estrangeiros, ainda que denominado em Real. Ver KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo, Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience, **New Political Economy**, v. 23, n. 3, p. 290–313, 2018. Ver também CHANG, **Inflation targeting, reserves accumulation, and exchange rate management in Latin America**. (apontando ser a dependência de fontes de crédito estrangeiras a realidade também das empresas em outros países da América Latina, incluindo Chile, Colômbia e Peru).

<sup>66</sup> Ver CHANG, **Inflation targeting, reserves accumulation, and exchange rate management in Latin America**.

<sup>67</sup> A correlação entre as fontes de crédito disponíveis para as empresas locais e a acumulação de riqueza local é uma das principais bases do pensamento neodesenvolvimentista. Ver BRESSER-PEREIRA, O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional.

desenvolvimentista desde o final dos anos 1990.<sup>68</sup> A visão do novo desenvolvimentismo também se baseia em disciplina fiscal, flexibilidade cambial e controle da inflação, mas com a prioridade de garantir um ambiente de estabilidade financeira favorável à industrialização local, ao invés de ter como foco central sinalizar disciplina fiscal para o mercado internacional. Para isso, o governo, de acordo com o novo desenvolvimentismo, deveria manter compromisso de superávit fiscal, incluindo um superávit do saldo das transações correntes, e conciliá-lo com o aumento do investimento público na indústria, com o objetivo de aumentar a poupança local no longo prazo. Em acréscimo, o Banco Central deveria ter o duplo mandato de acompanhar o controle da inflação, e também o controle do balanço de pagamentos, para o que seriam utilizadas, respectivamente, a taxa de juros e a taxa de câmbio. O regime cambial continuaria livre, mas o Banco Central deveria adquirir ou vender reservas internacionais para depreciar a moeda local quando sua apreciação estivesse causando déficit no saldo das transações correntes e/ou pressões inflacionárias. A taxa de juros continuaria a ser um mecanismo de controle da inflação, mas deveria ser reduzida rapidamente quando permitido pelo contexto macroeconômico, assim como ser sempre mantida no nível mais baixo possível.<sup>69</sup>

Com isso, o pensamento desenvolvimentista do século XXI aponta que as variáveis em jogo para a falta de poupança nacional envolvem não apenas a parte comercial do balanço de pagamentos, mas também a parte financeira, já que manter a taxa de juros baixa e o câmbio competitivo seria essencial para a poupança local. Ocorre que, pragmaticamente, o controle sobre a taxa básica de juros da economia, seria algo bastante desafiador para os países em desenvolvimento na virada para o século atual. O pensamento contemporâneo sobre a divisão internacional de trabalho indica que a economia global vem caminhando desde meados do século passado para uma concentração nas rendas geradas pelos fluxos internacionais não apenas de bens, mas também de capital, seja tal capital para fins produtivos, como o IED, seja capital para fins especulativos, como normalmente são os fluxos para fins de portfólio.<sup>70</sup> Nesse

---

<sup>68</sup> Houveram várias contribuições intelectuais no campo do novo desenvolvimentismo no Brasil desde o início dos anos 2000, principalmente na Revista Brasileira de Economia Política. Sobre as raízes do movimento no final da década de 1990, ver BRESSER-PEREIRA; DINIZ, Empresariado industrial, democracia e poder político.

<sup>69</sup> O modelo básico da proposta macroeconômica do novo desenvolvimentismo pode ser encontrado em BRESSER-PEREIRA, O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional.

<sup>70</sup> Apesar disso, a maior parte dos estudos sobre a divisão internacional do trabalho ainda tem por foco os fluxos comerciais. Ver a revisão crítica sobre esse campo em NOIJE, Paulo Van; DE CONTI, Bruno, A vulnerabilidade

sentido, a posição internacional de investimentos dos países em desenvolvimento é de vulnerabilidade no sentido de ser propícia à fuga de capital, o que esses países procuram mitigar exatamente a partir do uso de taxas de juros mais elevadas.<sup>71</sup>

A atividade intelectual no âmbito do novo desenvolvimentismo no Brasil foi logo identificada com a ascensão do PT à presidência do país<sup>72</sup> e certamente existem coincidências entre ambos. Enquanto movimento intelectual, o novo desenvolvimentismo representa uma teoria normativa para reconciliar disciplina fiscal e desenvolvimento no contexto dos países emergentes. A proposta política do PT enquanto partido também ia no sentido de preservar a estabilidade macroeconômica promovendo mais gastos públicos ao mesmo tempo. Mas um rompimento com a visão neoliberal sobre política monetária nunca ocorreu durante a “Era PT”, nem mesmo como proposta nos documentos de campanha de 2002. Ao contrário, ao longo da campanha presidencial daquele ano, Lula escreveu uma paradigmática carta ao povo brasileiro, mas claramente direcionada ao setor produtivo e financeiro, em que associava sua eleição a um compromisso sem reservas com o modelo em vigor para a preservação da estabilidade macroeconômica e com o respeito aos contratos privados em vigor no Brasil.<sup>73</sup>

É correto afirmar que a campanha do PT em 2002 enfatizou a inclusão social e a redução da dependência de fontes de financiamento estrangeiras como temas prioritários. O programa de governo destacava também que, se Lula fosse eleito, o Brasil depositaria mais energia em esforços de política industrial. Mas as reformas econômicas concretas propostas no documento de campanha de 2002 endereçavam, mesmo assim, a necessidade de manter os gastos públicos sob controle. Algumas propostas sugeriam que investimentos públicos ocorreriam para lidar com o déficit de infraestrutura e a desigualdade na distribuição de renda. Mas isso ocorreria necessariamente em ambiente de austeridade, já que o programa de 2002, como a carta de Lula aos brasileiros, firmou compromisso claro com a preservação dos

---

externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010, **Nova Economia**, v. 26, n. 1, p. 207–239, 2016.

<sup>71</sup> Conforme sugerem Noije e De Conti, isso leva à perda estrutural de poupança doméstica, seja em tempos de crise ou de liquidez internacional, pois as rendas extraídas a partir do capital que ingressa nesses países tendem a ser sempre maiores que as rendas extraídas a partir do capital que sai desses países na direção de economias desenvolvidas. Essa lógica de perda de poupança a partir dos fluxos de capitais será retomada de forma aplicada ao Brasil ao final desta seção. Ver *Ibid.*

<sup>72</sup> Essa associação é feita principalmente na literatura de direito e desenvolvimento sobre o novo ativismo estatal no Brasil. Ver TRUBEK; SCHAPIRO; COUTINHO, *New State Activism in Brazil and the Challenge for Law*.

<sup>73</sup> Ver SILVA, *Carta ao Povo Brasileiro*.

superávits primários, do sistema de metas de inflação e do regime de câmbio flutuante, que foram articulados como as condições necessárias para o funcionamento da economia nacional.<sup>74</sup>

As medidas do documento de campanha de 2002 para promover a produtividade, a poupança, e a oferta de emprego nacional envolviam, concretamente, a redução de custos de transação para as empresas via reforma tributária para diminuir os custos de produzir bens e serviços de maior valor agregado no Brasil. Os investimentos em infraestrutura se concentrariam nos setores de energia, transporte e educação superior e era esperado que impactassem positivamente o setor nacional de construção civil, gerando mais empregos no curto prazo e contribuindo para a melhoria da renda dos brasileiros. A melhoria na produtividade da indústria nacional e a redução do déficit de infraestrutura no país contribuiriam para aumentar o volume e o valor agregado às exportações de empresas brasileiras, o que colaboraria para se alcançar um balanço de pagamentos positivo junto com o superávit primário. No longo prazo, os investimentos em inovação tecnológica na indústria e a melhoria da infraestrutura deveriam manter as taxas de emprego altas.<sup>75</sup>

Entre as propostas do plano de governo de 2002, o PT mencionou ainda que fontes de financiamento públicas e privadas deveriam ser canalizadas para a indústria, devendo o setor privado nacional dar prioridade às fontes de capital domésticas. O crédito público seria destinado principalmente à inovação e à infraestrutura e sairia de agências financeiras diversas, entre as quais estão a Caixa Econômica Federal, o BNDES e a FINEP. Como o BNDES era o maior dos bancos públicos envolvidos e, entre estes, tem o mandato mais aberto, o PT já esperava antes da primeira eleição de Lula que ele fosse o principal financiador de uma possível política industrial mais direcionada, a qual só seria efetivamente proposta ao longo do governo.<sup>76</sup>

A visão neoliberal sobre as medidas regulatórias para promover disciplina fiscal era normalmente endossada por atores ligados ao mercado financeiro, como investidores institucionais e seus intermediários, sendo estes nacionais ou estrangeiros. Mas outros grupos

---

<sup>74</sup> Ver o documento de campanha do PT para as eleições presidenciais de 2002. PARTIDO DOS TRABALHADORES, Plano de Governo de 2002: Um Brasil para Todos.

<sup>75</sup> *Ibid.*

<sup>76</sup> Ver *Ibid.* Ver também, ainda nesta seção, abaixo, o debate sobre a PITCE e a PDP, políticas industriais que viriam a ser lançadas nos governos Lula.

ligados ao setor privado brasileiro, notadamente no setor produtivo industrial, já estavam mais abertos para uma opção de centro-esquerda como o PT para a Presidência da República na campanha eleitoral de 2002, por identificar os efeitos negativos das reformas monetaristas para a indústria. No âmbito do IEDI, uma das associações empresariais paralelas ao sistema sindical no setor corporativo industrial, e que comporta uma vocação mais acadêmica, circulavam estudos críticos produzidos ainda na década de 1990 que rejeitavam as visões ortodoxas puramente monetaristas sobre a política macroeconômica e sugeriam que a redução da taxa de juros e a depreciação do Real em relação ao Dólar seriam essenciais para a competitividade da indústria nacional.<sup>77</sup> Nos seus ambientes de organização coletiva, então, especialmente por meio da FIESP e da CNI, que a partir do final do governo FHC vinham coordenando a pauta das associações empresariais de fora do sistema sindical oficial,<sup>78</sup> o setor industrial vinha pressionando por um projeto mais concreto de integração competitiva.

Não foi por acaso a escolha do vice-presidente que acompanharia Lula nas duas eleições presidenciais em que este viria a ser eleito. José Alencar, empresário de longa carreira que ingressou na política partidária nos anos 1990, foi um dos fundadores, em 1967, da Coteminas, hoje multinacional brasileira do setor têxtil. O vice-presidente de Lula era politicamente ativo nas associações empresariais no seu estado de origem, Minas Gerais, desde os anos 1960.<sup>79</sup> Depois da redemocratização do Brasil, veio a ser presidente da Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais e filiou-se ao PMDB, partido pelo qual seria eleito senador em 1999.<sup>80</sup> Em 2001, após desavenças no seu partido de origem, filiou-se ao Partido Liberal e foi um articulador pessoal do apoio do partido à candidatura de Lula em 2002. Ao longo dos governos Lula, Alencar procurou pressionar principalmente pelo fim da política de

---

<sup>77</sup> Para uma revisão da atuação da IEDI na década de 1990, ver BRESSER-PEREIRA; DINIZ, Empresariado industrial, democracia e poder político.

<sup>78</sup> O estudo de Diniz e Boschi demonstra que as associações empresariais que representaram o distanciamento do setor industrial do governo militar na década de 1970 acabaram por se reorganizar em torno da ação da FIESP e da CNI nos anos 1990 para fins de negociação com os governos da época, embora tenham continuado suas atividades associativas independentes. Ver DINIZ; BOSCHI, Empresariado e estratégias de desenvolvimento.

<sup>79</sup> Durante a ditadura militar, José Alencar foi presidente da Associação Comercial de Ubá, entre 1965 e 1966; bem como diretor da Associação Comercial de Minas, em 1973, duas associações empresariais extra corporativas. Ver BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **José Alencar Gomes da Silva**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <[http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/alencar-jose?gclid=Cj0KCCQiAnb79BRDgARIsAOVbhRqHbM8PbDFdAgstA\\_1psa6unAol0V-ks5rw19x5jOJxARqOICsUQpwaAtydEALw\\_wcB](http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/alencar-jose?gclid=Cj0KCCQiAnb79BRDgARIsAOVbhRqHbM8PbDFdAgstA_1psa6unAol0V-ks5rw19x5jOJxARqOICsUQpwaAtydEALw_wcB)>, acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>80</sup> Alencar foi presidente da Federação das Indústrias do Estado de Minas Gerais entre 1989 e 1995. Ele era, ainda, senador eleito pelo Estado de Minas Gerais e vice-presidente da CNI quando veio a tornar-se vice-presidente na chapa de Lula para as eleições presidenciais de 2002. Ver *Ibid*.

juros altos para administrar as metas de inflação, no que não obteve sucesso.<sup>81</sup> Contudo, como representante do empresariado, Alencar acompanharia Lula durante toda a sua trajetória como presidente.<sup>82</sup>

O foco das demandas do setor industrial estava principalmente em melhorar a capacidade de exportação da indústria brasileira. Por isso, as pressões do setor industrial são vistas como a principal razão para a criação, primeiro, da CAMEX, em 1995, para concentrar a pauta do comércio internacional. Essa pauta havia sido dividida anteriormente, no governo Itamar Franco, e estava dispersa nos diferentes ministérios que opinavam e definiam prioridades sobre o tema.<sup>83</sup> Após, em 1998, o empresariado teria sido ainda mais decisivo para a criação do MDIC.<sup>84</sup> Esse novo ministério passou a abrigar a CAMEX e deveria concentrar toda a pauta de comércio exterior, embora muitas questões ligadas ao crédito para a exportação e às negociações comerciais tenham permanecido como atribuições do Ministério da Fazenda e do MRE.<sup>85</sup>

Uma vez que Lula foi eleito, o setor industrial abriu diálogo imediato com o governo, tanto que os representantes de grupos empresariais bem estabelecidos no país ocuparam mais espaço no CDES do que qualquer outra representação da sociedade civil.<sup>86</sup> O setor empresarial se engajou de forma coerente com as demandas dos anos 1990, procurando influenciar a política macroeconômica para obter um ambiente mais competitivo para a produção nacional, com foco especial acentuado na pauta das exportações, de forma horizontal.<sup>87</sup> A avaliação do setor industrial era que boa parte das causas dos altos custos de

---

<sup>81</sup> Ver *Ibid.*

<sup>82</sup> José Alencar veio a se afastar do cargo de vice-presidente apenas no final de 2010, já no fim do segundo governo Lula, por conta do tratamento de quimioterapia ao qual teria de se submeter. O vice-presidente lutava contra o câncer há anos, doença que veio a desenvolver pela primeira vez em 1997 e que o levou a falecer em 2011. Ver *Ibid.*

<sup>83</sup> Tais ministérios incluíam principalmente o MRE; o Ministério da Indústria, do Comércio e do Turismo; o Ministério da Fazenda; o Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; e o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Para uma discussão sobre o contexto de criação da CAMEX em 1995, ver FERNANDES, A construção institucional da política comercial brasileira. Ver também o Decreto n.º 1.386, de 6 de fevereiro de 1995, que originalmente criou a CAMEX, que hoje é objeto do Decreto n.º 10.044, de 4 de outubro de 2019, após sucessivos decretos revogados.

<sup>84</sup> A primeira menção normativa ao MDIC aparece no Decreto n.º 3.178, de 17 de setembro de 1999.

<sup>85</sup> Sobre as pressões do setor industrial brasileiro para a reorganização dos ambientes institucionais de formulação de política em comércio exterior, sobretudo mediante a FIESP e a CNI, ver FERNANDES, A construção institucional da política comercial brasileira; BRESSER-PEREIRA; DINIZ, Empresariado industrial, democracia e poder político.

<sup>86</sup> Ver as notas 20 e 24, acima, e os textos que acompanham.

<sup>87</sup> Ver revisão da ação do empresariado industrial nesse sentido em BRESSER-PEREIRA; DINIZ, Empresariado industrial, democracia e poder político.

transação no Brasil era consequência da política monetária e essa tenderia a ser a prioridade da negociação entre indústria e governo ao longo do primeiro mandato de Lula. O governo chegou a levar para a pauta do CDES temas variados e mais amplos que a pauta monetária, entre os quais estavam o patamar ideal da taxa Selic, a regulação cambial e o custo do crédito no Brasil, especialmente em relação às fontes de financiamento de longo prazo; mas também a legislação de falência; assim como temas ligados à política industrial setorial, à inovação, à recuperação da demanda doméstica por produtos industrializados e à geração de emprego.<sup>88</sup> Em resposta ao impulso governamental pelo debate, vários, embora não a totalidade dos representantes da indústria no CDES, contribuíram ativamente para os mais variados debates.<sup>89</sup>

Ao final do primeiro governo Lula, no entanto, as recomendações consensuais<sup>90</sup> do CDES haviam se concentrado em escopo mais limitado e em temas fragmentados, que incluíram reforma tributária,<sup>91</sup> reforma previdenciária<sup>92</sup> e o tratamento jurídico das pequenas e médias empresas no Brasil.<sup>93</sup> Uma possível justificativa para a limitação temática das recomendações do CDES em consenso é que os demais temas em debate no conselho, especialmente no tocante à política monetária, continuaram a gerar divergências entre os representantes da indústria e do governo.<sup>94</sup> Após vir à tona que líderes do PT estavam

---

<sup>88</sup> Para uma avaliação das atividades do CDES no primeiro governo Lula, que revisa a pauta das reuniões do conselho, ver DOCTOR, Lula's Development Council.

<sup>89</sup> Percepção pessoal da autora a partir de uma análise das atas de reunião do CDES entre 2003 e 2006. Jorge Gerdau Johannpeter, por exemplo, membro da família controladora do expressivo grupo Gerdau, que está entre as poucas grandes empresas multinacionais brasileiras, sempre foi um participante ativo das reuniões do CDES. Em suas manifestações, ele sempre parecia previamente preparado com dados empíricos para subsidiar seus posicionamentos nos mais diversos temas, inclusive quando não relacionados diretamente aos setores de atuação do grupo Gerdau. As atas de reunião do CDES estão disponíveis online. Disponível em: <[http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca#reversed=on&c3=effective&b\\_start=0&c5=reuniao-plenaria&c6=ata](http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca#reversed=on&c3=effective&b_start=0&c5=reuniao-plenaria&c6=ata)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>90</sup> De acordo com a regulação original sobre o funcionamento do conselho, os produtos resultantes das deliberações do CDES se dividiam em debates e em recomendações endereçadas ao governo apresentando a posição dos conselheiros na sua totalidade. Ver Decreto n.º 4.744, de 16 de junho de 2003, hoje revogado, mas que estabeleceu as regras procedimentais do CDES durante os governos do PT.

<sup>91</sup> BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES, Reforma Tributária, Relatório do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social, 2003.

<sup>92</sup> BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES, Comparação entre a Reforma Previdenciária Proposta pelo Poder Executivo e as Orientações do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social, 2003.

<sup>93</sup> BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES, Relatório do Grupo Temático “Pequenas e Médias Empresas, Autogestão e Informalidade”, 2005.

<sup>94</sup> Ilustrativo disso são as inúmeras declarações públicas em que o vice-presidente José Alencar demonstrou sua divergência com a política de juros altos do governo Lula. Ver BRASIL, **José Alencar Gomes da Silva**.

direcionando ilegalmente recursos de campanha para obter o apoio de políticos da oposição no Congresso Nacional, o CDES também incluiu uma reforma política na sua pauta. Foi publicada uma recomendação consensual sobre o tema em 2007,<sup>95</sup> depois que Lula, que ficou fora das denúncias desse escândalo de corrupção, chamado Mensalão, já estava reeleito.<sup>96</sup>

Alguns estudos chegaram a sugerir ser o CDES um fórum inexpressivo, por não ser capaz de estabelecer diretrizes vinculantes e não possuir um canal de comunicação direto com o legislativo.<sup>97</sup> Contudo, houve grau de coincidência entre as reformas regulatórias de cunho econômico aprovadas no Congresso Nacional no primeiro governo Lula e as recomendações aprovadas pelo conselho, bem como entre essas reformas regulatórias e algumas das demandas apontadas como prioritárias pelos representantes da indústria. A primeira emenda constitucional aprovada pelo Congresso Nacional no governo Lula retirou da Constituição Federal de 1988 limitação existente em relação ao estabelecimento de instituições financeiras estrangeiras no Brasil, deixando a matéria para a deliberação do Banco Central, o que teria potencial de melhorar a disponibilidade de crédito para a indústria, ainda que crédito de fontes estrangeiras.<sup>98</sup> No plano da legislação federal, novas leis foram aprovadas para mudar a forma de cálculo das aposentadorias, com o objetivo de reduzir o gasto público com

---

<sup>95</sup> BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES, Parecer do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social sobre a reforma política, 2007.

<sup>96</sup> O primeiro delator do Mensalão foi o ex-deputado federal do Rio de Janeiro, Roberto Jefferson, filiado ao PTB, que denunciou os dirigentes do PT envolvidos, entre os quais o principal nome era o do então Chefe da Casa Civil, José Dirceu. Roberto Jefferson também indicou na sua denúncia original que os pagamentos do Mensalão pararam no momento em que o ex-presidente Lula tomou ciência do que estava acontecendo, o que contribuiu para deixar Lula fora das denúncias e investigações. Quando veio a público, em 2005, o Mensalão teve um impacto negativo imediato na imagem de Lula, mas não na economia, e não impediu a sua reeleição em 2006. Para análises mais detalhadas das causas do Mensalão e seu impacto na popularidade de Lula e do PT, ver SAMUELS, David, *Brazilian Democracy under Lula and the PT*, in: **Constructing Democratic Governance in Latin America**, Washington, D.C.: [s.n.], 2006, p. 152–176. O vice-presidente José Alencar também ficou fora das denúncias de corrupção relativas ao Mensalão, mas veio a mudar de partido na ocasião, vindo a filiar-se no PRB, pois o Partido Liberal foi fortemente impactado por esse escândalo de corrupção. Ver BRASIL, **José Alencar Gomes da Silva**.

<sup>97</sup> Esse canal existiria, por exemplo, se o CDES, enquanto conselho com participação da sociedade, pudesse propor projetos de lei independentemente da posição do Presidente da República. Nesse sentido, ver SAMUELS, *Brazilian Democracy under Lula and the PT*. Ao contrário dessa análise, em visão do CDES como um órgão com capacidade de influência política durante os governos PT, especialmente pelo canal de comunicação com o executivo federal, ver literatura de direito em desenvolvimento revisada no tópico anterior e DOCTOR, *Lula's Development Council*.

<sup>98</sup> Ver Emenda Constitucional n.º 40, de 29 de maio de 2003.



seguridade social;<sup>99</sup> assim como para simplificar o sistema tributário para pequenas e médias empresas e reduzir os impostos sobre a produção de bens industrializados;<sup>100</sup> para modernizar a lei de falências e instituir a possibilidade de recuperação judicial no Brasil;<sup>101</sup> e para reformar o funcionamento do judiciário a fim de tornar a atividade jurisdicional mais célere no país.<sup>102</sup> Outras leis tiveram por objetivo principal promover inclusão social no curto prazo, com a instituição do programa de transferência de renda condicionada Bolsa Família<sup>103</sup> e a aprovação anual de aumentos do salário mínimo acima da inflação.<sup>104</sup>

Outras duas tendências iniciadas no primeiro governo Lula merecem destaque: o lançamento de uma política industrial em 2004 e a estratégia de política externa que priorizou as relações Sul-Sul e uma diplomacia para melhorar o poder de barganha do Sul global na governança internacional, intensificando a estratégia diplomática de autonomia pela integração iniciada no começo dos anos 1990.<sup>105</sup> Como uma iniciativa de política industrial, a PITCE, lançada no primeiro governo Lula, em 2004, era limitada em escopo, embora relevante, por dar ênfase exatamente a setores intensivos em inovação tecnológica e exportação, ambas áreas essenciais para a competitividade nacional, fosse na perspectiva de atores ligados ao Estado, como o BNDES, ou na da indústria.<sup>106</sup> Mas a PITCE era mais um protocolo de intenções do que um plano de política industrial, por não indicar metas a serem alcançadas, e consistir mais em diretriz geral a nortear as decisões de financiamento dos bancos públicos. Já que nunca foram indicadas metas claras, a literatura sugere ser difícil avaliar os resultados da PITCE.<sup>107</sup> Representantes do setor industrial reclamaram também da

---

<sup>99</sup> No caso, a Emenda Constitucional n.º 41, de 19 de dezembro de 2003, permitiu que a lei previdenciária em vigor no Brasil fosse reformada. Ver também Lei n.º 10.887, de 28 de julho de 2004, aprovada para viabilizar o disposto na Emenda Constitucional n.º 41/2003.

<sup>100</sup> Novas leis tributárias nesse sentido foram possíveis com a aprovação no Congresso Nacional da Emenda Constitucional n.º 42, de 19 de dezembro de 2003.

<sup>101</sup> Ver Lei n.º 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.

<sup>102</sup> Ver Emenda Constitucional n.º 45, de 30 de dezembro de 2004.

<sup>103</sup> Ver Lei n.º 10.836, de 9 de janeiro de 2004.

<sup>104</sup> A cada ano, Lula enviou ao Congresso Nacional uma nova proposta de salário mínimo, normalmente via Medida Provisória, sempre com aumento acima dos índices de inflação.

<sup>105</sup> Ver a nota 27, acima.

<sup>106</sup> Mais informações sobre os propósitos da PITCE podem ser encontrados no Relatório Anual de Avaliação do MDIC de 2004. Ver MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR, Relatório Anual de Avaliação, 2005. Ver também o balanço oficial dos governos Lula. BRASIL, **Balanco de governo 2003 - 2010. Desenvolvimento sustentável com redução de desigualdades**, Brasília: Governo Federal, 2010.

<sup>107</sup> Nesse sentido, ver ALMEIDA, Mansueto, Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI, **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-1452, 2009.

limitação do escopo dessa política, que deixava de fora outras atividades produtivas que não eram intensivas em tecnologia, mas eram complementares para facilitar a inovação e reduzir os custos de exportação no Brasil.<sup>108</sup> Embora o comércio exterior fosse prioridade, a internacionalização de empresas via IED estava fora do escopo de prioridades desse plano de política industrial.

Em relação à diplomacia Sul-Sul, como já discutido no segundo capítulo, esta foi uma prioridade especialmente nos governos Lula.<sup>109</sup> O ex-presidente se dedicou pessoalmente às relações bilaterais com outros países do Sul global e, com tal diplomacia, o Brasil aumentou seu engajamento em projetos de ajuda financeira para países menos desenvolvidos, o que acabou sendo associado na literatura aos fluxos de IED Sul-Sul em que empresas brasileiras apareciam como provedoras de capital.<sup>110</sup> A experiência brasileira com a cooperação Sul-Sul teve de fato algumas coincidências com a diplomacia econômica. No primeiro governo Lula, inúmeras novas embaixadas em outros países do Sul global foram abertas, especialmente na África e no Oriente Médio,<sup>111</sup> e o governo chegou a indicar que as

---

<sup>108</sup> Nesse sentido, ver, por exemplo, a ata da 5ª reunião ordinária do CDES de 10 de dezembro 2003, que discutia a PITCE logo antes do seu lançamento oficial BRASIL. CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (CDES), Ata da 5ª Reunião Ordinária, 2003.

<sup>109</sup> Na literatura sobre a cooperação Sul-Sul, ver especialmente as referências da nota 110, abaixo. O segundo capítulo discute, em especial, o Brasil como um líder nas negociações Norte-Sul em instituições internacionais tradicionais, como a OMC e o FMI. Discute-se também o Brasil no contexto do seu engajamento nas reuniões anuais dos países do BRICS. Na literatura sobre o tema, ver especialmente ROLLAND, Sonia E.; TRUBEK, David M., **Emerging Powers in the International Economic Order: Cooperation, Competition and Transformation**, Cambridge: Cambridge University Press, 2019; MOROSINI, Fabio; BADIN, Michelle Raton Sanchez, **Reconceptualizing International Investment Law from the Global South**, Cambridge: Cambridge University Press, 2017; STUENKEL, Oliver, **The BRICS and the Future of Global Order**, Reprint edition. Lanham: Lexington Books, 2016.

<sup>110</sup> Ver GRAY, Kevin; GILLS, Barry K., South–South cooperation and the rise of the Global South, **Third World Quarterly**, v. 37, n. 4, p. 557–574, 2016; QUADIR, Fahimul, Rising Donors and the New Narrative of ‘South–South’ Cooperation: what prospects for changing the landscape of development assistance programmes?, **Third World Quarterly**, v. 34, n. 2, p. 321–338, 2013; INOUE, Cristina Yumie Aoki; VAZ, Alcides Costa, Brazil as ‘Southern donor’: beyond hierarchy and national interests in development cooperation?, **Cambridge Review of International Affairs**, v. 25, n. 4, p. 507–534, 2012.

<sup>111</sup> Por conta do perfil de alto nível conferido pelo Brasil ao seu relacionamento diplomático com países africanos e do Oriente Médio, com os quais não se nutria relações tão próximas antes, os acordos bilaterais mantidos pelo Brasil concentraram-se ainda mais na parceria com outros países do Sul global. Em busca realizada no repositório de tratados do MRE, em pesquisa exclusiva por acordos bilaterais, a autora encontrou, no período entre 1994 e 2002, relativo aos dois mandatos do ex-presidente FHC, um total de 1128 acordos, dos quais 60,5% haviam sido firmados com países do Sul global; 31% haviam sido firmados com países desenvolvidos; e 8,5% haviam sido firmados com organizações internacionais. Já durante a Era PT, a busca realizada para obter os acordos bilaterais celebrados pelo Brasil entre 2003 e 2012 retornou 2414 acordos, dos quais 79,1% foram firmados com países do Sul global; 12,5% foram firmados com países desenvolvidos; e 8,4% foram firmados com organizações internacionais. Para acessar o repositório de acordos internacionais celebrados pelo Brasil, ver o website do MRE. Disponível em: <<https://concordia.itamaraty.gov.br/pesquisa-avancada>>. Acesso em: 12 jan. 2021. Os países do Sul global foram diferenciados dos países desenvolvidos com base na última lista de países em desenvolvimento

solicitações empresariais para integrar as missões diplomáticas organizadas pelo MDIC ou pela Presidência da República em outros países do Sul global foram recorde no período, assim como superiores à presença do setor empresarial em missões em países desenvolvidos.<sup>112</sup> Dados oficiais do governo mostram que, entre 2005-2009, países latino-americanos receberam mais de 76% da ajuda financeira do Brasil, quando Ásia e África receberam, respectivamente, 16,44% e 7,26% desses fluxos.<sup>113</sup> A diplomacia econômica para a África certamente teve impacto sobre os fluxos de cooperação, já que, entre 2011-2013, os países africanos tinham recebido 46% dos fluxos, o mesmo volume que a América Latina no período.<sup>114</sup>

A correlação entre os fluxos de cooperação Sul-Sul e a saída de IED do Brasil é, no entanto, mais difícil de ser estabelecida. A Figura 4.6, abaixo, descreve o volume de IED de fontes brasileiras para diferentes regiões do mundo entre 2001-2006, de acordo com os dados oficiais do Banco Central do Brasil com o volume de IED por país de destino imediato.<sup>115</sup> Para observar que região teria concentrado mais estoques de IED brasileiro, os dados do Banco Central foram agregados nos fluxos para paraísos fiscais,<sup>116</sup> para países em

---

disponibilizada pela UNCTAD. Ver UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, UnctadStat - Development Status Groups and Composition, 2019.

<sup>112</sup> Não estão disponíveis dados no website seja do MDIC ou da Presidência da República sobre as solicitações do setor privado para integrar tais missões, mas alguns dados sobre o tema foram esboçados em discurso do ex-presidente Lula no CDES em 2003. Ver discurso do ex-presidente Lula na quarta reunião ordinária do CDES, que ocorreu em 4 de setembro de 2003. CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL, Ata da quarta reunião ordinária.

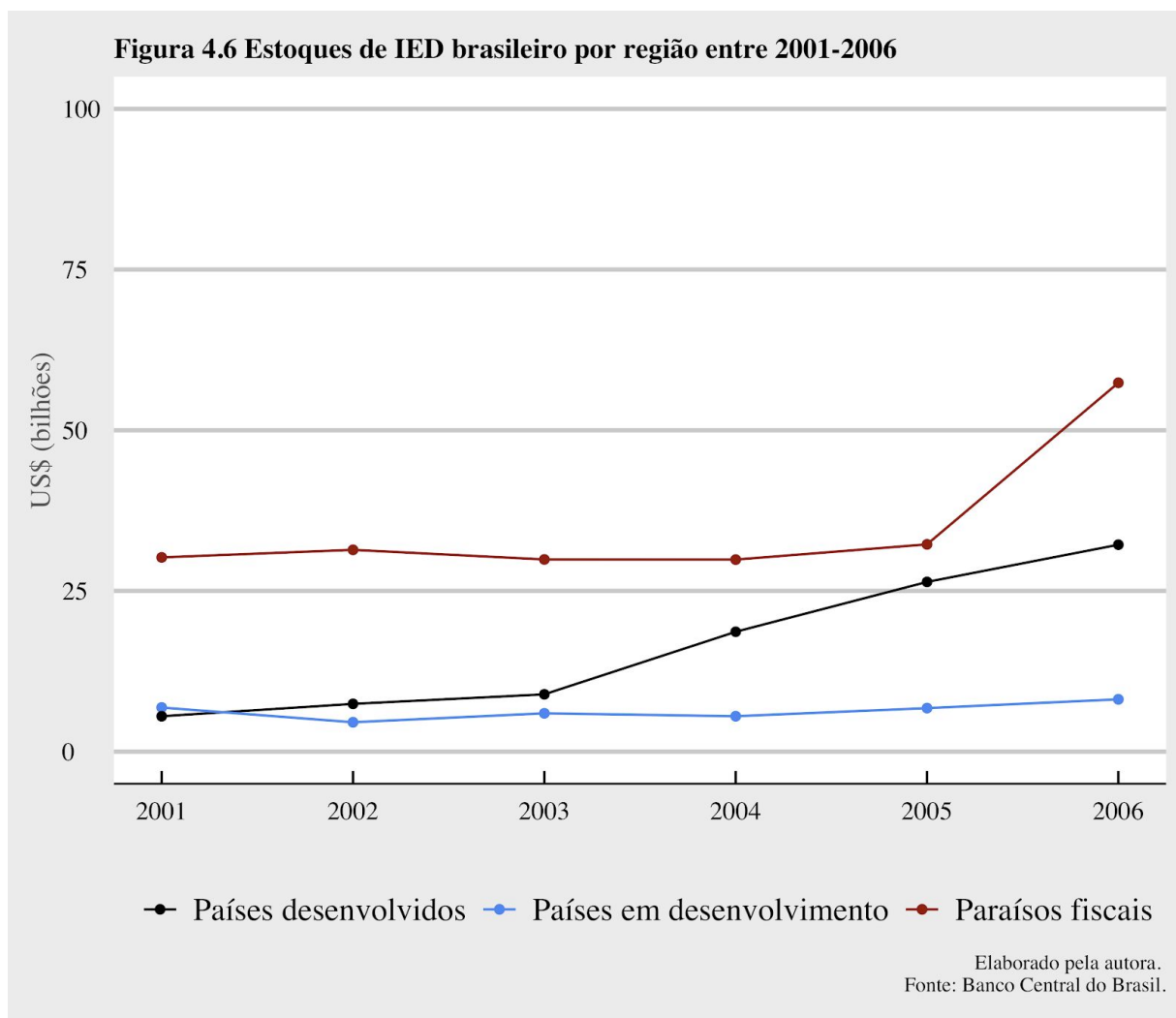
<sup>113</sup> CINTRA, Marcos Antonio Macedo (Org.), **Cooperação Brasileira para o Desenvolvimento Internacional (2005-2009)**, Brasília: IPEA:ABC, 2010.

<sup>114</sup> LIMA, João Brígido Bezerra (Org.), **Cooperação brasileira para o desenvolvimento internacional : 2011 - 2013**, Brasília: IPEA:ABC, 2016.

<sup>115</sup> Os dados publicados pelo Banco Central do Brasil sobre os capitais brasileiros no exterior estão disponíveis em planilhas para download no site do banco. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidade/financeira/cbe>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>116</sup> Entre 2001 e 2006, o Banco Central do Brasil coletou como destinos dos estoques de IED de empresas brasileiras apenas o país que imediatamente recebeu fluxos de capital ao longo dos anos anteriores ao da estatística divulgada. Contudo, uma prática comum na estratégia empresarial para reduzir os custos de obter capital no exterior é fixar subsidiárias em países com baixo custo regulatório, também conhecidos como paraísos fiscais, para enviar recursos a partir destas subsidiárias de volta para o país de origem ou para outros países em que a empresa mantenha operações. Sem separar os países considerados paraísos fiscais, portanto, a agregação dos dados do Banco Central em categorias de países (entre desenvolvidos e em desenvolvimento) poderia retornar uma observação enviesada sobre a concentração do IED de fontes brasileiras em países em desenvolvimento. Isso ocorreria visto que muitos países são, ao mesmo tempo, considerados paraísos fiscais e em desenvolvimento. Uma lista dos países considerados paraísos fiscais conforme a visão das organizações multilaterais foi encontrada no repositório do FMI, que dispõe de dados sobre os centros financeiros internacionais (traduzido do original, em língua inglesa, “*offshore financial centers*”). Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/ofca/ofca.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021. O FMI decidiu encerrar o seu programa de monitoramento dos centros financeiros internacionais em 2008, oito anos após o seu início, visto que muitos países vistos como paraísos fiscais e, conseqüentemente, centros de risco sistêmico na sua documentação sobre o tema procuraram seu apoio técnico para melhorar a regulação financeira local nesse período. Em nota publicada, o FMI salientou que continuar o

desenvolvimento e para países desenvolvidos separadamente.<sup>117</sup> Os estoques em paraísos fiscais foram maiores em todos os anos, o que pode estar relacionado com a busca de capital no exterior pelas empresas brasileiras.<sup>118</sup> Em relação aos estoques de IED de fontes brasileiras em outras regiões, contudo, os países em desenvolvimento tinham fatia maior em 2001, o que foi superado pelo estoque de capitais brasileiros em países desenvolvidos em 2002.



programa poderia impactar negativamente os países engajados em melhorar sua regulação financeira. Ver INTERNATIONAL MONETARY FUND, Monetary and Exchange Affairs Department, **Offshore Financial Centers -- The Role of the IMF**, [s.l.: s.n., s.d.].

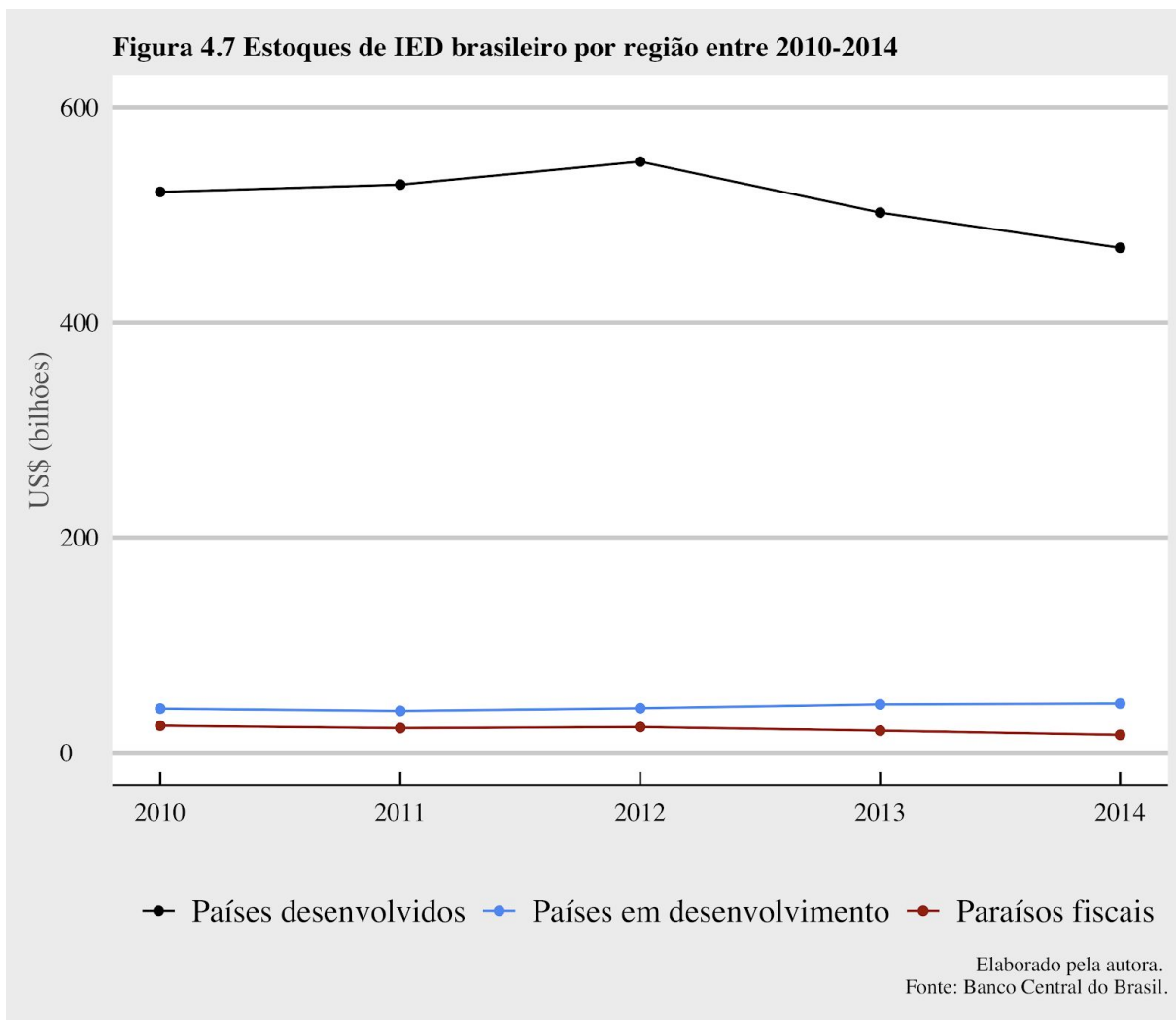
<sup>117</sup> Os países em desenvolvimento e os países desenvolvidos foram diferenciados nos dados do Banco Central do Brasil com base na última lista de países em desenvolvimento disponibilizada pela UNCTAD. Ver nota 111, acima.

<sup>118</sup> Ver a nota 116, acima.

Entre 2002-2006, a diferença entre os estoques em países em desenvolvimento e desenvolvidos aumentou cada vez mais. Em 2005, os estoques de IED de fontes brasileiras em economias desenvolvidas eram quatro vezes maiores que os estoques em economias em desenvolvimento, diferença que aumentou em 2006. E, com o tempo, os dados oficiais acabaram por confirmar a preferência das multinacionais brasileiras por países desenvolvidos como seu destino final nos fluxos de IED. Entre 2007 e 2009 o Banco Central do Brasil não chegou a publicar dados sobre os estoques de IED de fontes brasileiras por país de destino. Já em 2010, o banco voltou a explorar esse tipo de estatística nos seus relatórios sobre capitais brasileiros no exterior, agora indicando o país de destino final, ao invés do país de destino imediato dos fluxos de IED saídos do Brasil.<sup>119</sup> Como mostra a Figura 4.7, abaixo, os estoques de IED de fontes brasileiras entre 2010 e 2014 foram muito maiores em países desenvolvidos do que em paraísos fiscais ou países em desenvolvimento. Isso possivelmente significa que os expressivos estoques de IED em paraísos fiscais vistos na Figura 4.6, relativos ao período entre 2001 e 2006, serviram para o propósito das empresas brasileiras de investir no setor produtivo de países desenvolvidos.

---

<sup>119</sup> Ver a nota 115, acima.



Então, ao contrário da interpretação da literatura sobre a cooperação Sul-Sul, a Figura 4.7 sugere que as multinacionais brasileiras priorizaram o IED em países desenvolvidos entre 2002 e 2014, sem necessariamente acompanhar os fluxos de ajuda financeira priorizados nos governos Lula e Rousseff para outros países do Sul global. Ao lado disso, importante reconhecer que, na Era PT, o governo procurou situar o Brasil como liderança do Sul também no âmbito das instituições internacionais de caráter mais ortodoxo. Isso se reflete na diplomacia do Brasil na OMC, para a busca de uma regulação de comércio internacional com mais espaço para a política doméstica,<sup>120</sup> e em relação ao Banco Mundial e o FMI, na busca

<sup>120</sup> Sobre a postura diplomática do Brasil na busca por meios legítimos de obter mais espaço para a política doméstica no plano da regulação da OMC, ver a nota 61 do segundo capítulo, acima.

por mais voz para os países do Sul global nessas organizações.<sup>121</sup> Mas o exemplo mais marcante da liderança do Brasil nesse sentido provavelmente está na relação do país com a OCDE. O Brasil já vinha em movimento de aproximação com a OCDE desde 1996, quando passou a acompanhar o Comitê do Aço da organização como um país associado.<sup>122</sup> Ao longo dos anos, o Ministério da Fazenda e o MDIC, normalmente acompanhados da CNI como a líder dos sindicatos empresariais, vieram a acompanhar diversos outros comitês temáticos e grupos de trabalho da OCDE e, entre os resultados da aproximação com a organização, destaca-se a adesão do Brasil, no ano 2000, à Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais.<sup>123</sup>

Nos governos Lula, tal aproximação se converteria em relação de alto nível. Já em 2003, o governo sinalizou à OCDE que encararia os trabalhos da organização com seriedade, ao criar o Ponto de Contato Nacional do Brasil, uma pendência no atendimento à Declaração sobre o Investimento Internacional e as Empresas Multinacionais, à qual o país havia aderido ainda no ano 2000.<sup>124</sup> Durante o primeiro governo Lula, o Brasil integrou ainda o

---

<sup>121</sup> O estudo de Stuenkel sugere que a diplomacia do Brasil durante o primeiro governo Lula teria sido determinante para que, depois, quando houve reforma na governança do FMI no contexto pós-crise econômica mundial de 2008, os países do Sul global aumentassem sua quota na organização e obtivessem poder de voto mais expressivo. Ver STUENKEL, **The BRICS and the Future of Global Order**.

<sup>122</sup> A OCDE aceita que países não-membros acompanhem seus trabalhos em três situações diferentes: como convidados, participantes e associados. Os países convidados acompanham apenas reuniões específicas sobre um determinado tema ou trabalho em curso, que tratem de assuntos não confidenciais; enquanto os países participantes acompanham por completo os trabalhos de um comitê ou grupo da OCDE sobre um tema específico para o qual possa contribuir, também apenas nas reuniões não confidenciais. Já os países associados integram comitês temáticos ou grupos de trabalho da OCDE com o propósito de participar das decisões deliberadas, aderindo aos instrumentos jurídicos que resultarem dos trabalhos. Em regra, tanto países convidados, como os participantes e os associados precisam ser previamente aprovados pelo conselho da OCDE para integrar trabalhos da organização. A estrutura de governança da OCDE é simples, sendo composta pelo conselho, seu órgão de cúpula, que aprova decisões; pelo secretariado, composto por um secretário e diretorias, que analisam e propõem temas; assim como pelos comitês temáticos, que desenvolvem estudos, promovem debates e implementam decisões. Muitas vezes, em paralelo aos comitês, são criados também grupos de trabalho temáticos visando a produção de instrumentos legais específicos. O Brasil, como não-membro da OCDE, atua sempre nos comitês ou grupos de trabalho da organização. Ver ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *Active with Brazil*, 2018; THORSTENSEN, Vera Helena; GULLO, Marcelly Fuzaro, *O Brasil na OCDE: membro pleno ou mero espectador?*; ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development*, 1960.

<sup>123</sup> Esta convenção consiste em acordo internacional pactuado no âmbito da OCDE pelos países membros e outros países que escolheram aderir. A adesão do Brasil à Convenção sobre o Combate da Corrupção de Funcionários Públicos Estrangeiros em Transações Comerciais Internacionais foi ratificada pelo Decreto n.º 3.678, de 30 de novembro de 2000. Sobre os instrumentos legais de que dispõe a OCDE, ver ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, *Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development*.

<sup>124</sup> Importante mencionar que o Ponto de Contato Nacional é um ambiente para o relacionamento das multinacionais que têm IED no Brasil com o governo local. A Declaração sobre o Investimento Internacional e as Empresas Multinacionais se volta sobretudo ao tratamento a ser dado pelo país receptor às empresas estrangeiras

grupo de trabalho da OCDE sobre o crédito governamental à exportação de aeronaves, que veio, em 2007, a se converter no novo Entendimento no Setor da Aviação sobre Créditos à Exportação para Aeronaves Civis.<sup>125</sup> Nesse mesmo ano, a OCDE viria voluntariamente a elevar o status do Brasil na organização, situando o país em seletivo grupo de economias emergentes consideradas “parceiras-chave”.<sup>126</sup> Esse novo status permitiu ao Brasil acesso ainda mais facilitado aos trabalhos da OCDE, podendo o país aderir como participante em comitês e grupos de trabalho da organização sem a autorização prévia do seu Conselho.<sup>127</sup> A OCDE reúne, desde os anos 1990, um grupo restrito de países, que em 2018 acumulava em torno de 75% do PIB global.<sup>128</sup> Para as empresas brasileiras, o status diferenciado do Brasil, sem os custos de adesão à organização,<sup>129</sup> significou a ampliação das possibilidades acompanhar a principal fonte dos dados e estudos que informam as decisões tomadas em

---

nele presentes. As declarações da OCDE não são juridicamente vinculantes, mas descumpri-las gera efeitos reputacionais entre os membros da organização e os países associados que acompanharam os trabalhos que resultaram em uma declaração. Ver ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, Declaração sobre o Investimento Internacional e as Empresas Multinacionais, 2000. Ver também Portaria do Ministério da Fazenda n.º 92, de 12 de maio de 2003; THORSTENSEN; GULLO, O Brasil na OCDE; ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development.

<sup>125</sup> Ver a Resolução CAMEX n.º 29, de 31 de julho de 2007. O Entendimento no Setor da Aviação sobre Créditos à Exportação para Aeronaves Civis é juridicamente vinculante para os países membros e associados que participaram da sua negociação. Além disso, esse entendimento estabelece um acordo novo que há anos vinha sendo demandado entre os países fabricantes de aeronaves civis por conta de inúmeros painéis estabelecidos na OMC sobre o crédito subsidiado concedido aos fabricantes pelos seus países de origem. No Brasil, os casos na OMC envolveram o crédito subsidiado em benefício da Embraer. Sobre os litígios na OMC envolvendo o Brasil e a atuação da Embraer no segmento de aeronaves civis, ver SANTOS, Alvaro, Carving Out Policy Autonomy for Developing Countries in the World Trade Organization: The Experience of Brazil & Mexico, **Virginia Journal of International Law**, v. 52, n. 3, p. 551–632, 2011; BADIN, Michelle R. S., Developmental Responses to the International Trade Legal Game: Cases of Intellectual Property and Export Credit Law Reforms in Brazil, *in*: TRUBEK, David M. *et al* (Orgs.), **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**, New York: Cambridge University Press, 2013, p. 246–300; ROLLAND; TRUBEK, **Emerging Powers in the International Economic Order**.

<sup>126</sup> Além do Brasil, China, Índia, Indonésia e África do Sul foram também considerados parceiros-chave da OCDE na ocasião. Ver ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT, OECD Council Resolution on Enlargement and Enhanced Engagement, 2007. Para uma análise do status recebido pelo Brasil na OCDE no contexto de 2007, indicando que a adesão do país à organização não seria matéria urgente, ver COZENDEY, Carlos Márcio, O Brasil e a OCDE: não é de hoje, não é para amanhã, **Pontes**, v. 3, n. 4, p. 23–24, 2007.

<sup>127</sup> THORSTENSEN; GULLO, O Brasil na OCDE.

<sup>128</sup> Conforme estimativas de Thorstensen e Gullo. *Ibid.* Atualmente, fazem parte da OCDE como membros os seguintes países: Austrália; Áustria; Bélgica; Canadá; Chile; Colômbia; República Tcheca; Dinamarca; Estônia; Finlândia; França; Alemanha; Grécia; Hungria; Islândia; Irlanda; Israel; Itália; Japão; Coreia do Sul; Letônia; Lituânia; Luxemburgo; México; Holanda; Nova Zelândia; Noruega; Polônia; Portugal; Eslováquia; Eslovênia; Espanha; Suécia; Suíça; Turquia; Reino Unido; e Estados Unidos. Disponível em: <<http://www.oecd.org/about/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>129</sup> Se for aceito como membro da OCDE, a partir do pedido formal realizado durante o governo Temer, em 2017, o Brasil passará a ser um dos responsáveis pela manutenção da estrutura organizacional da OCDE, devendo contribuir proporcionalmente ao seu PIB. Ver *Ibid.*



outros fóruns multilaterais que regulam o mercado internacional, principalmente no âmbito da OMC e do G-20.<sup>130</sup>

O segundo governo Lula foi uma continuação do mesmo projeto político iniciado em 2003. O programa de governo do PT para as eleições presidenciais de 2006 reafirmou o propósito principal de promover inclusão social e redução da pobreza.<sup>131</sup> As iniciativas de política industrial deveriam continuar limitadas ao apoio à inovação e à exportação, conforme as seguintes propostas: i) continuar a PITCE com foco no apoio aos setores de biotecnologia, energias renováveis, tecnologia da informação, nanotecnologia e produtos farmacêuticos; ii) facilitar o acesso das empresas inovadoras aos subsídios do governo; iii) facilitar o acesso das empresas ao mercado de capitais no Brasil; iv) simplificar a regulação das contratações públicas; v) aumentar a oferta de crédito, assim como de seguro de crédito à exportação pelo bancos públicos no Brasil;<sup>132</sup> e vi) reduzir a dependência do Dólar para as atividades de exportação dentro da América Latina, com a ampliação do uso do Convênio de Crédito Recíproco da ALADI e outros instrumentos financeiros que permitissem o comércio internacional em moedas nacionais.<sup>133</sup> Pequenas e médias empresas deveriam ter acesso ainda mais facilitado a qualquer iniciativa de política industrial e contratação pública. O programa de governo de 2006 também incluiu propostas de novos investimentos públicos em infraestrutura para promover desenvolvimento regional e tais investimentos se concentrariam: i) na construção de um pólo químico e de um parque siderúrgico no Estado do Rio de Janeiro; ii) na infraestrutura para uso de gás natural e construção de parque siderúrgico no Estado do Ceará; e iii) na continuação dos investimentos em infraestrutura no litoral brasileiro para promover o setor naval e petrolífero.<sup>134</sup>

---

<sup>130</sup> Sobre as vantagens de acompanhar os trabalhos da OCDE com o status do Brasil no contexto de 2007, sem ser um membro efetivo, ver *Ibid.*

<sup>131</sup> PARTIDO DOS TRABALHADORES, Programa de Governo 2007/2010: Lula de Novo com a Força do Povo, 2006.

<sup>132</sup> No caso, o programa de governo de 2006 menciona o PROEX, administrado pelo Banco do Brasil, e as linhas para o comércio exterior do BNDES. Ver *Ibid.*, p. 16.

<sup>133</sup> Os bancos centrais dos seguintes 12 países latino-americanos assinaram um acordo e ingressaram no Convênio de Créditos Recíprocos da ALADI em 1982: Argentina, Bolívia, Brasil, Colômbia, Chile, Equador, México, Paraguai, Peru, Uruguai, Venezuela, and República Dominicana. Para mais informações sobre o Convênio de Créditos Recíprocos da ALADI, ver ASOCIACIÓN LATINOAMERICANA DE INTEGRACIÓN, Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos, 2013.

<sup>134</sup> PARTIDO DOS TRABALHADORES, Programa de Governo 2007/2010: Lula de Novo com a Força do Povo.

Para facilitar o acesso ao apoio governamental à inovação, o programa de governo de 2006 propôs reorganizar os diversos fundos setoriais de inovação em sistema único federal. Essa proposta se tornou realidade já no primeiro ano do segundo governo Lula, quando o Congresso Nacional aprovou uma nova lei autorizando a criação do FNDCT, um fundo nacional dedicado exclusivamente à ciência e tecnologia, e de um conselho com participação garantida da sociedade civil para orientar seu uso e administrá-lo.<sup>135</sup> O governo criou efetivamente o FNDCT e o seu conselho em 2009, desde quando o fundo concentra os recursos federais destinados ao apoio à ciência e tecnologia.<sup>136</sup> Uma instituição financeira pública já existente, a FINEP, executa os empréstimos concedidos a empresas inovadoras e universidades com recursos do FNDCT, que podem ser reembolsáveis ou não, e aplica de volta no fundo os recursos devolvidos e o ganho financeiro como resultado da execução dos empréstimos.<sup>137</sup>

Os investimentos públicos em infraestrutura se tornaram um projeto muito maior do que o prometido na campanha presidencial de 2006. Em 2007, o governo Lula lançou o PAC, um amplo programa de aceleração econômica voltado principalmente para reduzir o déficit de infraestrutura no Brasil. O objeto do PAC não esteve delimitado em nenhuma lei ou regulamento. O governo federal criou o programa via decreto em janeiro de 2007 com o amplo mandato de promover mais investimento público e privado e atualizar as prioridades nacionais no tema da infraestrutura.<sup>138</sup> O mesmo decreto também criou um comitê composto por três ministros de estado para decidir sobre as prioridades do PAC, sendo tais ministros: a futura presidenta Dilma Rousseff, então ministra-chefe da Casa Civil; Paulo Bernardo, o então o ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão; e Guido Mantega, o então ministro da Fazenda. Ao final de 2007, o Congresso Nacional aprovou uma nova lei determinando transferências mandatórias do Tesouro Nacional para os governos estaduais e municipais participantes das atividades do PAC, para tornar possível obras nos setores de transporte, habitação e saneamento básico.<sup>139</sup>

---

<sup>135</sup> Ver Lei n.º 11.540, de 12 de novembro de 2007.

<sup>136</sup> Ver Decreto n.º 6.938, de 13 de agosto de 2009.

<sup>137</sup> Ver a nota 136, acima.

<sup>138</sup> Ver Decreto n.º 6.025, de 22 de janeiro de 2007.

<sup>139</sup> Lei n.º 11.578, de 26 de novembro de 2007.

Onde quer que o governo entendesse haver um déficit de infraestrutura prioritário, ampla publicidade seria realizada sobre a canalização do investimento público nessa direção,<sup>140</sup> para atrair também investimento privado. O uso de parcerias público-privadas para a execução do PAC foi amplo.<sup>141</sup> Os projetos executados durante o segundo governo Lula incluíram a construção de rodovias, ferrovias, infraestruturas de energia, habitação social e infraestruturas de saneamento básico. Depois da crise financeira internacional de 2008, o investimento público no Brasil aumentou ainda mais, no contexto, para manter as taxas de emprego no país, além de lidar com o déficit de infraestrutura.<sup>142</sup>

Em 2008, o governo acabou também lançando uma nova política industrial oficial, a PDP. Essa nova política tinha escopo mais abrangente comparada à PITCE, já que incluía vários setores exportadores já estabelecidos na economia nacional, para além dos setores inovadores que o governo considerava prioritários.<sup>143</sup> Mas os analistas foram tão críticos à PDP quanto haviam sido à PITCE, por continuar a política industrial brasileira sem metas claras, o que dificulta a avaliação dos seus resultados, que até hoje é de fato deficiente na literatura.<sup>144</sup> Os resultados do PAC durante o segundo governo Lula, por outro lado, são verificáveis e impressionam.

Com a contribuição dos investimentos no âmbito do PAC, o investimento público em infraestrutura no Brasil cresceu de 1,62% para 3,75% do PIB nacional. Considerando que o PIB entre 2007 e 2010 cresceu a uma taxa anual de 4,6%, pode-se concluir que o aumento no investimento público no Brasil nesse período foi intenso. Havia percepção, ainda, de conforto financeiro nas contas públicas o suficiente para permitir que os bancos públicos baixassem a taxa de juros aplicada em linhas de crédito subsidiado para a infraestrutura. Durante o segundo governo Lula, o PAC criou 8,2 milhões de novos empregos e o Brasil alcançou a menor taxa de desemprego da sua história até então, 6,1%. Entre 2007 e 2010, o governo realizou as seguintes ações com o PAC: i) iniciou a construção de Belo Monte

---

<sup>140</sup> O governo manteve um website específico para os anúncios sobre o PAC e para a divulgação de dados sobre a execução do programa, o qual ainda está no ar, embora não venha sendo atualizado. Disponível em: <<http://www.pac.gov.br/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>141</sup> Conforme o marco legal da Lei das Parcerias Público-Privadas aprovado no primeiro governo Lula. Ver Lei n.º 11.709, de 30 de dezembro de 2004.

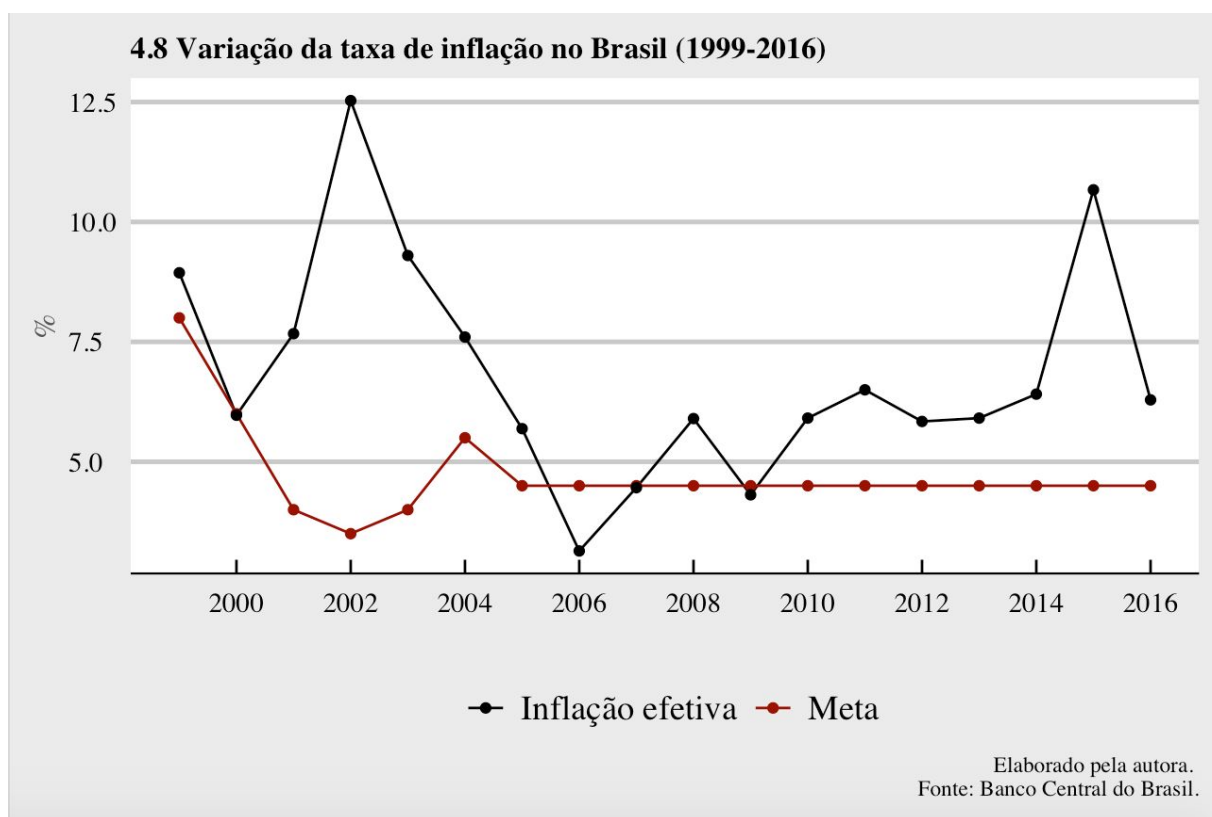
<sup>142</sup> BRASIL. COMITÊ GESTOR DO PAC, 11º Balanço Completo do PAC - 4 anos (2007 a 2010), 2010.

<sup>143</sup> Para mais informações sobre a PDP ver o balanço oficial de encerramento dos governo Lula. BRASIL, **Balanço de governo 2003 - 2010. Desenvolvimento sustentável com redução de desigualdades.**

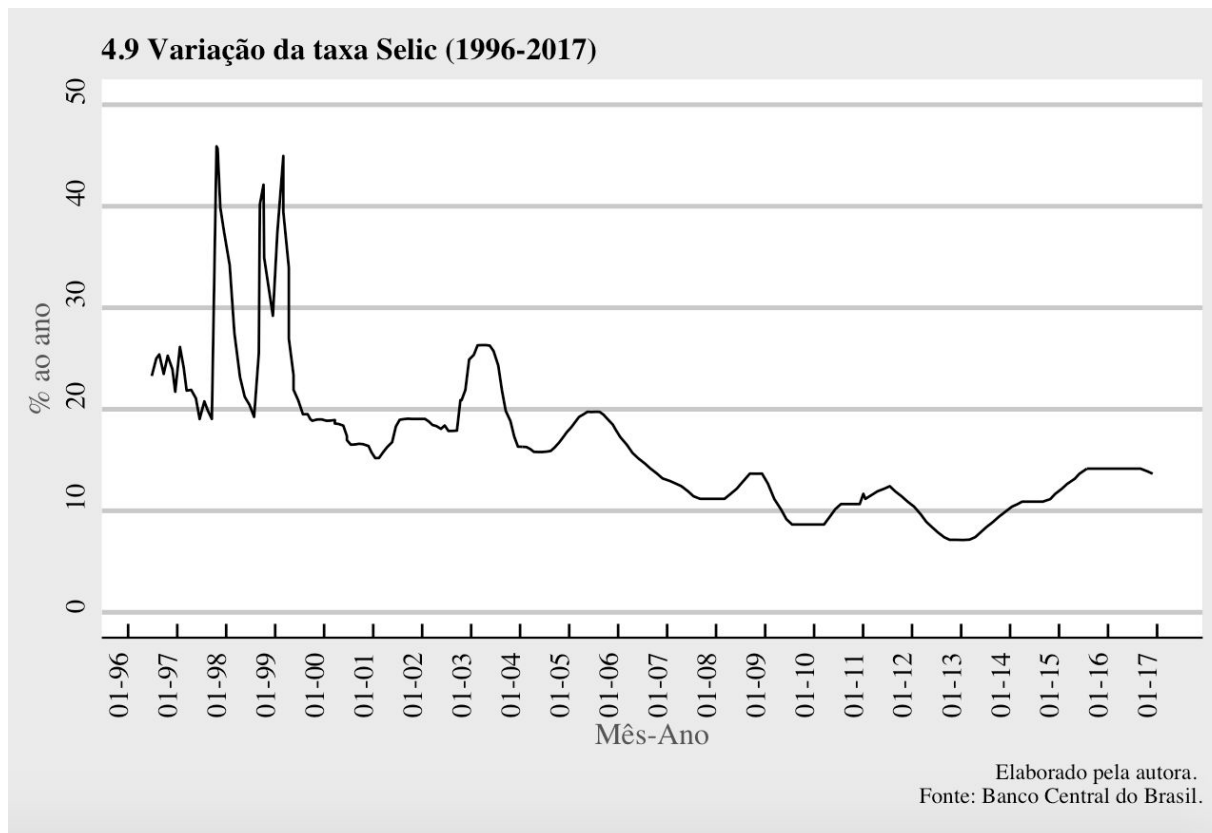
<sup>144</sup> Ver ALMEIDA, Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI.

e Santo Antônio e Jirau, duas das maiores usinas hidrelétricas do mundo; ii) construiu 12 novas plataformas de petróleo e 3.776 quilômetros de novos gasodutos; iii) construiu 6.377 quilômetros de novas rodovias e 909 quilômetros de novas ferrovias; iv) concluiu 1.323 novas obras de saneamento básico; e v) iniciou a construção de 4.016 complexos de habitação social, em parceria com o programa Minha Casa, Minha Vida.<sup>145</sup>

Apesar de o PAC muitas vezes ter sido objeto de crítica no Brasil por terem os analistas esperado um impacto negativo do investimento público em infraestrutura nos indicadores de disciplina fiscal do Brasil, o gasto público cresceu no segundo governo Lula em ambiente de estabilidade macroeconômica. A inflação esteve dentro da meta em quase todo o período, aumentando um pouco acima da meta em 2010. Isso não pode ser considerado significativo comparado aos picos de inflação de 2002, por exemplo (ver Figura 4.8). As metas de inflação foram, ainda, alcançadas em contexto de estabilidade da taxa Selic, embora esta ainda assim pudesse ser considerada alta (ver Figura 4.9). Igualmente, a intervenção no regime cambial no período foi ínfima.



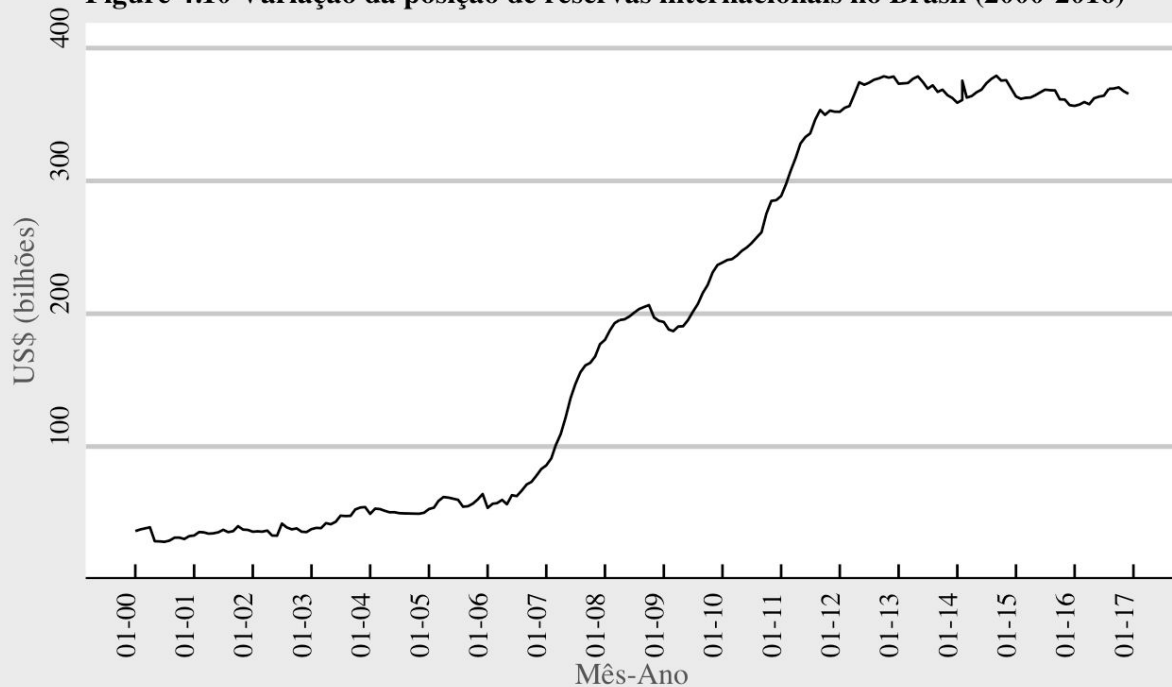
<sup>145</sup> BRASIL. COMITÊ GESTOR DO PAC, 11º Balanço Completo do PAC - 4 anos (2007 a 2010).



O Brasil vinha apresentando, no segundo governo Lula, um crescimento real do PIB também em contexto de crescimento das reservas internacionais (ver Figura 4.10). Mas, como já supunha o pensamento novo desenvolvimentista, a apreciação do Real causada pelo fluxo intenso de Dólares americanos na economia brasileira afetou o balanço de pagamentos. O saldo das transações correntes apresentou déficit em 2008, depois de cinco anos seguidos de superávit, situação que continuou no longo prazo (Ver Figura 4.11). Como vozes críticas vinham sugerindo, os superávits no balanço de pagamentos brasileiro entre 2003-2008 provavelmente foram mais o resultado do superciclo na demanda internacional por várias commodities que empresas brasileiras exportam em volume do que o efeito de um projeto de desenvolvimento com a produtividade e poupança nacional como prioridade.<sup>146</sup>

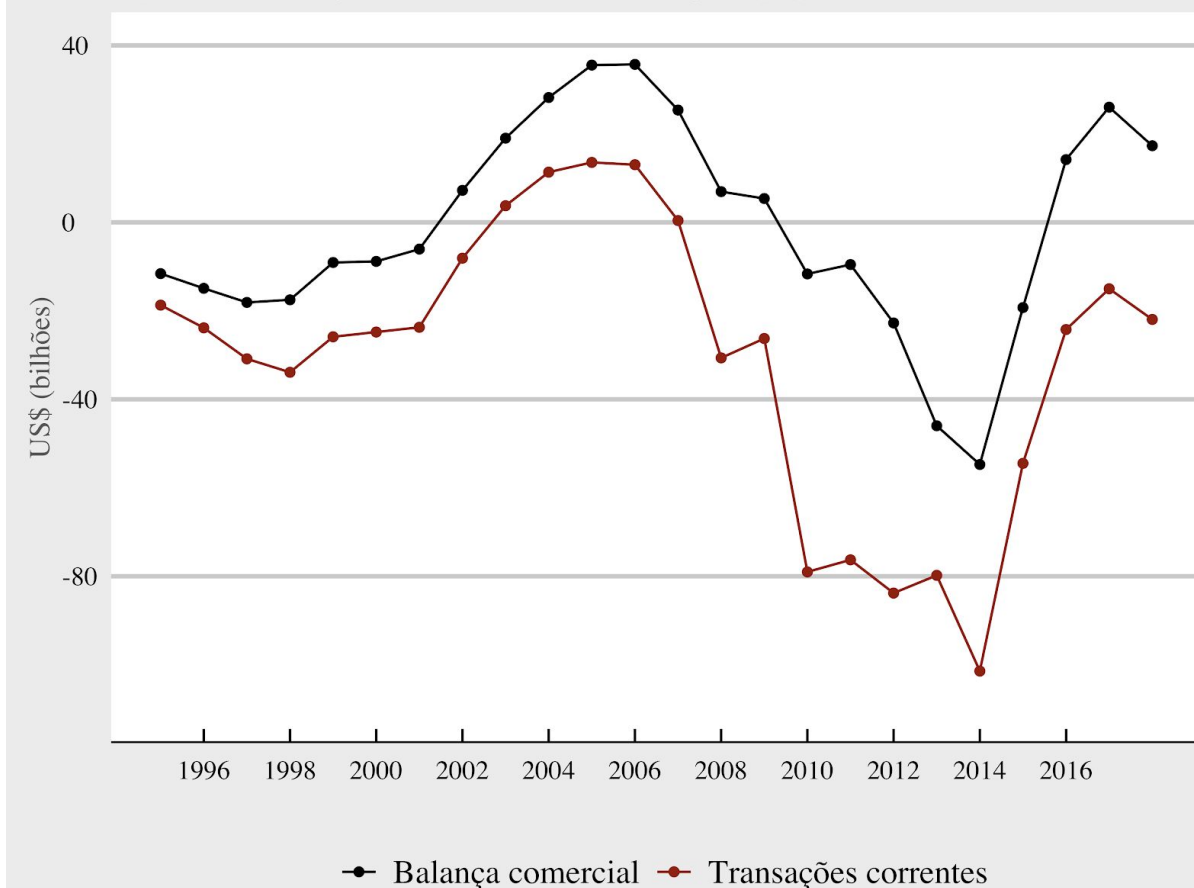
<sup>146</sup> Ver ROSSI, Pedro; BIANCARELLI, André, Macroeconomic policy for a Social-Oriented development strategy - The Brazilian Case, *in: Rethinking Development Strategies after the Financial Crisis - Volume II: Country Studies and International Comparisons*, [s.l.]: United Nations Publication, 2016, p. 71-80; BRESSER-PEREIRA, The Macroeconomic Tripod and the Workers' Party Administration.

**Figure 4.10 Variação da posição de reservas internacionais no Brasil (2000-2016)**



Elaborado pela autora.  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Figura 4.11 Evolução dos indicadores do balanço de pagamentos do Brasil (1995-2016)



Elaborado pela autora.  
Fonte: Banco Central do Brasil.

Outros estudos apontam para as evidências da conta financeira do balanço de pagamentos do Brasil contrárias à poupança nacional. Os componentes da conta financeira no contexto brasileiro são, do lado do ativo externo bruto, as reservas internacionais mantidas pelo Tesouro Nacional e os estoques de investimento brasileiro no exterior, que são representados pelo IED das empresas brasileiras; pelos seus investimentos em carteira, em derivativos, e outros investimentos capazes de gerar estoque no exterior. Já do lado do passivo externo bruto estão, em parte, os passivos em moeda estrangeira, que são a dívida externa bruta, representada pelos títulos de renda fixa emitidos no exterior e outros investimentos a partir de emissão no exterior; bem como o passivo em moeda estrangeira sem a dívida externa, representado pelas ações emitidas por empresas brasileiras no exterior e seus empréstimos intercompanhia. Também como parte do passivo externo bruto estão passivos em Real de

titularidade de estrangeiros, como os títulos de renda fixa e as ações emitidos no Brasil, e o IED de estrangeiros no país. A posição internacional de investimentos do Brasil é o resultado da subtração do ativo externo bruto sem as reservas internacionais pelo passivo externo bruto em moeda nacional, resultado este que compõe e tem potencial de reduzir o saldo das transações correntes e é historicamente deficitário.<sup>147</sup> A Tabela 4.2, abaixo, mostra o saldo e os componentes da posição internacional de investimentos no Brasil durante os dois governos Lula, assim como o potencial de rendimento extraído por cada componente e, adicionalmente, a posição do país em relação às reservas internacionais e à dívida externa bruta.<sup>148</sup>

---

<sup>147</sup> Sobre os itens da conta financeira do balanço de pagamentos que informam sobre a posição internacional de investimento do Brasil, ver NOIJE; DE CONTI, A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010.

<sup>148</sup> Como calculado por Noije e De Conti a partir dos dados do Banco Central do Brasil sobre a conta financeira do balanço de pagamentos nacional. Ver *Ibid.*



**Tabela 4.2. Posição internacional de investimentos do Brasil entre 2001 e 2010 (em bilhões de Dólares)**

Componente		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Posição internacional</b>	<b>Valor</b>	<b>-264.8</b>	<b>-230.7</b>	<b>-272.4</b>	<b>-297.7</b>	<b>-316.6</b>	<b>-368.9</b>	<b>-540.6</b>	<b>-283.3</b>	<b>-600.8</b>	<b>-677.5</b>
<b>Ativo bruto sem reservas internacionais</b>	<b>Valor</b>	<b>107.1</b>	<b>112.8</b>	<b>134.3</b>	<b>148.5</b>	<b>168.2</b>	<b>238.8</b>	<b>379.7</b>	<b>408.2</b>	<b>479</b>	<b>616.2</b>
	<b>Renda</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,2%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,2%</b>
Investimento direto brasileiro no exterior	Valor	49.7	54.4	54.9	69.2	79.3	113.9	139.9	155.7	164.5	189.2
	Renda	0,7%	1,8%	1,6%	1,6%	0,9%	0,9%	1,6%	1,3%	0,8%	0,6%
Investimentos brasileiros em carteira	Valor	6.4	5.8	7	9.4	10.8	14.4	19.5	14.9	16.5	37.6
	Renda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Derivativos	Valor	0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	0.8
	Renda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros investimentos	Valor	15.1	14.7	23	16.9	24.2	24.6	39.9	43.2	59.1	100
	Renda	7,8%	4,4%	3,7%	5,9%	5,6%	7,8%	4,6%	2,5%	1,8%	0,8%
Ativos de reservas	Valor	35.9	37.8	49.3	52.9	53.8	85.8	180.3	193.8	238.5	288.6
	Renda	4,1%	3,7%	2,7%	1,4%	1,4%	3,6%	3,8%	4,5%	2,4%	1,7%
<b>Passivo bruto em moeda nacional</b>	<b>Valor</b>	<b>371.9</b>	<b>343.5</b>	<b>406.7</b>	<b>446.2</b>	<b>484.8</b>	<b>607.7</b>	<b>920.3</b>	<b>691.5</b>	<b>1079.8</b>	<b>1293.7</b>
	<b>Renda</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>7,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,6%</b>
Investimento estrangeiro direto no Brasil	Valor	121.9	100.9	132.8	161.3	181.3	220.6	309.7	287.7	400.8	472.6
	Renda	4,1%	5,9%	4,5%	4,3%	6,1%	6,3%	6,4%	10%	5,2%	5,6%
Investimentos estrangeiros em carteira	Valor	151.7	137.4	166.1	184.8	232.4	303.6	509.6	287.5	561.8	656.3
	Renda	7,3%	7,1%	6,1%	6%	5,4%	4,6%	2,8%	5,8%	2,7%	2,3%
Derivativos	Valor	0	0.2	0.1	0.3	0.2	0.4	1.8	2.5	3.4	3.8
	Renda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros investimentos	Valor	98.3	105	107.7	99.8	70.9	83.1	99.2	113.8	113.8	161
	Renda	6,9%	5,3%	5,3%	5,5%	7,7%	6,9%	7,1%	6,5%	5,6%	3,3%
<b>Reservas internacionais</b>	Valor	37,2	35,6	54,4	50,1	64,3	83,1	177	194,6	236,6	285,4
<b>Dívida externa bruta</b>	Valor	192,7	195,6	200,1	185,3	153,7	156	165,6	170,1	176,2	224,5

Elaborado pela autora.

Fonte: NOIJE; DE CONTI, A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010, 2016.

A renda, quando indicada na Tabela 4.2, significa a razão entre a receita líquida gerada pelos investimentos brasileiros no exterior e pelos investimentos estrangeiros no Brasil.<sup>149</sup> O estudo de Noiye e De Conti mostra que durante os governos Lula, por um lado, o Brasil destinou especial atenção às reservas internacionais no lado do ativo externo bruto, dado que uma posição forte em reservas internacionais permite liquidez para intervenções cambiais em momentos de crise.<sup>150</sup> Da mesma forma, as reservas internacionais brasileiras avançaram de forma a deixar o país em posição confortável diante da dívida externa bruta, pela qual o setor público, a cada ano, responde por mais da metade.<sup>151</sup>

Em relação à parte da conta financeira que entra no cálculo da posição internacional de investimento do Brasil, o governo pôs foco no aumento do passivo externo em Real, em relação ao qual a fuga de capital tende a ser menor em momentos de desvalorização da moeda, já que a liquidação do investimento nessa circunstância tende a aumentar o potencial de perda pelo investidor.<sup>152</sup> Para incentivar o passivo externo em moeda nacional, a principal estratégia foi a manutenção das taxas de juros elevadas. Atenção especial não foi dada nem ao potencial do IED estrangeiro nem do IED brasileiro na posição internacional de investimento ou na liquidez do Real no sistema monetário internacional. Mas, adicionalmente, nota-se que mesmo em se tratando de IED, cuja rentabilidade medida pela receita líquida no país de destino não está diretamente relacionada com a taxa de juros, a receita líquida relativamente ao investimento de estrangeiros no Brasil foi consideravelmente superior à receita líquida relativa ao investimento brasileiro no exterior. Por tal diferença crônica de rendas, Noiye e De Conti sugerem que a perda de poupança nacional no Brasil é estrutural, já

---

<sup>149</sup> Essas são as variáveis utilizadas do Noiye e De Conti para medir a renda relativa entre os investimentos brasileiros no exterior e os investimentos estrangeiros no Brasil, visto que o Banco Central do Brasil divulga a receita líquida de tais investimentos nas suas estatísticas do setor externo. As estatísticas do setor externo são divulgadas mensalmente pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicoestatisticas>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>150</sup> O que se mostra necessário por ter o Real uma moeda periférica, especialmente vulnerável em momentos de crise. Ver NOIJE; DE CONTI, A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. Ver também DE CONTI; PRATES; PLIHON, A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos.

<sup>151</sup> O estudo de Noiye e De Conti explora brevemente a relação entre as reservas internacionais do Brasil e a dívida externa nacional. NOIJE; DE CONTI, A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010.

<sup>152</sup> *Ibid.*

que o investimento brasileiro no exterior em diferentes circunstâncias sempre rende a taxas inferiores.<sup>153</sup>

A equipe econômica do segundo governo Lula adotou diferentes ações para lidar com os efeitos negativos da crise financeira de 2008. O governo interviu nos fluxos cambiais para conter a depreciação do Real, ainda que pontualmente, contrariando a avaliação das vozes desenvolvimentistas sobre o tema.<sup>154</sup> Para isso, o Banco Central vendeu reservas internacionais detidas em Dólar no mercado cambial brasileiro e aumentou taxas incidentes sobre o investimento de brasileiros em ações e títulos no exterior e em posições de curto prazo em Dólares americanos, com o objetivo de conter possíveis fugas de capital do Brasil.<sup>155</sup> Como resultado dessa intervenção cambial o Brasil manteve um Real estável e apreciado entre 2009-2011, como a Figura 4.12 sugere. A outra medida do governo para conter possíveis efeitos negativos da crise estava mais em linha com o pensamento novo desenvolvimentista, consistindo no lançamento do PSI, em 2009, um programa para sustentar a taxa de investimento no setor produtivo brasileiro com crédito público anticíclico. O BNDES reduziu ainda mais a taxa de juros aplicada ao crédito subsidiado para o PSI e recebeu uma transferência direta de 100 milhões de Reais do Tesouro Nacional para compor o capital a ser canalizado via empréstimo para a indústria.<sup>156</sup>

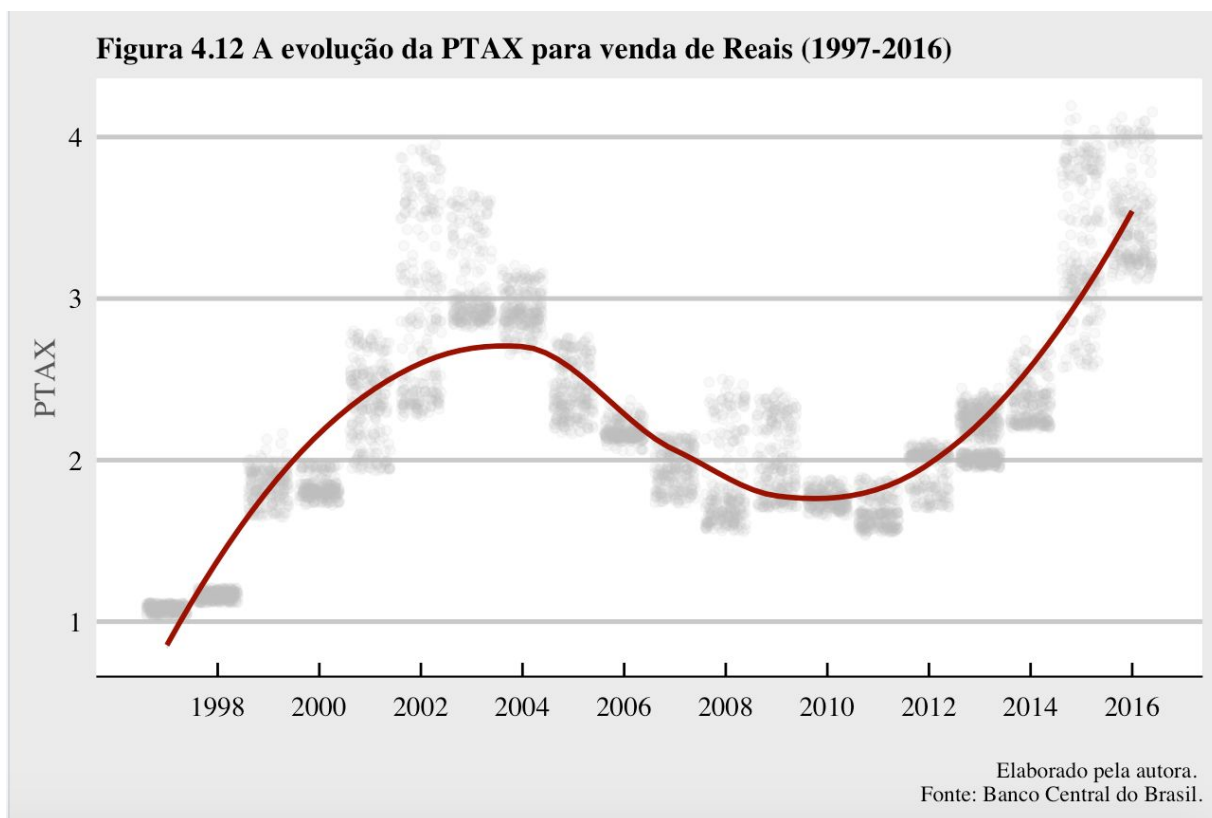
---

<sup>153</sup> *Ibid.*

<sup>154</sup> Já que o novo desenvolvimentismo argumenta sobre as vantagens de uma taxa de juros depreciada em relação ao Dólar para uma economia como a do Brasil.

<sup>155</sup> ROSSI; BIANCARELLI, Macroeconomic policy for a Social-Oriented development strategy - The Brazilian Case.

<sup>156</sup> Para um debate sobre o uso do PSI no segundo governo Lula e nos governos Rousef, ver SINGER, André, The failure of the developmentalist experiment in three acts, **Critical Policy Studies**, v. 11, n. 3, p. 358–364, 2017; CAGNIN, Rafael Fagundes *et al*, A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012), **Novos estudos CEBRAP**, n. 97, p. 169–185, 2013.



Embora o uso de crédito público subsidiado costume ser objeto de crítica no pensamento econômico ortodoxo, ou neoliberal, o aumento do seu uso para fins anticíclicos contribuiu positivamente para a imagem internacional do Brasil em 2009. É possível indicar algumas evidências nesse sentido. Uma delas é que instituições internacionais alinhadas ao pensamento ortodoxo avaliaram positivamente a capacidade do Brasil e de outros países emergentes de lidar com os efeitos da crise de 2008.<sup>157</sup> Outra evidência da boa imagem internacional do Brasil está no volume de reservas internacionais detido pelo país, que cresceu após o início da execução do PSI e continuou ascendente até o fim de 2011, como mostra a Figura 4.10, acima. Foi exatamente no fim de 2009, um ano antes do fim do segundo governo Lula, que a revista *The Economist* retratou em sua capa uma imagem do Cristo Redentor decolando como um foguete para ilustrar a velocidade do crescimento econômico brasileiro nos anos 2000.<sup>158</sup>

<sup>157</sup> O editorial da revista *The Economist*, já mencionado, resume a boa percepção do Brasil em ambientes de formulação de política internacionais. Ver *Brazil takes off*.

<sup>158</sup> Ver *Ibid.*

Mas tal percepção sobre o Brasil logo mudaria drasticamente. Para as eleições de 2010, o PT indicou a então ministra-chefe da Casa Civil, Dilma Rousseff, como sucessora de Lula. Rousseff havia sido primeiramente Ministra de Minas e Energia no primeiro governo Lula, até ser nomeada para a chefia da Casa Civil pelo ex-presidente Lula, em 2005, quando o ex-ministro José Dirceu renunciou do cargo no contexto do escândalo do Mensalão. Rousseff era uma ministra de estado com reputação reconhecida e era filiada do PT de longa data. Ela nunca havia, no entanto, ocupado um cargo eletivo no Brasil antes, motivo pelo qual sua escolha como sucessora surpreendeu a opinião pública. Apesar disso, Rousseff foi eleita em segundo turno, tornando-se a primeira mulher a assumir a Presidência da República do Brasil, o que ocorreu em 1º de janeiro de 2011.<sup>159</sup>

Contudo, se Lula governou o Brasil em harmonia com o pensamento econômico neoliberal em relação à estabilidade macroeconômica, os governos Rousseff representaram uma trajetória expressa para o divórcio entre governo e capital financeiro no Brasil. Rousseff procurou uma fidelidade com o pensamento neodesenvolvimentista como Lula jamais chegou a fazer em seus dois mandatos como presidente. No primeiro governo Rousseff, o Banco Central do Brasil e o Ministério da Fazenda atuaram de forma mais coordenada com o propósito de desenhar uma política macroeconômica mais favorável à produtividade nacional. Já em janeiro de 2011, assim que Rousseff assumiu a Presidência da República, o Banco Central começou a intervir nos fluxos cambiais, dessa vez com o objetivo de depreciar o Real e, por consequência, tentar influenciar a poupança no Brasil, em moeda nacional.<sup>160</sup>

Ao longo desse ano, o Banco Central primeiramente aumentou taxas incidentes sobre investimentos estrangeiros de portfólio e empréstimos vindos de fontes no exterior, incluindo empréstimos intra-firma, reduzindo as taxas novamente quando julgasse que a depreciação tivesse ultrapassado a banda ideal e poderia causar mais prejuízo que vantagem à indústria nacional e ao consumo doméstico por conta de possíveis pressões inflacionárias. A crise financeira do Euro, que causou pressões na fuga de capital ao longo de todo o ano de 2011, também contribuiu para a depreciação do Real ao lado da intervenção do Banco Central,

---

<sup>159</sup> Sobre o contexto que levou à indicação de Rousseff pelo PT em 2010 e que marca sua primeira eleição, ver SINGER, André, **Os Sentidos do Lulismo: Reforma Gradual e Pacto Conservador**, Ciências Humanas e Sociais edition. São Paulo: Companhia das Letras, 2012.

<sup>160</sup> Ver SINGER, The failure of the developmentalist experiment in three acts; CAGNIN *et al*, A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012).

por ter influenciado a redução das reservas internacionais (ver Figura 4.10, acima). De 2012 em diante, a taxa de câmbio do Real em relação ao Dólar não voltou a ser menor que dois Reais, diferentemente do padrão dos governos Lula, em que a taxa raramente passava desse valor (ver Figura 4.12, acima).<sup>161</sup>

Em comparação a Lula, Rousseff também inovou em matéria de política industrial. O seu programa de política industrial, o PBM, tinha escopo ainda mais amplo que o PDP, lançado no segundo governo Lula. Mas, ao contrário da PITCE e do PDP, o PBM trazia 10 metas claras a ser operacionalizadas por vários setores produtivos até 2014. Tais metas eram: i) expandir o investimento na indústria de 18,4% para 22,4% do PIB; ii) expandir os investimentos em pesquisa e desenvolvimento no Brasil de 0,59% para 0,90% do PIB; iii) melhorar a escolaridade da mão de obra na indústria, aumentando o percentual de trabalhadores com ensino médio completo de 53,7% para 65% da força de trabalho; iv) expandir a produção de bens com maior valor agregado de 44,3% para 45,3% da produção nacional; v) expandir o espaço do setor industrial intensivo em tecnologia no Brasil de 30,1% para 31,55% da indústria nacional; vi) oferecer apoio governamental para a criação de ao menos 21 mil novas pequenas e médias empresas inovadoras; vii) reduzir o consumo de energia no Brasil de 150.8 para 137 unidades de Suprimento Total de Energia Primária por unidade do PIB; viii) expandir as exportações brasileiras de 1,36% para 1,6% do comércio exterior; ix) expandir o espaço de empresas intensivas em tecnologia no setor de energia de 64% para 66% do setor; e, finalmente, x) expandir o acesso à banda larga de 13,8 milhões para 20 milhões de domicílios, com especial atenção para áreas rurais e espaços urbanos desassistidos. O PBM foi instituído com um complexo modelo de governança, que incluía comitês governamentais e conselhos setoriais com ampla participação da indústria e da sociedade civil. Os recursos financeiros para viabilizar o PBM deveriam vir de fontes de capital públicas e privadas já existentes, de preferência fontes brasileiras, como costuma vir indicado tradicionalmente nos documentos de governo do PT e em coerência com o pensamento neodesenvolvimentista. O PBM também previu uma série de incentivos fiscais setoriais para a produção de bens industriais.<sup>162</sup> De acordo com economistas brasileiros, esses

---

<sup>161</sup> Para uma análise detalhada da política cambial nos governos Rousseff, ver SINGER, *The failure of the developmentalist experiment in three acts*; CAGNIN *et al*, *A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012)*.

<sup>162</sup> Ver BRASIL, *Texto de Referência. Plano Brasil Maior, Inovar para competir. Competir para crescer. Plano 2011/2014, 2011*. Sobre a governança do PBM, ver SCHAPIRO, Mario G., *Ativismo estatal e industrialismo*

incentivos fiscais estiveram também associados com a política de controle da inflação do primeiro governo Rousseff.<sup>163</sup>

Ao lado das intervenções nos fluxos cambiais, a equipe econômica do governo Rousseff atuou de forma inesperada pela visão neoliberal mais uma vez em agosto de 2011, quando o Banco Central reduziu a taxa Selic de 12,5% para 7,5%, atingido a meta proposta um ano depois, em agosto de 2012 (ver Figura 4.9, acima). Essa foi a menor taxa básica de juros a ser fixada pelo Banco Central do Brasil não só na Era PT, mas em toda a trajetória brasileira da redemocratização do país em 1985 até então. Ao lado disso, o PAC e o PSI continuaram a receber tratamento prioritário no governo Rousseff. A ex-presidenta recomendou a expansão das linhas de crédito disponíveis para os estados brasileiros no BNDES no âmbito do PAC, assim como autorizou novas transferências do Tesouro Nacional para o BNDES no âmbito do PSI, que no ano de 2012 somaram expressivos 400 milhões de Reais.<sup>164</sup>

Para lidar com possíveis reações negativas no setor privado financeiro, Rousseff aumentou a meta do governo para o superávit primário de 2011 de 125.5 bilhões para 135.5 bilhões de Reais. Ao final, o governo atingiu um superávit primário de 128 bilhões de Reais, acima da meta original, mas abaixo da meta revisada.<sup>165</sup> Contudo, o divórcio entre o governo Rousseff e o setor financeiro começaria no ano de 2012 mesmo assim. André Singer, cientista político brasileiro, foi pioneiro em analisar o desalinhamento de interesses entre o governo Rousseff e o capital financeiro, fixando o início da sua análise no discurso da ex-presidenta no 1º de maio de 2012, no qual ela afirmou: “É inadmissível que o Brasil, que tem um dos sistemas financeiros mais sólidos e lucrativos, continue com um dos juros mais altos do mundo. Não vamos abrir mão de cobrar com firmeza quem quer que seja que cumpra seu dever.”<sup>166</sup> Nessa ocasião, Rousseff demonstrava revolta não necessariamente com a política do Banco Central de controle da inflação com base na taxa Selic, mas especificamente com o

---

defensivo: Instrumentos e capacidades na política industrial brasileira, **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-1856, 2013.

<sup>163</sup> Ver CAGNIN *et al*, A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012).

<sup>164</sup> *Ibid.*

<sup>165</sup> *Ibid.*

<sup>166</sup> Transcrição do discurso original transmitido por televisão em rede nacional feita por SINGER, André, Cutucando onças com varas curtas: O ensaio desenvolvimentista do primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014), **Novos estudos CEBRAP**, n. 102, p. 39–67, 2015., p. 39. Em algumas passagens a presente tese também cita uma versão mais atual do mesmo estudo, publicada em 2017, que é, no entanto, ao mesmo tempo atualizada e resumida em relação à primeira. Ver SINGER, The failure of the developmentalist experiment in three acts.

spread bancário praticado pelo setor financeiro privado no Brasil, que é historicamente um dos maiores do mundo e não caiu mesmo diante da redução da taxa Selic naquele contexto.<sup>167</sup>

Ademais, é possível afirmar que o experimento desenvolvimentista da Era PT não melhorou as condições estruturais para a obtenção de crédito pelo setor industrial no Brasil. A partir de 2004, quando o investimento direto de estrangeiros no setor bancário nacional teria ficado ainda mais facilitado, a tendência foi de aumento na disponibilidade de crédito no país, como esperado.<sup>168</sup> Ocorre que tal crédito foi canalizado não para a indústria ou para o setor produtivo no geral, se concentrando, na realidade, nas necessidades de financiamento das famílias brasileiras. Como mostram os dados do Banco Central do Brasil resumidos na Figura 4.13, abaixo, os financiamentos para a indústria representavam a maior parcela das operações de crédito para o setor privado entre 2002 e 2004, o que veio a mudar a partir de 2005, quando o crédito para pessoas físicas iniciou trajetória de ascensão, conquistando parcelas cada vez maiores nos anos posteriores.

Conforme o estudo de Kaltenbrunner e Paineira, são várias as explicações para as tendências observadas nas operações de crédito no Brasil para o setor privado, as quais passam, por um lado, pela predisposição dos bancos privados de aplicar crédito em operações de prazo mais curto e, por outro, pela liquidez de curto prazo a estes proporcionada pelo mercado de operações de câmbio alimentado pelas intervenções esterilizadas realizadas pelo Banco Central do Brasil para administrar a flutuação do Real em relação ao Dólar.<sup>169</sup> Como resultado, o setor indu

---

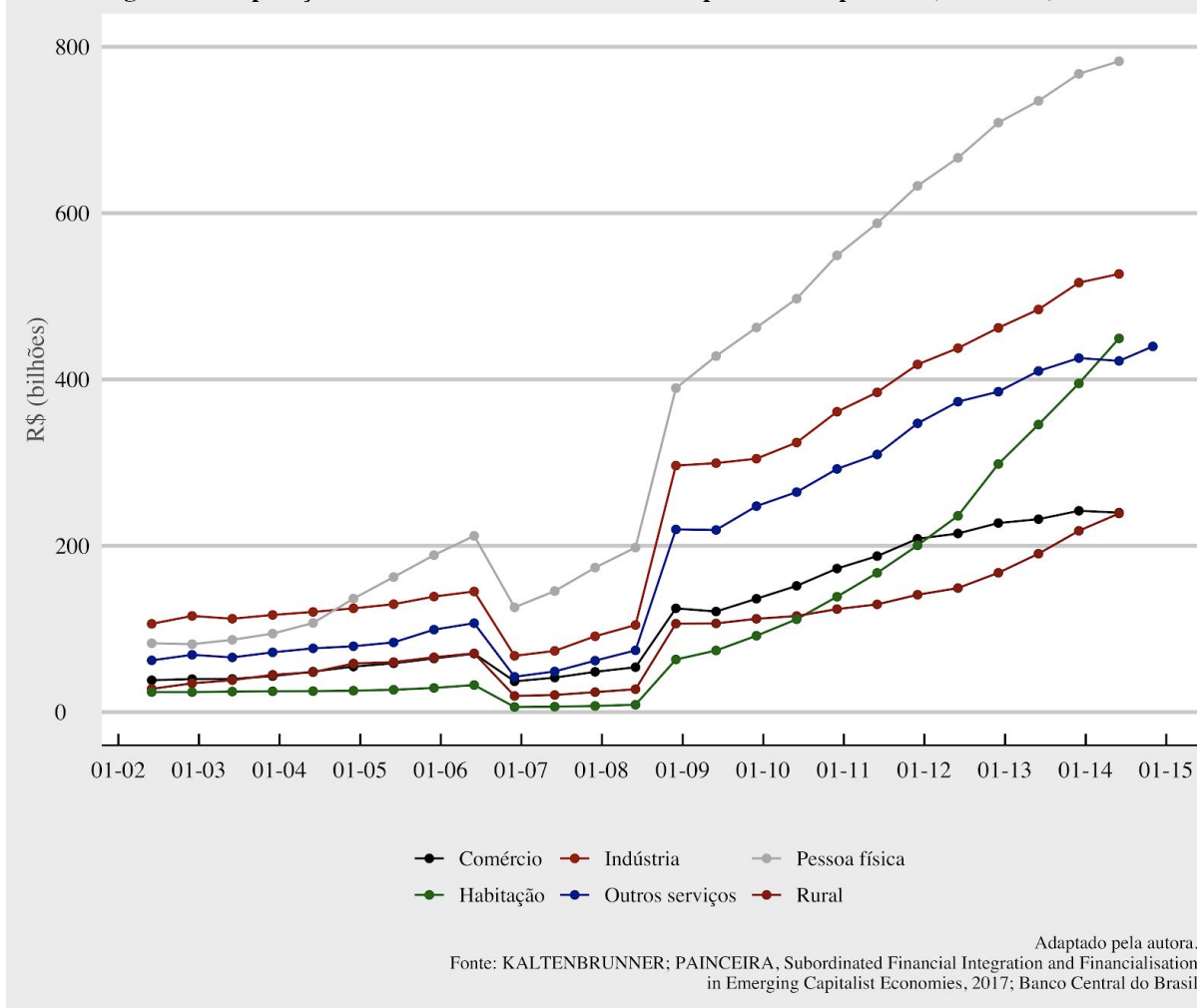
<sup>167</sup> Essa percepção também faz parte da análise de Singer. Ver SINGER, CUTUCANDO ONÇAS COM VARAS CURTAS.

<sup>168</sup> Ver a nota 91, acima, que discute as primeiras reformas regulatórias empreendidas no governo Lula, entre as quais está a intensificação da liberalização do investimento estrangeiro no setor financeiro nacional. Ver também os dados de Kaltenbrunner e Paineira sobre o aumento da disponibilidade de crédito no Brasil após 2004, a qual foi, contudo, direcionada para as famílias e não para a indústria nacional. KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies.

<sup>169</sup> As operações de crédito para pessoas físicas costumam implicar em prazos de maturação mais curtos, embora, no Brasil, às operações de crédito para a indústria também se apliquem prazos mais curtos se comparado às condições de crédito obtidas no mercado internacional. O estudo de Kaltenbrunner e Paineira tem por foco sobretudo explicar o impacto das práticas de intervenção cambial esterilizadas na oferta de crédito para o setor privado no Brasil. Conforme os autores, a demanda do Banco Central para a compra e venda de títulos cambiais teria aumentado a liquidez de curto prazo dos bancos privados em relação aos seus ativos, o que contribuiu para reforçar sua preferência também por passivos de curto prazo. Ver *Ibid.*



Figura 4.13 Operações de crédito do sistema financeiro para o setor privado (2002-2014)



rial nacional continuou a trajetória iniciada na década de 1990 pela busca de fontes de crédito estrangeiras, no exterior; assim como iniciou nos anos 2000 um processo de financeirização, pelo qual os grupos industriais de porte passaram a abrir também instituições financeiras especializadas em administrar as suas necessidades de crédito.<sup>170</sup> Ao buscar suprir suas necessidades de capital com instituições financeiras próprias, os grupos industriais brasileiros parecem, pela iniciativa privada, estar replicando a estratégia do governo chinês para o financiamento dos grupos empresariais estatais na China.<sup>171</sup>

<sup>170</sup> Essas são as principais tendências observadas para a busca de crédito pelo setor industrial brasileiro no estudo de Kaltenbrunner e Paineira, mesmo considerando a disponibilidade de crédito do BNDES para a indústria no período. Ver *Ibid.*

<sup>171</sup> Sobre os grupos empresariais estatais chineses, suas formas de financiamento, e sua relação com a internacionalização de empresas na China, ver a seção 2.2 do segundo capítulo, acima.

Além do descasamento com os interesses do setor financeiro, que a literatura econômica avalia como especialmente concentrado no capital estrangeiro, Singer indica em seu estudo que a ex-presidente Rousseff cometeu um erro fatal adiante, em setembro de 2012, quando passou via Medida Provisória e decretos uma reforma emergencial no setor de energia.<sup>172</sup> Uma quantidade expressiva dos contratos públicos no setor de energia estavam com o seu termo para ocorrer nos cinco anos seguintes e o governo federal tinha interesse em postergar tal término para economizar com a indenização a ser paga pela reversão de ativos, e também com os custos de realizar novas licitações. Contudo, as leis então em vigor no Brasil impediam a prorrogação de boa parte desses contratos. O problema é que os novos atos normativos aprovados estabeleciam em lei, ao lado de amplas possibilidades de prorrogação dos contratos públicos do setor, forma de cálculo diferente da que vinha sendo praticada para o cálculo de indenizações devidas pelo poder público ao final dos contratos de concessão de energia.<sup>173</sup> E, na sequência da aprovação desse novo marco legal, o Ministério de Minas e Energia aprovou a prorrogação antecipada de todos os contratos de empresas controladas pela estatal Eletrobrás, que é uma sociedade de economia mista com ações negociadas no mercado de capitais brasileiro.<sup>174</sup> A nova forma de cálculo das indenizações de fim de contrato de concessão no setor de energia causou a redução do valor dos ativos das empresas do grupo Eletrobrás e a estatal teve seu valor de mercado reduzido de 1.3 bilhões para 740 milhões de reais em um único dia, causando impacto negativo no valor de mercado das suas ações em flutuação. Investidores institucionais da Eletrobras consideraram a ação do Ministério de Minas e Energia para incluir a Eletrobrás dessa forma na reforma do setor energético como um verdadeiro ato de expropriação da propriedade privada no Brasil.<sup>175</sup>

A partir de 2012, a reputação do Brasil começou a se deteriorar rápido no país e no exterior. A mesma revista *The Economist*, que havia celebrado em 2009 a trajetória meteórica do Brasil rumo ao desenvolvimento impulsionado pela intervenção estatal na economia, publicou em setembro de 2013 uma nova capa com o Cristo Redentor. Dessa vez,

---

<sup>172</sup> Ver, principalmente, a Medida Provisória n.º 579, de 11 de setembro de 2012, convertida na Lei n.º 12.783, de 11 de janeiro de 2013, além dos vários decretos regulamentadores aplicáveis.

<sup>173</sup> Trata-se da metodologia designada em lei como o “valor novo de reposição”. Ver artigo 8º, parágrafo 2º, e artigo 15, parágrafo 1º, da Lei n.º 12.783, de 2012. Ver também o Decreto n.º 9.192, de 6 de novembro de 2017, sobre o valor novo de reposição.

<sup>174</sup> A Centrais Elétricas Brasileiras S.A., mais conhecida como Eletrobrás, foi criada no governo Jânio Quadros pela Lei n.º 3.890a, de 25 de abril de 1961.

<sup>175</sup> Ver SINGER, *The failure of the developmentalist experiment in three acts*.

no entanto, a atração turística carioca foi retratada como um foguete em queda, atrás da seguinte manchete: “Teria o Brasil estragado tudo?”.<sup>176</sup> No Brasil, a rejeição ao governo Rousseff era ainda mais crítica, assim como generalizada em diferentes setores da sociedade civil. De 2013 em diante, o antipetismo, o sentimento antipartidário contra o PT, que sempre foi maior que qualquer sentimento partidário positivo no Brasil de acordo com análises da ciência política, atingiu níveis recordes.<sup>177</sup>

Em junho de 2013, milhares de brasileiros foram às ruas, primeiramente de São Paulo, depois de outras capitais de estados brasileiros. Em São Paulo, o movimento começou em protesto ao aumento da tarifa de transporte público. Mas, rapidamente, uma onda de protestos que aglutinou diferentes setores da sociedade, conectados a movimentos sociais ou não, tomou as ruas de várias cidades do Brasil para verbalizar diferentes e fragmentadas insatisfações. Tais protestos reuniam nas ruas insatisfeitos com os déficits de infraestrutura urbana; com os gastos públicos expressivos com grandes eventos como a Copa do Mundo e as Olimpíadas do Rio;<sup>178</sup> com a corrupção; com a violência urbana; e, principalmente, com os partidos políticos que dominavam a política nacional.<sup>179</sup>

Essa onda de protestos continuou constante pelos dois anos seguintes. Isso contribuiu para polarizar a política no Brasil, junto com o fim do superciclo de demanda internacional por commodities primárias em que empresas brasileiras são especializadas, o que levou à estagnação econômica; e com administração da operação Lava-Jato, que usou a imprensa e a mobilização da opinião pública contra a corrupção como fator central de legitimação dos métodos de persecução criminal utilizados. As investigações e persecuções criminais no âmbito da operação Lava-Jato envolveram políticos de variados partidos, assim como atores do setor privado. Mas a articulação midiática da operação prejudicou sobretudo a imagem do PT como partido político de situação. Em sua análise, Singer avalia que a aversão à intervenção do Estado na economia cresceu nos mais variados setores da sociedade civil a

---

<sup>176</sup> Tradução da autora para a frase em língua inglesa: “*Has Brazil blown it?*”. Ver *Has Brazil blown it?*, **The Economist**, 2013.

<sup>177</sup> Ver SAMUELS; ZUCCO, **Partisans, Antipartisans, and Nonpartisans**.

<sup>178</sup> O Brasil foi selecionado para sediar a Copa do Mundo e o Rio de Janeiro foi selecionado para sediar as Olimpíadas ainda no governo Lula, mas a maior parte das obras de infraestrutura necessárias para viabilizar ambos eventos foram contratadas nos governos Rousseff.

<sup>179</sup> A análise da onda de protestos a partir de 2013 no Brasil ainda está amadurecendo nas fontes acadêmicas. Nesse sentido, ver, especialmente ALONSO, Angela; MISCHÉ, Ann, *Changing Repertoires and Partisan Ambivalence in the New Brazilian Protests*, **Bulletin of Latin American Research**, v. 36, n. 2, p. 144–159, 2017.

partir de 2013, incluindo os setores produtivos nacionais que vinham vendo resultados expressivos com as políticas desenvolvimentistas dos governos do PT.<sup>180</sup>

A ex-presidenta Rousseff chegou a ser reeleita para um segundo mandato. Isso provavelmente só foi possível porque seu único oponente com real potencial de vencer era Aécio Neves, filiado ao PSDB, um outro partido que representa a política tradicional e que perdeu espaço com o movimento anti-corrupção, apesar de não ter sofrido as consequências da Lava-Jato na mesma medida que o PT. Além disso, Aécio Neves chegou a ser pessoalmente processado na Lava-Jato, enquanto Rousseff não foi.<sup>181</sup> Mas o segundo governo Rousseff durou apenas 19 meses, tendo a ex-presidenta sido afastada do cargo em abril de 2016 e sofrido impeachment em agosto do mesmo ano.

---

<sup>180</sup> SINGER, The failure of the developmentalist experiment in three acts.

<sup>181</sup> Rousseff chegou a ser investigada em algumas ocasiões, mas nunca foi denunciada. Lula, ao contrário, é réu em vários processos criminais iniciados com a Lava-Jato, e ficou preso entre maio de 2018 e novembro de 2019 por uma condenação em segunda instância. A sua condenação em primeira instância no final de 2017 já havia sido controversa, pois ele foi acusado de receber ilegalmente um apartamento no litoral paulista da empreiteira OAS como propina pelo favorecimento da empresa em licitações da Petrobrás, mas a única prova nos autos de que o apartamento objeto da denúncia seria de Lula consistia em matéria jornalística do jornal O Globo de 2010 sobre a falência da Bancoop, que originalmente construiria o empreendimento, e deixaria no prejuízo Lula e o sua falecida esposa Marisa, que teriam pagado quotas no empreendimento a ser trocadas por unidade na torre B do empreendimento. O Ministério Público Federal do Paraná denunciou Lula por ter recebido como propina apartamento triplex, individualizado na torre A do empreendimento, que foi finalizado pela construtora OAS. Nunca houve prova documental de que o imóvel da denúncia tornou-se propriedade do ex-presidente. Também controversa foi a prisão de Lula em maio de 2018, para cumprimento da sentença pela confirmação da sua condenação, nesse caso em segunda instância, já que a prisão em segunda instância é considerada inconstitucional em várias cortes e por opiniões jurídicas no contexto brasileiro, e era objeto de várias ações declaratórias a ser julgadas pelo STF. O STF rejeitou o *habeas corpus* de Lula naquele momento, o qual os advogados do ex-presidente haviam embasado na interpretação de ser inconstitucional a prisão sem trânsito em julgado no Brasil. Vozes críticas julgavam como política a prisão de Lula, especialmente porque o PT o lançaria oficialmente como candidato para as eleições presidenciais de 2018. Recentemente, o STF decidiu pela inconstitucionalidade da prisão em segunda instância no Brasil, o que levou à soltura de Lula. O ex-presidente ainda é réu em vários processos criminais, os quais pede para ser anulados depois da série “As mensagens secretas da Lava-Jato” lançada pelo jornal The Intercept Brasil, que sugere várias ilicitudes cometidas pelos procuradores do Ministério Público Federal do Paraná e pelo juiz Sérgio Moro, responsável pela Lava-Jato no Paraná. A fonte da série de reportagens é anônima, e a principal ilegalidade indicada nos processos criminais diz respeito à atuação coordenada entre juiz e promotores, considerando que o juiz Sérgio Moro é acusado de dar sugestões de investigação e provas a ser produzidas, adiantar suas decisões e de interferir nas atividades do ministério público de outras formas. Da série “As mensagens secretas da Lava-Jato”, ver principalmente a seguinte matéria: MARTINS, Rafael Moro; DEMORI, Leandro; GREENWALD, Glenn, As mensagens secretas da Lava Jato — uma série investigativa do The Intercept Brasil, **The Intercept Brasil**, Parte 3. 2019. Ver também a ação penal No. ° 5046512-94.2016.4.04.7000/PR, que tramitou na 13ª Vara Federal de Curitiba e a matéria do jornal O Globo, MELLO, Tatiana Farah de, Caso Bancoop: triplex do casal Lula está atrasado, **O Globo**, 2010. Ver, finalmente, as Ações Declaratórias de Constitucionalidade n.º 44, 43 e 53 no âmbito do STF, cujo julgamento, em 24 de outubro de 2019, pacificou, ao menos por ora, o entendimento de que a prisão por condenação confirmada em segunda instância, mas sem trânsito em julgado, é inconstitucional no Brasil.

A série de governos subsequentes do PT acabou apenas nesse momento, mas Dilma Rousseff governou o país em situação política de extrema instabilidade entre 2013 e 2016. Assim, é razoável interpretar que uma Era PT, em que os presidentes filiados ao partido foram capazes de intervir e coordenar a intervenção estatal como chefes de governo e de Estado em situação de estabilidade política, encerrou em 2012. Em tal momento, podiam ser consideradas deterioradas tanto as sinergias entre governo e capital financeiro, quanto as sinergias entre governo e indústria. Contudo, a deterioração da imagem do governo na Era PT se deu, sobretudo, no momento em que a intervenção estatal na economia ameaçou mudanças na política monetária. Isso sugere que os interesses do setor financeiro tenderam a se sobrepor nos governos do PT, a partir de 2003, da mesma forma que ocorreu nos governos democráticos anteriores, nos anos 1990. Da mesma forma, é razoável sugerir também que atividades relevantes do setor industrial podem ter se desenvolvido de forma descoordenada das prioridades governamentais nesse momento, como esta tese argumenta em relação à capacidade de internacionalização de grandes empresas brasileiras no período.

### **4.3. Conclusão**

O principal objetivo deste capítulo foi recapitular as prioridades governamentais nos governos Lula e Rousseff, os quais a literatura indica terem promovido amplo ativismo estatal. No plano econômico, os governos Lula priorizaram a estabilidade macroeconômica e iniciativas pontuais em prol da infraestrutura, do comércio exterior e da inovação, vindo a investir em projetos mais generosos para o setor industrial a partir de 2009, com foco anticíclico e anseio de manter as taxas de emprego no contexto pós-crise de 2008. O primeiro governo Rousseff foi mais ativista em termos de política industrial e ampliou todas as iniciativas dos governos Lula nesse campo. Contudo, nenhum dos três governos examinados empreendeu reformas capazes de mudar a tendência de deterioração das condições para a produção industrial que vinha se conformando no país desde os anos 1980, especialmente no tocante ao crédito para a indústria, o qual acumulou espaço cada vez mais limitado no âmbito da oferta de crédito no Brasil, mesmo durante os governos do PT.

Além disso, nenhum dos governos em curso no período entre 2003 e 2012 priorizaram um tratamento político ou institucional a ser conferido à saída de IED do país.

Uma iniciativa mais pontual seria a diplomacia Sul-Sul, promovida especialmente nos governos Lula. Os possíveis efeitos dessa diplomacia nos fluxos de saída de IED do Brasil, no entanto, são difíceis de mapear por meio dos dados oficiais. Os dados do Banco Central do Brasil sugerem, ao contrário do esperado, que o aumento no fluxo de saída de IED do Brasil após o ano 2000 foi seguido de um aumento dos estoques de IED detidos por brasileiros em países desenvolvidos ao invés de países em desenvolvimento.

## **5 FERRAMENTAS PARA A INTEGRAÇÃO COMPETITIVA? O BNDES E O CADE**

Este capítulo revisa com maior profundidade as iniciativas de intervenção do Estado que a literatura aponta como prováveis facilitadoras da realização de IED pelas empresas brasileiras após o ano 2000. Tais iniciativas estão concentradas na política de internacionalização de empresas do BNDES, a qual alguns estudos associam ao tratamento dado pelo CADE a fusões e aquisições envolvendo o IED de empresas brasileiras.

### **5.1 A política de internacionalização do BNDES**

Como discutido no terceiro capítulo, acima, o BNDES é um banco público de desenvolvimento que tanto atende as necessidades de crédito do setor industrial a partir de prioridades governamentais como mantém suas próprias iniciativas de apoio financeiro com independência.<sup>1</sup> Desde a reorganização do Sistema BNDES na década de 1980, o banco e a sua subsidiária, a BNDESPAR, passaram a canalizar seus financiamentos de renda fixa e variável por intermédio de produtos, linhas de financiamento e programas.<sup>2</sup> No caso, os produtos são as frentes em que o Sistema BNDES opera permanentemente, os quais podem também se dividir em linhas de financiamento. Já os programas são frentes de apoio financeiro abertas de forma transitória para atender as demandas de projetos governamentais ou situações emergenciais.<sup>3</sup>

Em relação a este último instrumento de financiamento, um exemplo é o Programa BNDES de Sustentação do Investimento, lançado pelo banco para viabilizar o

---

<sup>1</sup> Ver discussão sobre o BNDES na seção 3.2 do terceiro capítulo desta tese.

<sup>2</sup> Ver os produtos, linhas de financiamento e programas que estiveram presentes no escopo de atuação do BNDES ao longo de 1994 até 2019 nos relatórios anuais do banco. Disponível em: <[https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/governanca-corporativa/relatorio-s-de-governanca/relatorio-anual-integrado/Relatorios\\_Anteriores](https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/governanca-corporativa/relatorio-s-de-governanca/relatorio-anual-integrado/Relatorios_Anteriores)>. Acesso em: 12 jan. 2021. Além da BNDESPAR e do BNDES, o Sistema BNDES é, há várias décadas, composto também pela Agência Especial de Financiamento Industrial S.A., conhecida como FINAME, uma outra subsidiária integral, voltada ao fomento da fabricação de máquinas e equipamentos no Brasil, a qual foi constituída em 1966. Ver o website do Sistema BNDES com mais informações sobre as empresas que o compõem no Brasil. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/governanca-controle/empresas-sistema-bndes/empresas-do-sistema-bndes>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>3</sup> Ver o website do BNDES para informações gerais sobre o uso dos seus produtos, linhas de financiamento e programas. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/instrumentos-de-financiamento/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

PSI, o programa de crédito anticíclico do governo federal para atender as empresas brasileiras no contexto da crise financeira de 2008.<sup>4</sup> Outros exemplos são os vários programas lançados em 2020 para apoiar as empresas brasileiras diante das perdas causadas pela pandemia do novo coronavírus.<sup>5</sup> Em relação aos demais instrumentos de financiamento, um exemplo de produto é o BNDES Exim, que se volta para o apoio financeiro a empresas brasileiras exportadoras de diferentes setores. Esse produto está disponível desde 1991 e se divide entre uma linha Exim para o pré-embarque e outra linha Exim para o pós-embarque, as quais se concentram, respectivamente, no apoio financeiro à produção e à comercialização de produtos e serviços a ser exportados por empresas brasileiras.<sup>6</sup> Ambas essas linhas são permanentes no âmbito do produto BNDES Exim, o qual, ao longo dos anos, comportou a abertura de outras linhas ligadas aos segmentos pré e pós-embarque, para incentivar produtos, serviços, ou focos específicos, como o setor de aeronaves, serviços de infraestrutura, ou produtos intensivos em inovação tecnológica.<sup>7</sup>

O Sistema BNDES disponibilizou ao público inúmeros produtos, linhas de financiamento e programas ao longo dos anos e revisar todos estes seria desnecessário para os propósitos desta tese. Um resgate dos instrumentos de financiamento disponíveis foi realizado com foco em identificar os produtos, linhas e/ou programas aplicáveis à

---

<sup>4</sup> Ver a nota 156 do quarto capítulo, acima, sobre o PSI. O website do banco não dispõe mais de informações operacionais sobre o Programa BNDES de Sustentação do Investimento, já que este instrumento financeiro teve sua vigência expirada em 2013. Alguns estudos acadêmicos sobre o PSI sugerem que o programa foi essencial para a formação de capital bruto fixo logo depois da crise de 2008, indicando também que ele teve seus efeitos reduzidos ao ser prolongado além do período ideal de uma iniciativa anticíclica. Entre tais estudos, ver MACHADO, Luciano; ROITMAN, Fábio Brener, Os efeitos do BNDES PSI sobre o investimento corrente e futuro das firmas industriais, **Revista do BNDES**, n. 44, p. 89–122, 2015. Ver também a revisão feita pelo próprio BNDES sobre os resultados do PSI, **Livro verde: nossa história tal como ela é**, Rio de Janeiro: BNDES, 2017., p. 64-72.

<sup>5</sup> Entre os quais estão o Programa Emergencial de Acesso ao Crédito; o Programa de Suspensão de Pagamentos - renegociação emergencial; o BNDES Pro-CDD - Composição de Dívidas; e o Programa BNDES de Apoio Emergencial ao Combate da Pandemia do Coronavírus. Ver o website do BNDES para mais informações sobre os programas viabilizados pelo banco para aliviar os efeitos da pandemia do coronavírus no setor produtivo brasileiro. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/bndes-contra-coronavirus>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>6</sup> Para uma auto-avaliação do BNDES em relação ao produto BNDES Exim, ver **Livro verde: nossa história tal como ela é**.

<sup>7</sup> O BNDES avalia em observação geral dos desembolsos no produto Exim que o seu crédito é particularmente relevante para a exploração de aeronaves, embarcações, máquinas de grande porte e bens e serviços de engenharia. Ver *Ibid*, p. 212. Para verificar como o escopo do produto BNDES Exim evoluiu ao longo dos anos, ver as normas de apoio à exportação do Sistema BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/instituicoes-financeiras-credenciadas/normas/normas-apoio-exportacao/normas-apoio-exportacao/>>. Acesso em: 12 jan. 2021. Para análises sobre o apoio do BNDES à exportação, ver também ALEM, Ana Claudia; CAVALCANTI, Carlos Eduardo, O BNDES e o Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras: Algumas Reflexões - BNDES, **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 43–76, 2005; GUIMARÃES, Sergio Földes *et al*, A internacionalização do BNDES, 2014.



internacionalização de empresas.<sup>8</sup> No caso, o BNDES disponibilizou o apoio a operações de IED como linhas de financiamento associadas a diferentes produtos, e algumas vezes também a programas. Os produtos envolvidos nas atividades de internacionalização foram o BNDES FINEM e o BNDES Mercado de Capitais, sendo o primeiro operado diretamente pelo BNDES e o segundo pela BNDESPAR. Entre os programas que acabaram também associados às atividades de apoio à internacionalização de empresas empreendidas pelo Sistema BNDES estiveram o BNDES PROSOFT e o BNDES PSI Capital Inovador, sempre viabilizados diretamente pelo BNDES. A Tabela 5.1, abaixo, resume os produtos e linhas de financiamento que, ao longo dos anos, acabaram consolidados na supervisão da Área Internacional do BNDES, criada em 2009, bem como o perfil de empresa que estes instrumentos financeiros se voltaram a atender.

**Tabela 5.1 Produtos da Área Internacional do BNDES em 2020**

<b>Perfil de cliente</b>	<b>Foco do financiamento</b>	<b>Produtos</b>	<b>Linhas de financiamento</b>	<b>Programas</b>
Médias e grandes empresas	Exportar e internacionalizar	<i>BNDES FINEM</i>	<i>Crédito à Internacionalização Direto</i>	
				<i>BNDES PROSOFT</i>
				<i>BNDES PSI Capital Inovador</i>
		<i>BNDES Mercado de Capitais</i>	<i>Participação societária</i>	
			<i>Debêntures</i>	
			<i>Participação em fundos de investimento</i>	
		BNDES Exim	Pré-embarque	
			Pós-embarque	
			Automático	
		Títulos de dívida externa		

Fonte: BNDES.  
Elaborado pela autora.

Segmentar os instrumentos de financiamento que se voltaram à internacionalização de empresas no Sistema BNDES é relevante na medida em que certos produtos, linhas de financiamento e programas são incentivados diretamente por recursos

<sup>8</sup> Essa busca foi realizada a partir do guia de financiamento do website do BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

financeiros oriundos de fundos governamentais. Já em outros instrumentos de financiamento, quando utilizados por iniciativa própria do BNDES, são empregados apenas recursos próprios do Sistema BNDES, consistentes em valores levantados no mercado financeiro e no mercado de capitais; bem como nos lucros retidos pelo banco após pagar os dividendos devidos aos seus investidores e à União.<sup>9</sup>

O BNDES FINEM é um produto que abrange transversalmente diferentes setores da economia, sendo aplicável a qualquer projeto acima de 10 milhões de Reais, de empresas médias e grandes<sup>10</sup> que o BNDES decidir priorizar.<sup>11</sup> Como será explorado nesta seção, o BNDES FINEM aplicou recursos na linha de Crédito à Internacionalização Direto para projetos de IED de empresas brasileiras entre 2005 e 2014. Se aplicado a empresas produtoras de insumos básicos ou bens de consumo, bem como para médias empresas, o emprego do BNDES FINEM para projetos de IED era elegível para a alocação de fundos do Tesouro Nacional ou do FND.<sup>12</sup> Nos demais casos do BNDES FINEM, e quando o Sistema BNDES veio a apoiar projetos de internacionalização via IED por operações viabilizadas pelo produto BNDES Mercado de Capitais, foram empregados recursos próprios. O apoio à internacionalização associado à inovação era elegível para os

---

<sup>9</sup> Como explicado no terceiro capítulo desta tese, os recursos da União aplicados pelo BNDES são devolvidos com juros. Ver a nota 153 do terceiro capítulo, acima, explicando a dinâmica de aplicação relativamente ao FAT. Como ocorre com a aplicação dos recursos advindos do FAT, a aplicação de outros tipos de recursos pela União no BNDES também comporta devolução conforme as regras cabíveis em cada caso. Após a devolução dos recursos devidos à União, o BNDES retém os lucros que lhe cabem. Além disso, o Sistema BNDES também usa pontualmente títulos de dívida para levantar capital com investidores nos mercados de capitais brasileiro e internacional, assim como toma empréstimos com instituições financeiras internacionais. Os títulos de dívida já emitidos incluem: debêntures da BNDESPAR, que chegou a lançar três programas diferentes de debêntures entre 2006 e 2012; Letras de Crédito Agrícola emitidas pelo BNDES entre 2012 e 2016; e títulos de dívida constantemente emitidos no exterior pelo BNDES há mais de 30 anos. O BNDES também é capaz de acumular rendimentos por meio de operações compromissadas realizadas com outros bancos do Sistema Financeiro Nacional. Ver **Livro verde: nossa história tal como ela é**, p. 109-113. Ver também as informações disponíveis no website do BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/relacoes-com-investidores/fontes-de-recursos/debentures-bn-despar>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>10</sup> Conforme o regulamento do Sistema BNDES, as médias empresas são aquelas com receita operacional bruta maior que 4,8 milhões de Reais e menor ou igual a 300 milhões de Reais. Já as grandes empresas, para fins de enquadramento no regulamento do BNDES, são todas as que apresentarem receita operacional bruta acima de 300 milhões de Reais. Tais informações são articuladas nas várias circulares do banco sobre seus produtos, linhas de financiamento e programas, e estão resumidas no seu website. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/porte-de-empresa/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>11</sup> O regulamento do BNDES FINEM está disperso em várias circulares do BNDES e pode ser acessado no website do banco. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/bndes-finem>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>12</sup> O FND foi criado originalmente pelo Decreto-Lei n.º 2.288, de 23 de julho de 1986 e chegou a ter suas regras modificadas em várias ocasiões, até ser extinto pela Medida Provisória n.º 517, de 30 de dezembro de 2010, posteriormente convertida na Lei n.º 12.431, de 27 de junho de 2011. As obrigações da União com o FND, nessa ocasião, foram assumidas diretamente pelo Tesouro Nacional. O FND era aplicado pelo BNDES e pelo Banco do Brasil em projetos envolvendo insumos básicos e bens de consumo; bem como pela FINEP em projetos envolvendo inovação.

programas BNDES PSI Capital Inovador,<sup>13</sup> a partir de recursos do Tesouro Nacional, e BNDES PROSOFT,<sup>14</sup> para o qual poderiam ser alocados tanto recursos próprios do Sistema BNDES como recursos financeiros do governo federal, via FAT, FND, e aportes diretos do Tesouro Nacional.<sup>15</sup>

Enquanto os demais produtos, linhas e programas são sempre viabilizados por empréstimos convencionais, as linhas do produto BNDES Mercado de Capitais são sempre viabilizadas por outras formas de aporte de capital, que podem consistir em operações de renda fixa ou variável. Nesse sentido, quando da aplicação do produto BNDES Mercado de Capitais, a BNDESPAR pode subscrever ações representativas do capital social das companhias financiadas diretamente;<sup>16</sup> podendo também subscrever debêntures dessas companhias, as quais são muitas vezes conversíveis em ações a critério do Sistema BNDES.<sup>17</sup> Além disso, a BNDESPAR por vezes subscreve, ao invés de debêntures ou participações acionárias diretas, cotas de fundos de investimento para intermediar as participações acionárias contratadas, especialmente em Fundos de Investimento em Participações,<sup>18</sup> os quais podem comportar como cotistas também outros

---

<sup>13</sup> O Programa BNDES PSI Capital Inovador representou a parcela do Programa BNDES PSI para empresas inovadoras.

<sup>14</sup> O BNDES PROSOFT foi um programa articulado pelo BNDES em 1997, que ganhou mais centralidade nos desembolsos do Sistema BNDES em 2004, em consonância com a PITCE, e esteve vigente até 2016. Durante os direcionamentos no âmbito da PITCE e da PDP, o programa tinha como um dos seus objetivos conciliar o potencial inovador com o potencial de internacionalização das empresas brasileiras beneficiadas. Sobre a PITCE, ver a nota 106 do quarto capítulo, acima. Para mais informações sobre o BNDES PROSOFT, ver **Livro verde: nossa história tal como ela é.**, p. 196-197. Ver também o website do BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/produto/bndes-prosoft-comercializacao>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>15</sup> As aplicações de recursos do Sistema BNDES relacionadas à internacionalização de empresas estão listadas no Anexo I desta tese.

<sup>16</sup> A BNDESPAR financia somente sociedades por ações assim compreendidas conforme a Lei n.º 6.404, de 1976. Quando do apoio à internacionalização de empresas brasileiras, a BNDESPAR pode, ainda, subscrever BDRs, certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em valores mobiliários de emissão de sociedades constituídas sob legislação estrangeira, mas com controle societário detido por pessoas físicas ou jurídicas brasileiras. Ver artigo 9º do Estatuto Social da BNDESPAR. BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL, Estatuto Social da BNDES Participações S/A - BNDESPAR Aprovado em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 29.06.2018 (5ª AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 11.07.2018, e alterado pelas seguintes Assembleias Gerais: de 12.09.2018 (6ª AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 18.09.2018; de 28.12.2018 (9ª AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 22.01.2019, de 07.06.2019 (11ª AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 11.06.2019, de 18.10.2019 (14ª AGE) e de 23.03.2020 (15ª AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 26.03.2020.

<sup>17</sup> Ver os incisos do artigo 7º do Estatuto Social da BNDESPAR. Ver nota 16, acima.

<sup>18</sup> Existem vários tipos de fundo de investimento no Brasil, como atualmente regulado, no geral, pela Instrução CVM n.º 555, de 17 de dezembro de 2014. Existem também os fundos de investimento com regras específicas, entre os quais estão os Fundos de Investimento em Participações, ou FIPs, os quais estão hoje tipificados na Instrução CVM n.º 578, de 30 de agosto de 2016. Um outro fundo de investimento típico que foi muito utilizado pelo BNDES para o apoio a empresas inovadoras, o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, está regulado na Instrução CVM n.º 109, de 25 de março de 1994. Sobre as soluções do Sistema BNDES para apoiar empresas inovadoras, especialmente abrangendo suas ações entre a década de

investidores em capital de risco.<sup>19</sup> A não ser quando se trata de casos de subscrição de participação acionária em oferta pública de distribuição ações registrada conforme o regulamento da CVM,<sup>20</sup> a BNDESPAR impõe como condicionalidade ao financiamento pelo produto BNDES Mercado de Capitais, em operações de renda variável, a assinatura de um acordo de acionistas com os detentores do controle societário da sociedade investida.<sup>21</sup> Em tais acordos de acionistas, conforme a política atuação em renda variável publicada e revista pelo Sistema BNDES ao longo dos anos, a BNDESPAR busca estritamente a manutenção de uma influência societária por meio da indicação de membros do conselho de administração ou de comitês específicos e pela manutenção de poderes de veto que lhe permitam, de um lado, monitorar seus investimentos enquanto aplicações financeiras<sup>22</sup> e, de outro, garantir que o padrão de governança corporativa das sociedades da sua carteira vai permitir a listagem em mercado de capitais no futuro. O desinvestimento pelo mercado de capitais é a estratégia preferível da BNDESPAR, embora os acordos de acionistas também prevejam outras opções de saída, como opções de venda que podem ser exercidas contra os acionistas controladores.<sup>23</sup>

A BNDESPAR normalmente pede em seus acordos de acionistas a listagem das companhias que recebem seu investimento no Novo Mercado ou no Bovespa Mais, se estas já não forem companhias abertas.<sup>24</sup> O Novo Mercado é um dos segmentos de listagem criados no ano 2000 pela autorregulação da então Bovespa, a bolsa de valores brasileira, hoje designada B3, após algumas fusões e reestruturações. Em tal ano, a bolsa de valores lançou segmentos de listagem diferenciados do segmento tradicional, que é regulado pelas leis federais e regulamentações da CVM, de forma a estabelecer regras mínimas voltadas à

---

1990 e o início dos anos 2000, ver SCHAPIRO, Mario, **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia**, São Paulo: Saraiva, 2012.

<sup>19</sup> Ver art. 7º, inciso IV, do Estatuto Social da BNDESPAR. Ver nota 16, acima.

<sup>20</sup> A BNDESPAR tem como parte do seu escopo de atuação adquirir valores mobiliários em ofertas públicas de distribuição primária e/ou secundária, conforme regulamentadas atualmente pela Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003.

<sup>21</sup> Inferência da autora com base nas operações do Sistema BNDES analisadas neste capítulo e em outros estudos de sua autoria. Ver MARINHO, Sarah Morganna Matos, Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR, **Revista Direito GV**, v. 14, n. 3, p. 847-885, 2019.

<sup>22</sup> Ver discussão na seção 3.2 do terceiro capítulo sobre o caráter de investimento em capital de risco dos investimentos realizados pela BNDESPAR desde a reestruturação do Sistema BNDES em 1982, amplamente aceito na literatura jurídica. Ver especialmente as referências da nota 225 do terceiro capítulo, acima. Ao longo da maior parte da sua existência, o Estatuto Social da BNDESPAR indicava que a subsidiária deveria, preferencialmente, realizar participações minoritárias. Na sua última revisão pelo BNDES, contudo, ficou estabelecido no artigo 7º, inciso I, do Estatuto Social da BNDESPAR que esta só pode realizar participações acionárias minoritárias em relação ao capital votante, obrigatoriamente. Ver nota 16, acima.

<sup>23</sup> Conforme observado pela autora em outro trabalho. Ver MARINHO, Explorando os laços do capitalismo no Brasil.

<sup>24</sup> *Ibid.*

proteção do valor da propriedade dos acionistas minoritários das sociedades empresárias que aderissem a tais segmentos especiais voluntariamente. Entre os segmentos resultantes da autorregulação, o Novo Mercado é o mais sofisticado na busca pela preservação de valor da propriedade dos acionistas minoritários e exige das companhias aderentes, entre outras obrigações: i) a emissão exclusivamente de ações ordinárias, sempre com direito a voto;<sup>25</sup> ii) o direito de tag along aos acionistas minoritários por ao menos 100% do valor pago pelas ações de controle nos casos de alienação de controle societário;<sup>26</sup> iii) direitos especiais aos acionistas minoritários em caso de cancelamento de registro de companhia aberta ou mudança de segmento de negociação pelos acionistas controladores;<sup>27</sup> iv) a manutenção, em regra, de ao menos 25% do capital social em livre circulação;<sup>28</sup> v) a elaboração de uma política de negociação de valores mobiliários, de código de conduta, e a manutenção de calendário de eventos corporativos, o qual deve prever ao menos uma reunião pública anual;<sup>29</sup> vi) um conselho de administração com ao menos cinco membros, dos quais ao menos 20% devem ser conselheiros independentes, assim definidos como pessoas naturais não associadas aos acionistas controladores;<sup>30</sup> vii) a vedação de quóruns

---

<sup>25</sup> A Lei n.º 6.404, de 1976, em contrapartida, admite que as sociedades por ações brasileiras emitam ações preferenciais, além das ordinárias, não possuindo as ações preferenciais, por regra, direito a voto. Regulando o direito das companhias fechadas brasileiras de emitir ações preferenciais, sem direito a voto, ver, por exemplo, o artigo 15, parágrafo 2º, da Lei n.º 6.404, de 1976.

<sup>26</sup> Na sua redação original a Lei n.º 6.404, de 1976, tinha determinado que o adquirente do controle acionário de companhia aberta no Brasil estaria submetido à condição suspensiva da realização de oferta pública de aquisição da totalidade das ações em circulação por 100% do valor pago pelas ações de controle. Tal direito dos detentores de ações minoritárias do capital social de companhias abertas no Brasil foi primeiramente suprimido pela Lei n.º 9.457, de 5 de maio de 1997, quando os leilões de privatização de empresas estatais ainda eram recorrentes. Posteriormente, a Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001, acrescentou o artigo 254-A à Lei n.º 6.404, que estabeleceu o direito de tag along por 80% do valor pago pelas ações de controle e está vigente até os dias atuais.

<sup>27</sup> As companhias listadas no Novo Mercado, caso tenham seu registro cancelado, devem pagar ao menos o valor justo previsto em lei pelas ações minoritárias e aceitar que os acionistas minoritários detentores de ao menos um terço do capital social permaneçam como acionistas da companhia se assim desejarem. Ver artigo 42 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado. B3, Regulamento do Novo Mercado, 2017. Ver também o artigo 4º, parágrafo 4º, da Lei n.º 6.404, de 1976, que dispõe sobre o cálculo do valor por ação a ser pago aos acionistas minoritários em caso de cancelamento do registro de companhia aberta junto à CVM.

<sup>28</sup> A Lei n.º 6.404, de 1976, não exige um capital mínimo a ser mantido em circulação pelas companhias abertas genericamente registradas na CVM para a negociação de ações.

<sup>29</sup> A Lei n.º 6.404, de 1976, não exige tais documentos das companhias genericamente registradas como companhias abertas na CVM para a negociação de ações.

<sup>30</sup> A Lei n.º 6.404, de 1976, exige que as companhias abertas genericamente registradas na CVM tenham um conselho de administração, com no mínimo três membros, não exigindo a eleição de conselheiros independentes dos acionistas controladores. Ver artigo 140 da Lei n.º 6.404, de 1976. Para fins de enquadramento no regulamento de listagem do Novo Mercado, o seu artigo 16, parágrafo 1º, em seus incisos, define que não se enquadra como conselheiro independente: i) o acionista “controlador direto ou indireto da companhia”; ii) pessoa que tenha “seu exercício de voto nas reuniões do conselho de administração vinculado por acordo de acionistas que tenha por objeto matérias relacionadas à companhia”; iii) “cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador”; e iv) pessoa que tenha sido, “nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da companhia ou do seu acionista controlador”. Ver B3, Regulamento do Novo Mercado.

qualificados e a garantia do direito de votos a todos os acionistas na assembleia geral;<sup>31</sup> bem como viii) a submissão à Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 para a resolução de controvérsias entre os acionistas, ou entre estes e a companhia.<sup>32</sup>

Anos depois, em 2014, foram criados outros dois segmentos de listagem na autorregulação da bolsa de valores brasileira, o Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2, que visam a negociação de ações de companhias menores, ainda sem porte para ingressar no Novo Mercado, arcando com seus custos e requisitos mínimos de ações em circulação. A diferença entre esses segmentos é que o Bovespa Mais admite companhias que emitem apenas ações ordinárias, enquanto o Bovespa Mais Nível 2 admite que as companhias listadas emitam ações preferenciais. Em ambos cabe, em acréscimo aos direitos mínimos da Lei n.º 6.404, de 1976, a exigência de realização de oferta pública de aquisição no mínimo pelo valor econômico avaliado das ações minoritárias quando da decisão pelos acionistas controladores de cancelar o registro de companhia aberta. A mesma regra cabe se a companhia migrar para outro segmento de mercado que não o Novo Mercado, no caso

---

<sup>31</sup> Em contrapartida às regras gerais da Lei n.º 6.404, de 1976, que admitem ações sem direito a voto em assembleia geral de acionistas, embora com vantagens no recebimento de dividendos, ou outros direitos. Ver nota 25, acima.

<sup>32</sup> A literatura aponta que a colaboração do BNDES, da Superintendência de Previdência Complementar, em nome dos fundos de pensão, bem como de investidores institucionais estrangeiros foi essencial na formulação dos regulamentos de listagem para os segmentos especiais a serem aplicados à bolsa de valores brasileira. Todos esses atores avaliavam que as companhias brasileiras precisavam de uma estrutura de governança corporativa mais profissional e mais favorável à geração de valor para os acionistas minoritários para vir a ser mais amplamente negociadas por meio de ações no mercado de capitais. Nesse sentido, ver GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana, Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union, *Stanford Law Review*, v. 63, n. 3, p. 475–537, 2011; SCHAPIRO, Mario, Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco, *in*: TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario (Orgs.), **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 259–301; SANTANA, Maria Helena, **O Novo Mercado**, São Paulo: Bovespa, 2008. Em acréscimo ao Novo Mercado, os outros segmentos especiais lançados pela então Bovespa no ano 2000 foram o Nível 1 e o Nível 2. O Nível 1 dos segmentos da autorregulação da hoje chamada B3 é o menos sofisticado na tentativa de preservação de valor da propriedade dos acionistas minoritários em relação às regras gerais da Lei n.º 6.404, de 1976, exigindo apenas, em acréscimo a esta, que as empresas aderentes mantenham ao menos 25% do capital social em livre circulação; assim como tenham política de negociação de valores mobiliários, elaborem código de conduta, e mantenham calendário de eventos corporativos, devendo este prever também ao menos uma reunião anual. O Nível 2 está em patamar intermediário entre o nível de proteção conferido pelo Nível 1 e o conferido pelo Novo Mercado. Esse segmento permite que as empresas aderentes tenham ações preferenciais, contanto que estas tenham direito a voto em deliberações sobre fusões, aquisições, incorporações e a celebração de contratos entre o acionista controlador e a companhia quando tais matérias estiverem sujeitas à deliberação em assembleia geral. Além disso, o Nível 2 garante o direito de tag along por ao menos 100% do valor de venda das ações de controle, assim como exige a realização de oferta pública de aquisição das ações ordinárias e preferenciais pelo valor econômico avaliado caso os acionistas controladores aprovelem o cancelamento de registro ou a mudança de segmento de listagem, para segmento inferior em nível de proteção. Ver B3, Regulamento do Novo Mercado; BM&FBOVESPA, Nível 1 de Governança Corporativa, 2011, p. 1; BM&FBOVESPA, Nível 2 de Governança Corporativa, 2011, p. 2. O regulamento dos segmentos de listagem especiais podem ser consultados no website da B3. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/](http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

das companhias listadas no Bovespa Mais, e que não o Novo Mercado ou o Bovespa Mais, para as companhias listadas no Bovespa Mais Nível 2.<sup>33</sup>

O Sistema BNDES forma um grupo de empresas estatais, sendo o BNDES uma empresa pública no sentido formal e as demais integrantes do seu grupo econômico suas subsidiárias integrais.<sup>34</sup> O BNDES, por décadas, foi submetido unicamente à supervisão do Conselho Monetário Nacional, como uma instituição financeira comum, mas sua missão pública veio a ser objeto de ajuste em diferentes governos. Em 1993, no governo Itamar Franco, o Sistema BNDES foi submetido ao Ministério do Planejamento e Orçamento.<sup>35</sup> Já no final do governo FHC, em 1999, o banco, com suas subsidiárias, foi transferido para a gestão do recém-criado MDIC.<sup>36</sup> Mais recentemente, no governo Jair Bolsonaro, o MDIC foi incorporado pelo Ministério da Economia, ao qual o Sistema BNDES está atualmente submetido.<sup>37</sup>

Embora fontes de diferentes literaturas sugiram que o apoio financeiro do BNDES está preponderantemente alinhado com as prioridades governamentais, especialmente em se tratando dos governos do PT nos anos 2000,<sup>38</sup> a atuação independente do banco consiste em marca típica da sua trajetória e parece mais provável para explicar sua linha de crédito para financiar o IED de empresas brasileiras no exterior. O interesse do BNDES na internacionalização das empresas brasileiras pode ser identificado em fontes documentais do banco desde meados da década de 1990. Em 1995, circulou internamente no BNDES o relatório de pesquisa realizada em forma de questionário para explorar os modos de internacionalização das empresas da carteira do banco que declaravam ter

---

<sup>33</sup> Ver BM&FBOVESPA, Bovespa Mais, 2014; BM&FBOVESPA, Bovespa Mais - Nível 2, 2014.

<sup>34</sup> O regime legal de base que rege as atividades do BNDES, com as modificações posteriores operadas por lei, está consolidado até os dias atuais na Lei n.º 5.662, de 21 de junho de 1971, que converteu o banco em uma empresa pública conforme o regime legal do Decreto-Lei n.º 200, de 1967.

<sup>35</sup> Ver a Lei n.º 8.490, de 1992, sobre a organização dos ministérios do executivo federal no governo Itamar Franco.

<sup>36</sup> Sobre o contexto de criação do MDIC, ver especialmente a nota 85 do quarto capítulo, acima, e o texto que esta acompanha.

<sup>37</sup> Ver a Lei n.º 13.844, de 18 de junho de 2019.

<sup>38</sup> Na literatura de negócios internacionais, ver especialmente HENNART, Jean-François; SHENG, Hsia Hua; CARRERA, José Marcos, Openness, international champions, and the internationalization of Multilatinas, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 518–532, 2017. Na literatura de economia política comparada, ver especialmente AMANN, Edmund, Technology, public policy, and the emergence of Brazilian multinationals, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**, Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 187–220; SCHNEIDER, Ben R., Big Business in Brazil: Leveraging Natural Endowments and State Support for International Expansion, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**, Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 159–186.

subsidiárias para produzir no exterior.<sup>39</sup> O questionário também explorou as dificuldades que essas empresas encontravam para expandir internacionalmente. Na sua introdução, o relatório de pesquisa explica que a saída de IED de países ricos representava uma das consequências da maturidade destes enquanto economias industrializadas capazes de produzir bens e serviços com alto valor agregado.<sup>40</sup> Então, compreender as competências e dificuldades das empresas brasileiras no seu processo de internacionalização via IED seria um passo importante no diagnóstico da maturidade do setor industrial brasileiro.<sup>41</sup>

Entre as empresas investigadas pelo BNDES, trinta confirmaram ter subsidiárias produzindo no exterior e declararam vários obstáculos relacionados à realização de IED, encontrados no contexto do Brasil ou no contexto do país de destino do investimento. Após listar as respostas em ordem de recorrência, os autores da pesquisa, sobre as multinacionais brasileiras internacionalizadas até 1994, concluíram que o maior obstáculo para a internacionalização das empresas brasileiras via IED era a falta de opções de crédito no sistema financeiro brasileiro para financiar as operações de investimento direto em outros países. As empresas investigadas contaram com fontes de crédito estrangeiras para expandir para o exterior, crédito este que elas afirmaram ter levantado em condições desfavoráveis tanto em relação ao crédito disponível para atividades no Brasil, como em relação às condições mais favoráveis de crédito que suas concorrentes encontram nos seus países de origem. Entre as dificuldades comuns na produção dessas empresas no exterior, a principal era a de levantar fontes de capital para continuar seus investimentos em outros países após a operação inicial.<sup>42</sup>

O BNDES continuou monitorando as atividades de IED das empresas da sua carteira como possível ao longo dos anos, até divulgar outro relatório sobre o tema em 2005.<sup>43</sup> Nesse novo relatório, os autores da pesquisa sugerem que nenhuma política de facilitação para a saída de IED estava em curso no Brasil naquele momento, mas que o BNDES iniciaria naquele ano uma política própria, a partir de esforços iniciados em 2002.<sup>44</sup> Naquele momento, o banco considerava que boa parte de suas clientes com bom potencial exportador teria também um perfil para expandir para o exterior via IED e, com

---

<sup>39</sup> Ver BONELLI, Regis (coord.), **Caracterização do processo de internacionalização de grupos econômicos privados brasileiros**, [s.l.]: AP/DEPES, GEPES 1, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1995.

<sup>40</sup> *Ibid.* O relatório se refere ao modelo IDP, da literatura de negócios internacionais, que foi revisada no segundo capítulo desta tese, na seção 2.2.

<sup>41</sup> *Ibid.*, p. 2-4.

<sup>42</sup> *Ibid.*, p. 15.

<sup>43</sup> Ver ALEM; CAVALCANTI, O BNDES e o Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras.

<sup>44</sup> *Ibid.*



isso, impactar positivamente as exportações brasileiras, em termos quantitativos e qualitativos, a partir de mais bases no exterior.<sup>45</sup> Seria impossível, no entanto, ao banco lançar essa política de apoio à internacionalização sem uma coordenação com o governo federal, porque o estatuto social do BNDES proibia o banco e sua subsidiária, a BNDESPAR, de abrirem filiais no exterior e de financiar projetos sediados em outros países, mesmo projetos que fossem executados por empresas brasileiras. No final de 2002, o BNDES foi bem sucedido em negociações com o governo FHC, que aprovou um novo estatuto social para o banco, viabilizando a linha de crédito para a saída de IED que o seu corpo técnico vinha, há anos, explorando como iniciar.<sup>46</sup>

De acordo com seus relatórios, o BNDES vinha recebendo solicitações de empresas brasileiras por crédito para realizar IED desde 2002. No entanto, tanto as fontes primárias quanto as fontes secundárias consultadas indicam que o primeiro financiamento concedido pelo banco para uma empresa brasileira para esse fim foi aprovado apenas em 2005, quando a JBS levantou financiamento a partir da linha Crédito à Internacionalização Direto do BNDES FINEM para adquirir uma concorrente na Argentina, a *Swift Argentina*.<sup>47</sup> Em entrevista para o jornal Valor Econômico, Isabel Aboim, a primeira superintendente da Área Internacional do BNDES afirmou em 2010 que o banco originalmente queria condicionar o apoio à internacionalização de empresas a metas de exportação.<sup>48</sup> Mas, diante

---

<sup>45</sup> *Ibid.*

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 69-70. O novo estatuto também promoveu outras modificações na governança do banco. Ver o Decreto n.º 4.418, de 11 de outubro de 2002, com o estatuto do BNDES. Ver especialmente o artigo 2º do Decreto n.º 4.418, que diz o seguinte: “O BNDES tem sede e foro em Brasília, Distrito Federal, e atuação em todo o território nacional, podendo instalar e manter, no País e no exterior, escritórios, representações ou agências.”

<sup>47</sup> Como fontes secundárias sobre a política de apoio à internacionalização de empresas do BNDES, ver CASEIRO, Luiz Carlos Zalaf; MASIERO, Gilmar, OFDI promotion policies in emerging economies: the Brazilian and Chinese strategies, **critical perspectives on international business**, v. 10, n. 4, p. 237–255, 2014; ROCHA, Danilo, Estado, empresariado e variedades de capitalismo no Brasil: política de internacionalização de empresas privadas no governo Lula, **Revista de Sociologia e Política**, v. 22, n. 51, p. 77–96, 2014; GUIMARÃES *et al.*, A internacionalização do BNDES; ALEM; CAVALCANTI, O BNDES e o Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras. A primeira operação de financiamento para a realização de IED pelo BNDES foi confirmada em consulta aos dados primários publicados pelo banco no seu website, no qual desde 2002 estão divulgadas informações individualizadas sobre os financiamentos concedidos, incluindo o nome do cliente, o valor aplicado, a linha de crédito/política associada, a taxa de juros utilizada, entre outras informações. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia>>. Acesso em: 12 jan. 2021. No caso, o crédito para a aquisição da *Swift Argentina* pela JBS foi aprovado em 18 de agosto de 2005 e, no mesmo ano, em 29 de setembro de 2005, o BNDES viria a aprovar crédito para a internacionalização mais uma vez, agora para a Bematech S.A., hoje adquirida pela Totvs Large Enterprise Tecnologia S.A.. Contudo, o crédito concedido para a Bematech se voltou nesse momento a apoiar as atividades de pesquisa e desenvolvimento da empresa, para fortalecer sua posição como uma empresa de potencial multinacional no setor de tecnologia da informação, sem estar associado a uma operação de IED específica.

<sup>48</sup> A entrevista concedida por Aboim pode ser consultada em DURÃO, Vera Saavedra, BNDES quer financiar direto no exterior. , 8 jan. 2010, **Valor Econômico**, 2010.

da resistência das empresas brasileiras elegíveis em se submeter a esse tipo de condicionalidade, o banco acabou aceitando garantias bancárias usuais para aprovar os financiamentos da sua linha de apoio à internacionalização de empresas via IED.<sup>49</sup>

O presidente do BNDES pela maior parte dos governos do PT, Luciano Coutinho, chegou a afirmar em 2013, também em entrevista à imprensa, que apenas poucas empresas brasileiras, de setores específicos, teriam apresentado potencial de internacionalização via IED, de forma a obter, por esse potencial, apoio financeiro do banco.<sup>50</sup> Esses setores seriam: proteína animal; agricultura; petróleo e gás; papel e celulose; assim como tecnologia da informação. Nessa entrevista, Coutinho disse ainda que a linha de crédito do BNDES para o apoio à saída de IED do Brasil concedeu apoio financeiro para poucos projetos de investimento de empresas nesses setores. De acordo com ele, o banco teria descontinuado a iniciativa no fim de 2013.<sup>51</sup>

Um relatório mais recente elaborado em parceria por economistas do BNDES e publicado como um estudo independente do banco no fim de 2014 oferece mais detalhes sobre a linha de crédito para o apoio à realização de IED.<sup>52</sup> Esse estudo sugere que o BNDES aprovou financiamentos para 18 operações de IED entre 2005 e 2014, a maior parte dessas operações consistindo em aquisições internacionais, embora algumas tenham envolvido investimentos em operações novas. Conforme os autores do relatório, o BNDES concedeu empréstimos em oito desses projetos, associados ou não a participações societárias da BNDESPAR, que foram usadas em 11 dos projetos. Incluindo as operações de renda fixa e variável, o banco teria despendido o valor nominal de 10,8 bilhões de Reais com essa linha de crédito para apoiar IED. O relatório também indica que, no âmbito dos projetos de IED apoiados, oito eram de empresas do setor agrícola; três eram de empresas do setor de tecnologia da informação; enquanto os outros sete eram, cada um, de empresas de um dos seguintes setores: produtos farmacêuticos; maquinário; energia; mineração; bebidas; construção civil; e óleo e gás. Outras fontes secundárias também investigaram a política do banco para o apoio à saída de IED do Brasil, e, ainda que essas outras fontes

---

<sup>49</sup> Ver *Ibid.* Confirmando a resistência das empresas brasileiras em se comprometer com metas de exportação para receber crédito para a internacionalização, ver VEIGA, Pedro da Motta; RIOS, Sandra Polónia, Inserção em cadeias globais de valor e políticas públicas: O caso do Brasil, **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-2069, 2015.

<sup>50</sup> A entrevista concedida por Luciano Coutinho pode ser consultada em COUTINHO, Luciano, BNDES decide abandonar a política de criação de “campeãs nacionais”, **O Estado de São Paulo**, 2013.

<sup>51</sup> *Ibid.*

<sup>52</sup> GUIMARÃES *et al.*, A internacionalização do BNDES.

individualizem operações de IED que receberam apoio financeiro, todas elas chegaram a resultados diferentes quanto aos projetos de internacionalização que o BNDES financiou.<sup>53</sup>

Foi difícil compreender os detalhes sobre a política do BNDES para a internacionalização de empresas com base em outros estudos disponíveis, já que estes divergem exatamente em relação ao escopo dessa política e aos projetos de IED que ela alcançou. Diante disso, o repositório de dados primários do BNDES foi explorado em busca de uma lista das empresas e projetos beneficiados.<sup>54</sup> Uma análise dos desembolsos do Sistema BNDES na base unificada das operações do banco entre 2002 e 2020 retornou 29 operações de financiamento em apoio à internacionalização, para 20 empresas, que foram financiadas pelo BNDES entre 2005 e 2014 (ver Anexo I).<sup>55</sup> O valor nominal somado dessas 29 operações corresponde a pouco menos de 13,9 bilhões de Reais.

As 20 empresas que receberam apoio para a internacionalização conforme os dados primários consultados estão concentradas em alguns setores da economia (ver Figura 5.1). No setor de alimentos e bebidas, apareceram a JBS, assim como a Bertin S/A; a Independência Participações S.A.; e a Marfrig Global Foods S.A. Uma outra empresa, a Ouro Fino Participações e Empreendimentos S.A., foi classificada como atuante no setor do agronegócio. Juntas, as empresas do setor de alimentos e bebidas e a representante do setor do agronegócio receberam do Sistema BNDES aproximadamente 11,8 bilhões de Reais para fins de internacionalização, ou 85,6% do valor total alocado para essa finalidade.<sup>56</sup>

---

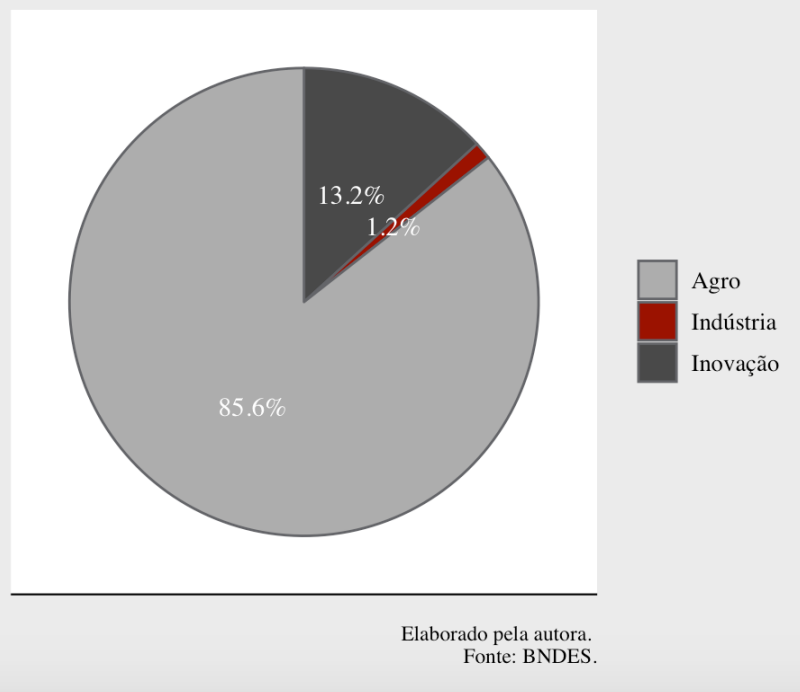
<sup>53</sup> Outras fontes secundárias são CASEIRO; MASIERO, OFDI promotion policies in emerging economies; ROCHA, Estado, empresariado e variedades de capitalismo no Brasil. A divergência observada em relação às operações catalogadas nas diferentes fontes secundárias consultadas é explicada em parte por ter o BNDES revisado seus dados primários em algumas ocasiões. Ver, nesse sentido, a nota 55, abaixo. Além disso, algumas fontes secundárias consideram como apoio à internacionalização de empresas operações de financiamento no âmbito do BNDES Exim, que são na verdade voltadas para a exportação, e não envolvem IED.

<sup>54</sup> Sobre a disponibilidade dos dados primários do BNDES para consulta sobre operações de financiamento individualizadas, ver nota 47, acima.

<sup>55</sup> Esse foi o resultado de uma busca nas planilhas obtidas com todas as operações do Sistema BNDES entre 2002 e 2020, por empresa beneficiada, a partir da palavra-chave “internacionalização”, a qual a autora observou que engloba os diferentes produtos e linhas que o Sistema BNDES alocou para a iniciativa de apoiar o IED de empresas brasileiras. Também cabe mencionar que a autora fez a mesma busca, com a mesma palavra-chave, nos dados primários sobre os desembolsos do Sistema BNDES em 2016, 2017, 2018 e 2019. Em tais anos, a busca sempre retornava 14 operações de IED de oito empresas, como indicado no texto apresentado pela autora para o seu exame de qualificação, que ocorreu em 10 de agosto de 2018. Contudo, ao longo do ano de 2020, o BNDES empreendeu revisões nos dados primários disponibilizados ao público com suas operações por empresa. Com essas revisões, passaram a constar nos dados primários do Sistema BNDES as operações de IED analisadas nesta seção, que estão também listadas no Anexo I. Ver também a nota 47, acima.

<sup>56</sup> Ver Anexo I.

**Figura 5.1 Desembolsos do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas por setor (2005-2014)**



Outro perfil presente entre as beneficiárias do apoio financeiro do BNDES à internacionalização por IED é o das empresas atuantes na indústria de transformação, em setores voltados para atividades inovadoras e intensivas em produtos com alto valor agregado. Entre tais empresas estão: a Totvs Large Enterprise Tecnologia S.A.<sup>57</sup> e a Itaotec S.A., que fabricam equipamentos de informática, eletrônicos e ópticos; a BRQ Soluções em Informática S.A., a Comtrafo Indústria de Transformadores Elétricos S.A., a Cipher S.A. e a Padtec S.A., que atuam amplamente em projetos de tecnologia da informação; a Procable Energia e Telecomunicações S.A., que oferece soluções de engenharia na área de energia; a WEG Equipamentos Elétricos S.A., fabricante máquinas e aparelhos elétricos; a Eurofarma Laboratórios S.A., que produz produtos farmacêuticos e farmacêuticos; a Braskem Idesa S.A.P.I, subsidiária internacional da Braskem S.A. em controle comum com a parceira internacional Idesa, que produz petroquímicos de primeira e segunda geração; a Metalfrio Solutions S.A., que produz refrigeradores de uso comercial; bem como a Fitesa S.A., que produz não tecidos e polipropileno para a indústria têxtil e de produtos de higiene. As empresas de perfil inovador e tecnológico receberam, juntasm pouco mais de

<sup>57</sup> A Totvs aparece atualmente nos dados primários do BNDES sobre o apoio à internacionalização de empresas por ter vindo a adquirir a Bematech S.A. em 2015, a qual recebeu financiamentos do Sistema BNDES para fins de internacionalização em 2005 e 2010. Ver nota 47, acima, e as operações listadas no Anexo I.

1,8 bilhões de Reais do Sistema BNDES para fins de internacionalização, o que representa 13,2% do total alocado para tal finalidade.

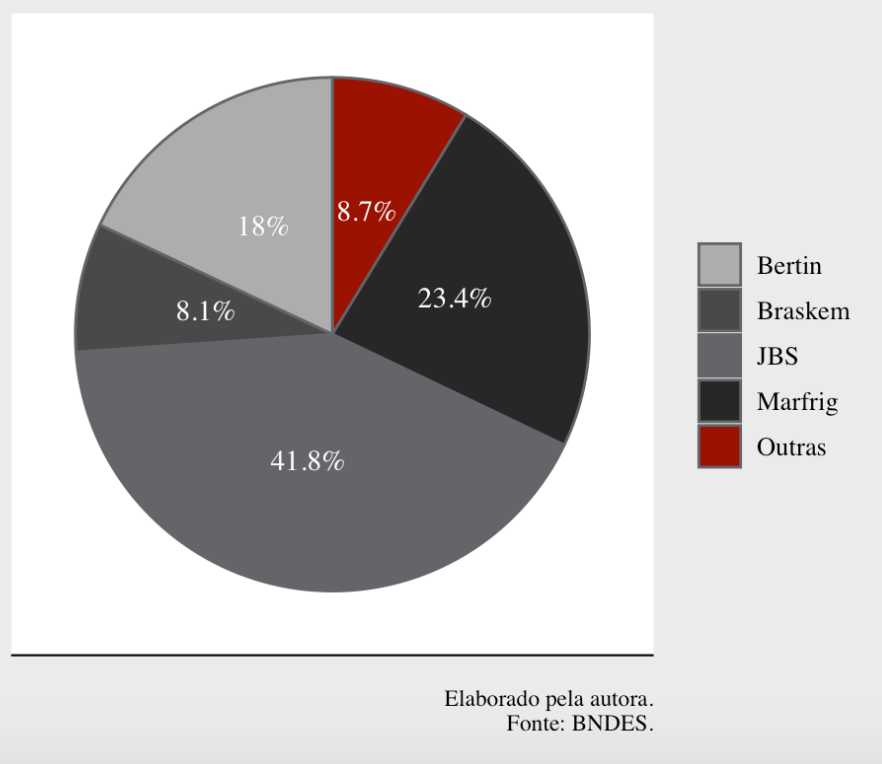
Um último perfil beneficiado pelos desembolsos do Sistema BNDES para a internacionalização está representado por três empresas de setores industriais menos intensivos em tecnologia e valor agregado. Estas são: a Springs Global Participações S.A., que fabrica produtos têxteis para consumo final; a Magnesita Refratários S.A., do setor siderúrgico; e a Andrade Gutierrez Engenharia S/A, que atua no setor de infraestrutura. Cada uma destas empresas recebeu um financiamento do BNDES para a finalidade de internacionalização, os quais, juntos, somam o valor nominal de pouco mais de 166 milhões de Reais, o que corresponde a 1,2% do desembolso total do Sistema BNDES para apoiar a internacionalização de empresas brasileiras.<sup>58</sup>

Os financiamentos realizados para a finalidade de internacionalização de empresas alocaram somas maiores nos setores de alimentos e bebidas e do agronegócio, vindo as empresas do setor de alimentos a se destacar também como as maiores receptoras individuais de recursos. Nesse âmbito, a JBS se destaca, tendo recebido o valor nominal de mais de 5,7 bilhões de Reais do Sistema BNDES para fins de internacionalização, equivalente a 41,8% do valor total desembolsado para esta finalidade, dividido em seis operações diferentes entre 2005 e 2010. Depois da JBS, a Marfrig foi a segunda maior beneficiária do Sistema BNDES no apoio à internacionalização de empresas, tendo recebido dois financiamentos entre 2008 e 2010, que somaram pouco mais de 3,2 bilhões de Reais e correspondem a 23,4% do valor nominal aplicado para esta finalidade. A Bertin concentrou 18% dos desembolsos, em uma única operação de financiamento, de aproximadamente 2,5 bilhões de Reais. Uma exceção no perfil das maiores receptoras de recursos é a Braskem, que produz insumos petroquímicos, atividade com maior valor agregado, e concentrou 8,1% do valor nominal desembolsado pelo Sistema BNDES para fins de internacionalização de empresas, em uma única operação ocorrida em 2014. O restante das empresas beneficiárias do apoio financeiro do Sistema BNDES para a internacionalização receberam, juntas, 8,7% do valor nominal desembolsado (ver Figura 5.2).

---

<sup>58</sup> Ver Anexo I.

**Figura 5.2 Desembolsos do Sistema BNDES para a internacionalização por empresa (2005-2014)**



Cabe explicar como o apoio financeiro viabilizado pelo BNDES operou diante da interação do banco com as empresas beneficiadas para refletir sobre o seu impacto na internacionalização das empresas brasileiras. Para isso, é importante primeiramente separar as empresas que receberam apoio financeiro em prol da ambição de se internacionalizar, a qual não necessariamente veio a se concretizar com o apoio financeiro do BNDES, das empresas que foram beneficiadas para realizar oportunidades de IED já captadas. Entre as primeiras, estão a BRQ Soluções; a Metalfrio; a Ouro Fino; a Independência; a Procable; a Comtrafo; a Magnesita Refratários; a Cipher; e a Padtec. Entre as últimas, estão a JBS; a Totvs; a Springs Global; a Itautec; a Bertin; a Marfrig; a Andrade Gutierrez; a WEG; a Eurofarma; a Braskem; e a Fitesa.

### 5.1.1 As multinacionais em potencial

Entre os desembolsos realizados pelo Sistema BNDES com a finalidade de apoiar a internacionalização das empresas brasileiras, onze operações de nove das empresas indicadas no último parágrafo da seção anterior tinham tal justificativa, mas

nenhuma indicação de uma operação de IED concreta associada ao financiamento. A primeira dessas operações ocorreu em 2007, quando a BNDESPAR subscreveu e integralizou ações preferenciais de emissão da BRQ Soluções em Informática S.A., “no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui investimentos para o crescimento orgânico, aquisições e internacionalização”.<sup>59</sup> A BRQ é uma empresa do setor de tecnologia da informação fundada em 1983 e especializada no desenvolvimento de software com foco em outras empresas como clientes, no setor de telecomunicações e serviços financeiros.<sup>60</sup> Antes do aporte de capital da BNDESPAR em 2007, a empresa não possuía operações, ou mesmo vendas internacionais que tenham sido apontadas nos seus documentos como relevantes.

A entrada da BNDESPAR no capital da BRQ operou-se por meio de ações preferenciais que representavam 23% do capital total da companhia no momento do aporte e foram associadas a acordo de acionistas assinado com os controladores da companhia,<sup>61</sup> um grupo familiar que se encontra à frente da sua administração até hoje.<sup>62</sup> O acordo de acionistas, como é praxe na atuação da BNDESPAR, confere à subsidiária amplos poderes de veto sobre as decisões operacionais e financeiras da BRQ, de modo a afastar estratégias que possam prejudicar a viabilidade e avaliação da empresa e a maximizar a chance do Sistema BNDES de obter lucro com a operação quando do desinvestimento.<sup>63</sup> Além disso, cabe à BNDESPAR, durante a vigência do acordo de acionistas, o direito de indicar um membro ao conselho de administração da companhia, direito este que a subsidiária tem exercido ao menos desde 2015, quando a BRQ decidiu realizar seu registro de companhia aberta.<sup>64</sup> Conforme os termos originalmente pactuados no acordo de acionistas, a BRQ

---

<sup>59</sup> Ver dados do financiamento concedido à BRQ no Anexo I.

<sup>60</sup> BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>61</sup> O acordo de acionistas firmado entre a BNDESPAR e os acionistas controladores da BRQ, assim como seus termos aditivos, que foram pactuados ao longo dos anos, foram obtidos no sistema de busca por informações periódicas e eventuais de companhias com registro na CVM. Disponível em: <<https://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAb.aspx?TipoConsult=c>>. Acesso em: 12 jan. 2021. Ver BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Acordo de Acionistas celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ, 2007.

<sup>62</sup> A controladora direta da BRQ é uma outra sociedade empresária, na forma limitada, denominada Netstrategy Participações Ltda. Os controladores diretos da Netstrategy e indiretos da BRQ são as seguintes pessoas naturais: Andrea Ribeiro Quadros, Antônio Eduardo Pimentel Rodrigues, Benjamin Ribeiro Quadros e Mônica de Araújo Pereira. A Netstrategy é a controladora direta da BRQ e seus controladores são estas pessoas naturais ao menos desde o aporte da BNDESPAR em 2007, conforme os documentos da BRQ consultados. Ver BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>63</sup> Sobre o perfil financeiro dos aportes de capital de risco do Sistema BNDES por meio da BNDESPAR, ver a parte final da seção 3.2 do terceiro capítulo.

<sup>64</sup> Ver BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2015; BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2020.

deveria realizar seu registro de companhia aberta na CVM e sua listagem no Novo Mercado até o final de 2012, o que não veio a ocorrer.<sup>65</sup>

Com isso, houve a assinatura de um aditamento ao acordo de acionistas em 2013, para postergar a obrigação de registro como companhia aberta pela BRQ até o final de 2015, com listagem dessa vez a ser realizada no Bovespa Mais, e oferta pública inicial de ações a ocorrer em 2017.<sup>66</sup> Ao final de 2014, a BNDESPAR e os controladores da BRQ chegaram a assinar um segundo aditivo ao acordo de acionistas, postergando os prazos de registro de companhia aberta e de oferta pública inicial de ações por um ano.<sup>67</sup> Com o registro da BRQ na CVM e sua listagem no Bovespa Mais, em 2016, um terceiro aditivo ao acordo de acionistas foi assinado, a fim de postergar a obrigação de realizar a oferta pública inicial de ações,<sup>68</sup> que até o final de 2020 ainda não havia ocorrido.

Ao lado do conselheiro indicado pela BNDESPAR, que é também considerado um dos conselheiros independentes, a administração da BRQ atualmente fica a cargo dos seus controladores, que ocupam quatro dos seis assentos do conselho de administração; e de um outro conselheiro independente eleito em assembleia de acionistas. Dois dos acionistas controladores são também os únicos dois diretores da companhia.<sup>69</sup> Até o aporte de capital da BNDESPAR, a BRQ era uma empresa especializada no desenvolvimento de software, vindo a tornar-se uma prestadora de serviços mais sofisticada no setor ao longo dos anos, já que hoje a empresa atua no ramo de computação em nuvem e oferece soluções de software mais completas aos seus clientes, incluindo desenvolvimento e assistência técnica. A presença da BNDESPAR teria ajudado a empresa a, sobretudo, ampliar sua capacidade de fornecimento e entrada de mercado, tendo sido a subsidiária do BNDES essencial para que a BRQ fosse capaz de abrir filiais no Brasil e nos Estados Unidos. Conforme os termos do acordo de acionistas, a BRQ deveria usar os

---

<sup>65</sup> BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Acordo de Acionistas celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ.

<sup>66</sup> BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Primeiro Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ, 2013.

<sup>67</sup> BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Segundo Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ, 2014.

<sup>68</sup> BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Terceiro Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ, 2017.

<sup>69</sup> BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2020.



recursos do Sistema BNDES para estabelecer três novas fábricas de software; montar uma estrutura comercial e de vendas no exterior; realizar investimento em novas certificações; assim como adquirir concorrentes.<sup>70</sup>

No caso, a BRQ veio a abrir uma filial nos Estados Unidos ainda em 2007, mesmo ano em que recebeu o aporte de capital da BNDESPAR.<sup>71</sup> Por meio dessa entrada, a empresa acabou por adquirir o controle de três empresas estadunidenses entre 2008 e 2011, que foram consolidadas em duas subsidiárias nos Estados Unidos, a *BRQ IT Services Inc.*, uma subsidiária integral, a qual detém 80% do capital social da *Think International LLC*. A BRQ também chegou a abrir uma subsidiária no Chile em 2015, mas esta teve, contudo, suas atividades encerradas logo em 2016, por ter a BRQ perdido o contrato do seu único cliente local.<sup>72</sup> Apesar disso, a empresa tem aumentado paulatinamente sua margem de vendas no exterior. Em 2015, quando a BRQ realizou seu registro de companhia aberta, 96,2% da receita líquida das suas vendas veio de clientes sediados no Brasil, ao passo que os clientes baseados nos Estados Unidos responderam por 3,5%, e o cliente baseado no Chile respondeu por 0,1% de tal receita líquida.<sup>73</sup> Mesmo com a perda do contrato no Chile, as vendas nos Estados Unidos cresceram, e alcançaram 8% da receita líquida da empresa em 2019.<sup>74</sup>

De todo modo, passados 13 anos do investimento inicial da BNDESPAR, a BRQ pode ser considerada uma empresa multinacional ainda incipiente, com operações nos Estados Unidos, mas com margem de vendas internacionais limitada. O crescimento da margem de vendas no exterior pode, inclusive, em parte, ser o resultado da redução das operações da empresa no Brasil entre 2013 e 2018. Como mostra a Tabela 5.2, abaixo, o número de funcionários e filiais no Brasil da BRQ, ao invés de aumentar, na verdade reduziu nesse período. Esse é um bom indicador para avaliar as atividades da BRQ, pois as

---

<sup>70</sup> A evolução e sofisticação das operações de BRQ foi percebida na análise dos aditamentos ao seu acordo de acionistas. Ver BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Primeiro Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ; BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Segundo Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ; BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA., Terceiro Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ.

<sup>71</sup> BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2015.

<sup>72</sup> BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2017.

<sup>73</sup> *Ibid.*

<sup>74</sup> BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2020.

empresas do ramo de tecnologia da informação são bastante dependentes de recursos humanos para empregar em atividades de desenvolvimento.<sup>75</sup> De acordo com os documentos da BRQ consultados, a empresa divide seus funcionários em quatro unidades diferentes: uma unidade operacional; uma unidade administrativa; uma unidade comercial; e uma unidade de suporte. Apesar das variações nos seus quadros de recursos humanos, a unidade operacional foi a mais intensiva em empregados ao longo dos anos, tendo sempre acumulado ao menos 87% da força de trabalho da BRQ.<sup>76</sup> O número de funcionários da empresa nos Estados Unidos também variou, mas decresceu menos que o número de funcionários no Brasil, com um pico de aumento em 2018 e posterior queda em 2019, enquanto, no Brasil, as contratações de novos funcionários pela BRQ vieram apresentar trajetória de aumento que pareceu consistente a partir de 2018.

**Tabela 5.2 Variação nos indicadores de recursos humanos da BRQ no Brasil e nos Estados Unidos**

	12/2012	12/2013	12/2014	09/2015	09/2016	12/2017	12/2018	12/2019
<b>Total de Empregados</b>	3407	3797	3352	3288	3288	2078	2049	2470
<b>Empregados Operacionais</b>	87.91%	87.91%	87.92%	87.93%	90.88%	90.90%	90.92%	90.89%
<b>Localização Geográfica</b>	<b>12/2012</b>	<b>12/2013</b>	<b>12/2014</b>	<b>09/2015</b>	<b>09/2016</b>	<b>12/2017</b>	<b>12/2018</b>	<b>12/2019</b>
<b>SP</b>	1856	2071	1737	1624	1624	1203	1388	1857
<b>RJ</b>	737	787	651	663	663	225	390	361
<b>PR</b>	229	255	225	234	234	131	183	184
<b>DF</b>	16	18	16	11	11	2	2	-
<b>CE</b>	154	172	152	10	10			
<b>BA</b>	46	51	45	249	249	229		-
<b>PE</b>	314	350	309	337	337	189	16	12
<b>RN</b>	-	43	82	82	82	7	-	-
<b>SE</b>	-	-	76	66	66	32	2	-
<b>AL / AM / GO / MG e MS</b>	-		14	12	12	10	3	4
<b>EUA</b>	55	50	45	45	45	50	65	52
<b>Varição Brasil</b>		11,5%	-16,1%	-6,5%	0	-25,9%	15,3%	33,78%
<b>Varição Estados Unidos</b>		-9%	-10%	0	0	11,11%	30%	-10,76%

Elaborado pela autora.

Fonte: BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência, vários anos.

<sup>75</sup> Como indicado na avaliação de mercado realizada pela própria empresa.

<sup>76</sup> BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2020; BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2017; BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A., Formulário de Referência 2015.

Ainda no ano de 2007 e por meio de participação societária da BNDESPAR, o Sistema BNDES veio a aportar recursos próprios na Metalfrio Solutions S.A.<sup>77</sup> Trata-se de empresa brasileira fabricante de refrigeradores para uso comercial, fundada em 1960, que chegou a ser adquirida pelo grupo alemão *Bosch Siemens Hausgeräte* em 1994, tendo sido adquirida de volta por um grupo de controladores brasileiro em 2006.<sup>78</sup> A partir da mudança de controle operada em 2006, a nova gestão iniciada para a Metalfrio pretendia transformar a empresa em uma líder mundial do setor de refrigeradores até 2010, a partir do estabelecimento e aquisição de unidades produtivas no exterior.<sup>79</sup> A Metalfrio, enquanto controlada pelo grupo *Bosch Siemens Hausgeräte*, havia investido por meio da sua subsidiária brasileira em unidades produtivas na Turquia, na Rússia e na Dinamarca, pelas quais já canalizava vendas no exterior. Com o apoio das suas subsidiárias produtivas no exterior, a Metalfrio já acumulava pontos de distribuição espalhados por todo o mundo, os quais estavam mais concentrados na América Latina, na Europa e na Ásia, por conta da localização das suas unidades produtivas (ver Tabela 5.3, abaixo).<sup>80</sup> Apesar disso, as vendas diretas no exterior ainda eram restritas nesse momento, representando apenas 6,67% da receita líquida da empresa em 2009.<sup>81</sup>

**Tabela 5.3 Localização dos pontos de distribuição global da Metalfrio**

	Distribuidores	Distribuidores e representantes comerciais cumulativamente	Representantes Comerciais	Total
América do Sul	64	5	26	<b>95</b>
América Central	8	3	-	<b>11</b>
América do Norte	3	4	-	<b>7</b>
Pacífico	1	7	-	<b>8</b>
Europa	-	69	-	<b>69</b>
Ásia	-	32	-	<b>32</b>
África	1	4	-	<b>5</b>
<b>Total</b>	<b>77</b>	<b>124</b>	<b>26</b>	<b>227</b>

Elaborado pela autora.

Fonte: METALFRIO SOLUTIONS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>77</sup> Ver Anexo I.

<sup>78</sup> A Metalfrio foi, em 2006, adquirida por três empresas de investimento diferentes: a Rio Verde Consultoria e Participações Ltda., controlada pelo empresário brasileiro Marcelo Faria de Lima; a Thelma Participações Ltda., controlada pelo empresário alemão Erwin Russell; e a Fairfax Participações S.A., controlada pelo empresário brasileiro Marcio Rocha Camargo. Entre os três, Marcelo Faria de Lima profissionalmente realiza aquisições com propósito de assumir o controle das empresas em que investe. Lima tornou-se o presidente do conselho de administração da Metalfrio, cargo que ainda ocupava em 2020, ano em que ele figura como o único controlador final da empresa. Ver METALFRIO SOLUTIONS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>79</sup> *Ibid.*

<sup>80</sup> METALFRIO SOLUTIONS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>81</sup> METALFRIO SOLUTIONS S.A., Formulário de Referência 2010.

Para intensificar a presença internacional da empresa, a estratégia dos seus novos controladores foi reorganizá-la para realizar seu registro como companhia aberta na CVM, assim como sua listagem no Novo Mercado, o que veio a ocorrer em 2007.<sup>82</sup> No mesmo ano, a empresa fez sua oferta pública inicial de distribuição primária e secundária de ações, visando captar em torno de 393 milhões de Reais com a operação.<sup>83</sup> Em tal oferta pública, a BNDESPAR e outros investidores institucionais obtiveram largas fatias da Metafrio (ver Tabela 5.4, abaixo), sem contudo vir a compor interesses com os controladores da empresa por meio de acordo de acionistas ou a intervir na estratégia já divulgada pela sua administração de expandir sua posição de mercado por meio de aquisições internacionais. A Metafrio, por sua vez, realizou várias aquisições para expandir sua produção em outros países de 2007 em diante, principalmente no México, na Índia, na Itália e na Bolívia. Atualmente, a empresa pode ser considerada uma multinacional de controle brasileiro consolidada se observado seu desempenho em 2019, quando 65,6% das suas vendas totais ocorreram a partir de unidades do exterior (ver Tabela 5.5, abaixo).<sup>84</sup>

**Tabela 5.4 Quadro acionário da Metafrio em 2008, após a sua oferta pública inicial**

Acionista	% de ações	Influência societária
Rio Verde Consultoria e Participações Ltda (Marcelo Faria de Lima)	13,99	Controlador
Thelma Participações Ltda. (Erwin Russell)	12,13	Controlador
Fairfax Participações S.A. (Marcio Rocha Camargo)	7,76	Controlador
HSBC Gestão de Recursos Ltda.	11,67	Investidor institucional
BNDESPAR	7,59	Investidor institucional
<i>Merrill Lynch Int. Inv. Funds</i>	5,71	Investidor institucional
HSBC Bank Brasil S/A	5,68	Investidor institucional
<i>HSBC Global Investments Funds - BR Equity</i>	8,13	Investidor institucional
Ações em tesouraria	0	

Elaborado pela autora.

Fonte: METALFRIO SOLUTIONS S.A., IAN - Informações Anuais 2008.

<sup>82</sup> METALFRIO SOLUTIONS S.A., IAN - Informações Anuais 2008.

<sup>83</sup> METALFRIO SOLUTIONS S.A., Anúncio de Início de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias, 2007.

<sup>84</sup> METALFRIO SOLUTIONS S.A., Formulário de Referência 2020.

**Tabela 5.5 Vendas globais da Metalfrio em 2019**  
(em milhões de Reais)

<b>País</b>	<b>Receita líquida 31/12/2019</b>	<b>% de participação na receita total</b>
Brasil	509,3	34,4
Turquia	299,2	20,2
México	129	8,7
Polônia	71,2	4,8
Iraque	43,9	3
Rússia	41,1	2,8
Nigéria	37,6	2,5
Ucrânia	26,1	1,8
Estados Unidos	24,3	1,6
Itália	23,2	1,6
Romênia	20,2	1,4
África do Sul	17,1	1,2
Ilhas Maurício	14,1	1
Outros	224,5	15,2
<b>Total</b>	<b>1480,8</b>	<b>100</b>

Elaborado pela autora.

Fonte: METALFRIO SOLUTIONS S.A., Formulário de Referência 2020.

Por ter se dado o financiamento por intermédio do produto BNDES Mercado de Capitais e ocorrido o aporte da BNDESPAR por meio de oferta pública de distribuição de ações, uma interpretação possível para o investimento na Metalfrio é que ele serviu dois propósitos diferentes do Sistema BNDES. Um desses propósitos seria aumentar a liquidez do mercado de capitais brasileiro, que é a missão central declarada da BNDESPAR desde a década de 1990,<sup>85</sup> enquanto o outro seria o apoio à internacionalização de empresas brasileiras. De toda forma, a Metalfrio iniciou sua trajetória de consolidação como empresa multinacional a partir do levantamento de recursos financeiros em bases de mercado, em oferta pública de distribuição de ações que atraiu o capital da BNDESPAR e de outros investidores institucionais privados. Conforme os documentos da companhia consultados, após 2007, a Metalfrio não voltou a ser beneficiada por financiamento direto do Sistema BNDES.

<sup>85</sup> Ver discussão na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima. Ver também a nota 20, acima.

Entre 2007 e 2008, o Sistema BNDES veio a beneficiar outras quatro empresas com a justificativa de apoiar a internacionalização, mas sem indicar operações de IED associadas. Estas empresas são a Ouro Fino Participações e Empreendimentos S.A.; a Independência Participações S.A.; a Procable Energia e Telecomunicações S.A.; e a Contrafo Indústria de Transformadores Elétricos S.A.. Entre estas, a Ouro Fino recebeu aportes de capital de risco da BNDESPAR por meio de participação societária duas vezes, uma em 2007 e outra em 2008. Para ambas as operações, o Sistema BNDES retorna, como justificativa, que a subscrição e integralização de ações preferenciais de emissão da companhia ocorreu no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui: “a implementação de unidades industriais para a produção de terapêuticos hormonais e biológicos; implantação de fábrica de agroquímicos; internacionalização; bem como melhoria da estrutura de capital da companhia”.<sup>86</sup>

Embora a Ouro Fino tenha sido enquadrada na documentação do Sistema BNDES como uma empresa do setor do agronegócio, a empresa na realidade atua em segmento mais específico, pois, como seu objeto principal, desenvolve e fabrica produtos farmacêuticos para a saúde animal, tendo ainda operações para a produção de defensivos agrícolas.<sup>87</sup> A empresa foi fundada em 1987, por grupo formado pelos empresários brasileiros Norival Bonamichi e Jardel Massari, que são seus controladores até os dias atuais, e vinha experimentando uma trajetória de crescimento intensiva desde o ano 2000. Em tal ano, com o apoio financeiro da FINEP, os controladores da empresa, que nesse momento era uma companhia fechada, investiram em novas instalações para ampliar e modernizar sua produção.<sup>88</sup> Para o início das operações com as novas instalações, em 2004, a Ouro Fino obteve novas certificações do Ministério da Agricultura, Agropecuária e Abastecimento para operar no Brasil; bem como obteve certificações relativas a padrões internacionais, para facilitar a exportação da sua produção a partir desse momento.<sup>89</sup> Em 2006, a empresa também obteve da FINEP prêmio como empresa inovadora, vindo a ser pela FINEP enquadrada como uma das 40 empresas brasileiras mais inovadoras nos anos que seguiram.<sup>90</sup>

---

<sup>86</sup> Ver Anexo I.

<sup>87</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>88</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2014.

<sup>89</sup> A empresa obteve certificações internacionais do tipo “*Good Manufacturing Practices*”, ou GMP, no seu ramo de atuação; bem como certificações da entidade estadunidense *Food and Drug Administration*, também conhecida como FDA, e da entidade europeia *European Medicine Agency*, também conhecida pela sua sigla EMA. Ver *Ibid.*

<sup>90</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

O aporte de capital da BNDESPAR veio em 2007, depois desse processo de modernização, e representou, a princípio, a aquisição de ações preferenciais que correspondiam a 16,3% do capital social total da Ouro Fino, não estando essa participação associada a uma acordo de acionistas nesse momento, mas sim a um acordo de financiamento convencional.<sup>91</sup> Os recursos do Sistema BNDES, de acordo com os documentos da Ouro Fino, serviriam para a empresa consolidar seus negócios no mercado veterinário, bem como ingressar como fornecedora de produtos em outros segmentos do agronegócio, especialmente no setor de defensivos agrícolas.<sup>92</sup> Assim, embora o Sistema BNDES indique na sua documentação sobre o financiamento da Ouro Fino que este serviria, entre outros propósitos, para a internacionalização da empresa, a documentação da Ouro Fino indica, de forma mais restrita, que tal financiamento serviria para a ampliação da sua carteira potencial de clientes.<sup>93</sup>

Pelos documentos societários da Ouro Fino, também fica claro que, ao longo dos anos, o investimento da BNDESPAR foi reestruturado dentro da empresa. Em 2014, a fim de reverter parte das suas operações em companhia a ser negociada em bolsa de valores, a Ouro Fino Empreendimentos e Participações S.A. cindiu suas operações de saúde animal e incorporou-as em nova sociedade, a Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A., a qual foi transformada em companhia aberta.<sup>94</sup> Como resultado dessa cisão, a BNDESPAR acabou com 20% do capital social da Ouro Fino Empreendimentos e Participações S.A., que permanece como uma companhia fechada e agora concentra os ativos relacionados a defensivos agrícolas, e com 12,36% da Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A., criada para se tornar uma companhia aberta. De 2014 a 2020, as operações com foco em saúde animal mantiveram subsidiárias para fins comerciais no México e na Colômbia, enquanto as operações com foco em defensivos agrícolas mantiveram subsidiária para fins comerciais em Hong Kong.<sup>95</sup>

Ainda que contem com representações comerciais em outros países, em regiões estratégicas para os seus negócios, as empresas do grupo Ouro Fino não mantêm produção no exterior e suas vendas internacionais correspondem a margens limitadas.

---

<sup>91</sup> Conforme as informações interativas disponibilizadas pelo Sistema BNDES sobre os aportes de capital da BNDESPAR por renda variável no seu website. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/dese-mbolsos-do-sistema-bndes-via-renda-variavel>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>92</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2014.

<sup>93</sup> *Ibid.*

<sup>94</sup> *Ibid.*

<sup>95</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

Como mostra a Tabela 5.6, abaixo, a receita líquida das operações no exterior cresceu relativamente à receita total da Ouro Fino Saúde Animal a cada ano entre 2013 e 2018, mas nunca chegou a 10% da receita líquida total consolidada da companhia.<sup>96</sup> Nos documentos societários mais recentes da Ouro Fino Saúde Animal, sua administração indica que a empresa tem consolidado seu foco na expansão da sua carteira de clientes no Brasil, já que o setor de saúde animal tem crescido mais no país do que em outros mercados potenciais.<sup>97</sup>

**Tabela 5.6 Receita líquida das operações da Ouro Fino Saúde Animal no Brasil e no Exterior (em milhares de Reais)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Brasil</b>	182.619	405.535	498.100	414.234	458.664	525.199
<b>Operações internacionais</b>	10.469	26.706	35.950	42.353	46.617	55.016
<b>% Receitas no Brasil</b>	94,58	93,82	93,27	90,72	90,77	90,52
<b>% Receitas internacionais</b>	5,42	6,18	6,73	9,28	9,23	9,48
<b>Receita líquida total</b>	193.088	432.241	534.050	456.587	505.281	580.215

Elaborado pela autora.

Fonte: OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência, vários anos.

A Ouro Fino Saúde Animal conta com diretoria enxuta, composta por um diretor presidente e um diretor de relações com investidores, os quais são recrutados no mercado. Os seus acionistas controladores, por sua vez, têm ocupado os postos de presidente e vice-presidente do conselho de administração desde o seu registro de companhia aberta e listagem no Novo Mercado. O conselho de administração é formado ainda por quatro membros a mais. Ao menos dois destes conselheiros, contudo, são eleitos após a indicação da BNDESPAR e de outros investidores em capital de risco presentes na empresa.<sup>98</sup>

<sup>96</sup> Em diferentes consultas realizadas até 18 de novembro de 2020, não foram encontrados nos documentos societários da Ouro Fino Saúde Animal informações sobre sua receita líquida em 2019 ou números parciais para 2020. Ver OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2019; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2018; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2017; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2016; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2015; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2014.

<sup>97</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>98</sup> Sobre a composição e o funcionamento dos órgãos de administração da Ouro Fino Saúde Animal após seu registro como companhia aberta, ver *Ibid.*; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2019; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2018; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2017;



Os acionistas controladores do grupo Ouro Fino afirmam que a presença da BNDESPAR foi essencial na estrutura societária do grupo para profissionalizar sua governança e levar ao menos parte das suas operações ao Novo Mercado.<sup>99</sup> De toda forma, para a sua listagem, a Ouro Fino Saúde Animal captou um outro investidor em capital de risco, a *General Atlantic*, empresa de participações internacional especializada em investimentos de risco na área de saúde animal, a qual se comprometeu com a aquisição de ações representativas de 200 milhões de Reais na sua oferta pública inicial de distribuição.<sup>100</sup> Tal oferta veio a ocorrer em 2014 e levou a *General Atlantic* a adquirir 13,73% do capital social da Ouro Fino Saúde Animal.<sup>101</sup> Os controladores da Ouro Fino demonstram boa habilidade em captar investidores em capital de risco, já que, em 2020, a participação da *General Atlantic* já tinha sido desinvestida,<sup>102</sup> ao mesmo tempo que um acordo de investimento havia sido firmado para um novo aporte de capital de risco, agora com fundos de investimento em participações do grupo Opportunity.<sup>103</sup> A Tabela 5.7, abaixo, mostra o quadro acionário da Ouro Fino Saúde Animal em 14 de outubro de 2020, considerando a participação dos controladores e dos investidores institucionais com potencial de influência significativa.

**Tabela 5.7 Quadro acionário da Ouro Fino Saúde Animal em 2020**

Acionista	% de ações	Influência societária
Norival Bonamich	27,53	Controlador
Jardel Massari	28,76	Controlador
BNDESPAR	12,26	Investidor institucional
Opportunity HDF Administradora de Recursos Ltda.	17,18	Investidor institucional
Outros	14,27	Investidor institucional
Ações em tesouraria	0	Investidor institucional

Elaborado pela autora.

Fonte: OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência, 2020.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2016; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2015; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2014.

<sup>99</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2014.

<sup>100</sup> *Ibid.*

<sup>101</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Prospectivo Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A., 2014; OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2014.

<sup>102</sup> O desinvestimento da General Atlantic começou em 2016, quando a Ouro Fino Saúde Animal realizou a incorporação das ações detidas pela empresa de participação General Atlantic Ouro Fino Participações S.A.. Nessa ocasião, a empresa de participação da General Atlantic foi substituída por fundo de investimento, o qual em 2019 diluiu sua participação na Ouro Fino Saúde Animal. Ver OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2019.

<sup>103</sup> OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

A BNDESPAR matinha, até a última consulta realizada, participação de 12,26% no capital social da Ouro Fino Saúde Animal.<sup>104</sup> Em 2014, antes do seu evento de registro como companhia aberta, a BNDESPAR firmou com os controladores da companhia um acordo de acionistas que lhe permite indicar um membro ao seu conselho de administração, assim como lhe confere direitos especiais de auditoria sobre as suas informações financeiras.<sup>105</sup> Nesse caso, à BNDESPAR não se reservou direitos de veto sobre decisões operacionais ou financeiras a ser tomadas em relação à companhia, praxe quando a subsidiária firma acordos de acionistas com companhias fechadas.

A próxima empresa que recebeu aporte da BNDESPAR no produto BNDES Mercado de Capitais com foco em apoiar a sua internacionalização foi a Procable. Conforme a documentação do Sistema BNDES, esta empresa recebeu dois aportes via participação societária da BNDESPAR, ambos em 2008, “no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui investimentos em desenvolvimento tecnológico, internacionalização e expansão da sua capacidade de prestação de serviços.”<sup>106</sup> A Procable é uma companhia fechada que fabrica cabos ópticos e telefônicos, assim como seus acessórios, e presta serviços relacionados a tais equipamentos em obras de engenharia.<sup>107</sup> A empresa foi fundada em 1998 pelo mesmo grupo familiar brasileiro que a controlava quando do financiamento provido pela BNDESPAR, em 2008.<sup>108</sup>

Quando do seu aporte de capital de risco, que foi dividido em duas subscrições diferentes, a BNDESPAR investiu pouco mais de 20 milhões de Reais na Procable, assumindo 100% das suas ações preferenciais, emitidas especialmente para essa participação e que representavam 30% do capital social total da Procable na ocasião.<sup>109</sup> O

---

<sup>104</sup> *Ibid.*

<sup>105</sup> *Ibid.*

<sup>106</sup> Ver Anexo I.

<sup>107</sup> Conforme o artigo 3º do estatuto social da companhia como consolidado na assembleia geral extraordinária de acionistas do dia 9 de dezembro de 2016, arquivada na Junta Comercial do Estado de São Paulo no dia 26 de janeiro de 2017. Ver PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Estatuto Social, 2016.

<sup>108</sup> Trata-se da família composta por Fumitaka Nishimura, Jorge Nishimura e Chieko Nishimura Aoki, conforme as assinaturas da assembleia-geral extraordinária de 11 de julho de 2008, arquivada na Junta Comercial do Estado de São Paulo no dia 21 de julho de 2008, na qual a BNDESPAR subscreveu e integralizou seu primeiro aporte de capital realizado na Procable. Ver PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Assembleia-Geral Extraordinária realizada em 11 de julho de 2008, às 10 horas, 2008.

<sup>109</sup> Conforme as informações interativas disponibilizadas pelo Sistema BNDES sobre os aportes de capital da BNDESPAR por renda variável no seu website. Disponível em:

acordo de acionistas firmado com os controladores da Procable conferiam à BNDESPAR os amplos direitos de veto que são comuns sobre decisões operacionais e financeiras, bem como o direito de indicar um membro ao conselho de administração da companhia, direito que a subsidiária não chegou a exercer.<sup>110</sup> Após o financiamento obtido junto ao Sistema BNDES, a Procable, que é sediada no Estado de São Paulo, expandiu dentro do Brasil, tendo aberto, entre 2008 e 2015, filiais novas em Santa Catarina,<sup>111</sup> no Amazonas,<sup>112</sup> no Espírito Santo,<sup>113</sup> no Rio Grande do Sul,<sup>114</sup> e em Brasília.<sup>115</sup>

O principal projeto da empresa, contudo, acabou levando à sua desnacionalização. Além de fabricar cabos telefônicos e fibra óptica com tecnologia própria, a Procable era também uma importadora relevante de fibras ópticas da empresa japonesa *Fujikura Ltd.*<sup>116</sup> A Procable e a Fujikura, com o aval da BNDESPAR, firmaram em 2011 uma joint venture contratual a fim de, em conjunto, abrir uma fábrica de fibra óptica com o emprego da tecnologia *Optical Ground Wire*, então inédita no Brasil.<sup>117</sup> Em 2012, a família Nishimura sinalizou à BNDESPAR a intenção da Fujikura de adquirir o controle da Procable e, após um ano de negociações, a subsidiária aceitou vender sua participação para os acionistas da família que originalmente controlava a companhia, que posteriormente venderam suas ações para a Fujikura.<sup>118</sup> Em 2013, a joint venture Procable-Fujikura obteve licença do Estado do Rio Grande do Sul para instalar a fábrica pretendida na região metropolitana de Porto Alegre.<sup>119</sup>

Apesar da maioria do capital social da Procable já ser propriedade da Fujikura desde 2013, o acionista Fumitaka Nishimura manteria, pelos documentos

---

<<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/deseMBOLSOS-DO-SISTEMA-BNDES-VIA-RENDA-VARIABEL>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>110</sup> Essa informação foi confirmada na análise das atas de assembleia-geral de acionistas da Procable que a autora consultou a partir dos documentos eletrônicos da empresa disponíveis no website da Junta Comercial do Estado de São Paulo. Disponível em: <<https://www.jucesponline.sp.gov.br/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>111</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 13 de novembro de 2008, às 10 horas, 2008.

<sup>112</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 30 de abril de 2009, às 10 horas, 2009.

<sup>113</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 9 de dezembro de 2009, às 10 horas, 2009.

<sup>114</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 18 de agosto de 2011, às 10 horas, 2011.

<sup>115</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 12 de agosto de 2015, às 10 horas, 2015.

<sup>116</sup> BUENO, Sérgio Ruck, Fujikura substitui importações com nova fábrica no RS, **Valor Econômico**, 2013.

<sup>117</sup> *Ibid.*

<sup>118</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 27 de novembro de 2013, 2013.

<sup>119</sup> BUENO, Sérgio Ruck, Fujikura substitui importações com nova fábrica no RS.

societários da companhia, o seu controle até 2016.<sup>120</sup> A participação da BNDESPAR só foi por este definitivamente adquirida em tal ano, para posterior revenda à Fujikura, uma vez que, entre 2013 e 2017, as partes estiveram em negociações por divergirem a Fujikura e a BNDESPAR sobre o valor econômico a ser atribuído à participação societária desta.<sup>121</sup> Com a resolução da controvérsia, a BNDESPAR desinvestiu da Procable e a empresa foi transformada em uma subsidiária integral da Fujikura no Brasil.<sup>122</sup>

A Procable ainda era uma empresa de porte pequeno, mas sua venda para um grupo estrangeiro pode revelar uma outra face da desnacionalização que o setor de energia brasileiro vem experimentando. No caso, além da tendência esperada para a aquisição de empresas estatais do setor de energia elétrica por empresas estrangeiras em leilões de privatizações recentes, o controle das empresas privadas brasileiras fornecedoras de insumos para o setor de energia pode ter também sido impactado pela entrada de IED no Brasil nesse setor nos últimos anos.<sup>123</sup> Com a aquisição do seu controle, a Fujikura herdou contratos e projetos de transmissão de energia que já estavam em fase de implantação pela Procable desde antes de 2013. Um desses projetos consistia na Transmissora Porto Alegre Ltda., uma joint venture na forma societária na qual a Procable mantinha 80% de participação desde 2009, tendo como sócia a CEEE, a Companhia Estadual de Geração e Transmissão de Energia Elétrica do Rio Grande do Sul.<sup>124</sup> O outro projeto, também com a CEEE, era o consórcio que a Procable com esta integrava desde 2011, que posteriormente assumiu a forma da sociedade anônima designada Transmissora Sul Brasileira de Energia S/A.<sup>125</sup> Tanto esta, quanto a Transmissora Porto Alegre são responsáveis por

---

<sup>120</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Assembleia-Geral Extraordinária realizada em 8 de dezembro de 2016, às 14 horas, 2016.

<sup>121</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Assembleia-Geral Ordinária realizada em 15 de dezembro de 2014, às 09 horas, 2014.

<sup>122</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Ata da Assembleia-Geral Extraordinária realizada em 8 de março de 2017, às 10 horas, 2017.

<sup>123</sup> Nesse sentido, ver o estudo recente do Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Econômicos, que em Nota Técnica de 2017 aponta para os efeitos que a Lei n.º 12.783, de 2012, deve ter na desnacionalização do setor de energia brasileiro, principalmente pelas iniciativas de investimento internacional de empresas chinesas no setor. DIEESE - DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS, Privatização, desnacionalização e terceirização no setor elétrico brasileiro, **Nota Técnica**, n. 173, p. 2–19, 2017. Para uma análise do caso da CPFL Energia S.A., uma empresa concessionária do setor de transmissão de energia elétrica, que era controlada pelo grupo Camargo Corrêa em conjunto com fundos de pensão de empresas estatais e foi, em 2017, adquirida pelo grupo estatal chinês State Grid, Ver SANCHEZ-BADIN, Michelle R.; MOROSINI, Fabio, *Disputing the novelty of China's approach to the international legal order: Lessons from Chinese investments in Brazil's electric energy sector*, *in*: , São Paulo: [s.n.], 2020.

<sup>124</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Balanço Patrimonial relativo ao exercício social de 2010, 2011.

<sup>125</sup> PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A, Balanço Patrimonial relativo ao exercício social de 2013, 2014. Ver também o website da Transmissora Sul Brasileira de Energia S/A. Disponível em: <<http://tsbe.com.br/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

empreendimentos públicos de transmissão de energia elétrica no Estado do Rio Grande do Sul.

Ainda em 2008, a BNDESPAR fez um outro aporte de capital de risco em empresa produtora de insumos para o setor de energia. Trata-se da Comtrafo, empresa de médio porte que produz transformadores de distribuição e força para atender clientes no setor de geração e distribuição de energia elétrica, bem como empresas industriais em diversas áreas, como siderurgia, petroquímica, alimentos e têxtil.<sup>126</sup> A Comtrafo é parte de um grupo empresarial mais amplo fundado pelos irmãos brasileiros Ademar, Irineu e Raimundo Mirato, que desde de 1987 atuam com empresas prestadoras de serviços no setor de energia elétrica. Foi ao perceber a carência na produção de transformadores no Brasil que os irmãos Mirato resolveram fundar a Comtrafo, em 1994.<sup>127</sup>

A BNDESPAR ingressou no capital social da Comtrafo com um aporte de pouco mais de 20 milhões de reais, como na Procable, todo subscrito em ações preferenciais, associadas a acordo de acionistas, representando 25% do capital social total da Comtrafo.<sup>128</sup> A BNDESPAR indica que o financiamento da companhia foi realizado para “apoiar seu plano de negócios, que inclui expansão de capacidade produtiva e a pesquisa e desenvolvimento de novos produtos no Brasil e no exterior”.<sup>129</sup> Conforme foi noticiado na imprensa local de Cornélio Procópio, cidade paranaense em que a Comtrafo está sediada, os acionistas controladores da companhia se comprometeram no acordo de acionistas com a BNDESPAR a realizar o registro de companhia aberta e a listagem no Novo Mercado.<sup>130</sup> A BNDESPAR vai começar a desinvestir da companhia quando esta realizar uma oferta pública inicial nos moldes do exigido no acordo de acionistas, o que ainda não veio a ocorrer, já que a Comtrafo não consta nos registros da CVM como uma companhia aberta.

Apesar de o Sistema BNDES indicar na sua documentação sobre a Comtrafo que a empresa investiria no Brasil e no exterior, esta veio a aumentar sua capacidade de produção apenas no Brasil. Além disso, a Comtrafo, após o aporte da

---

<sup>126</sup> Conforme informações disponíveis no website da empresa. Disponível em: <<https://www.comtrafo.com.br/a-comtrafo>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>127</sup> Ver informações disponíveis no website do grupo Comtrafo. Disponível em: <<https://www.comtrafo.com.br/grupo-comtrafo>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>128</sup> Conforme as informações interativas disponibilizadas pelo Sistema BNDES sobre os aportes de capital da BNDESPAR por renda variável no seu website. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/deseMBOLSOS-do-sistema-bndes-via-renda-variavel>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>129</sup> Ver Anexo I.

<sup>130</sup> MAZZINI, Fernanda, Empresa de Cornélio tem BNDES como sócio, **Folha de Londrina**, 2008.

BNDESPAR, ingressou em parcerias para estabelecer várias representações comerciais no exterior. A empresa mantém canais de venda atualmente na Bolívia, no Chile, na Guatemala, no México e no Peru,<sup>131</sup> o que veio conferir-lhe capacidade para a exportação, uma capacidade que antes lhe faltava.<sup>132</sup> Não existem sinais, contudo, a partir das informações encontradas sobre a empresa, que esta já esteja em processo de internacionalização, para iniciar processos de produção no exterior.

Um último financiamento concedido pelo Sistema BNDES em 2008, com a finalidade de apoiar a internacionalização de empresas, mas sem foco em uma operação de IED específica, ocorreu com o aporte da BNDESPAR na Independência Participações S.A. No caso, o grupo Independência havia sido fundado em 1977 e essa empresa concentrava as participações dos seus controladores, os irmãos Roberto e Miguel Russo, em empresas presentes em variados segmentos do setor de proteína animal, entre os quais estão o abate, a industrialização, a exportação e a produção de itens e sub-produtos bovinos e suínos.<sup>133</sup> A Independência Participações, a exemplo de outras empresas do setor de proteína animal, vinha desde o início dos anos 2000 buscando oportunidades de consolidação no Brasil e no exterior, motivo pelo qual solicitou o crédito do BNDES em duas ocasiões diferentes para a finalidade de internacionalização.<sup>134</sup> Uma dessas solicitações teria ocorrido em 2003, quando a empresa teve sua solicitação negada.<sup>135</sup> A outra ocorreu no início de 2008, quando os acionistas controladores da Independência Participações obtiveram êxito e esperavam um aporte da BNDESPAR no valor de 400 milhões de Reais, a ocorrer em

---

<sup>131</sup> Conforme informações disponíveis no website da empresa. Disponível em: <<https://www.comtrafo.com.br/representantes>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>132</sup> Nesse sentido, ver a matéria da Folha de Londrina sobre o financiamento da Comtrafo pela BNDESPAR, na qual, em entrevista, um dos acionistas controladores indicou ser esperado para os próximos anos que a empresa fosse capaz de exportar ao menos 20% da sua produção. Ver MAZZINI, Empresa de Cornélio tem BNDES como sócio.

<sup>133</sup> A Independência e uma de suas subsidiárias, a Nova Carne Indústria Alimentícia Ltda., realizaram pedido de recuperação judicial em 2009 no Foro de Cajamar, no âmbito do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, em processo que recebeu o número unificado 0000928-06.2009.8.26.0108. Foi possível identificar seus acionistas controladores; seu grupo econômico, com suas subsidiárias; bem como diversas outras informações financeiras e operacionais sobre o grupo Independência a partir da petição inicial e do plano de recuperação protocolado e homologado no âmbito de tal processo de recuperação judicial. Ver INDEPENDÊNCIA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL; NOVA CARNE INDÚSTRIA DE ALIMENTOS LTDA. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL, Plano de Recuperação Judicial Modificado e Consolidado, 2011.

<sup>134</sup> As informações obtidas sobre os antecedentes da Independência e sobre o seu relacionamento com o BNDES foram obtidas ou no plano de recuperação judicial da empresa, como homologado em juízo, ou no depoimento prestado por Roberto Russo no âmbito da CPI sobre práticas ilícitas no âmbito do BNDES, instaurada pelo Requerimento de Instituição de Comissão Parlamentar de Inquérito - RCP n.º 2/2019. Ver CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14:53**, [s.l.: s.n.], 2019.

<sup>135</sup> *Ibid.*

junho daquele ano, e que representaria a aquisição de 21,7% do capital social da companhia.<sup>136</sup>

Nesse momento, a Independência era uma companhia fechada e, ao ingressar como acionista minoritária, a BNDESPAR assinaria um acordo de acionistas com os seus controladores, por meio do qual manteria as prerrogativas de veto e monitoramento que são típicas da influência societária exercida sobre as empresas que recebem seu aporte de capital de risco.<sup>137</sup> Os acionistas controladores da Independência Participações assumiriam, ainda, nesse acordo de acionistas, o compromisso de levar a companhia a registro na CVM, para posterior listagem e realização de oferta pública inicial de ações. Essa seria, na realidade, a intenção principal dos acionistas controladores, conforme relato de Roberto Russo, pois, anteriormente à crise financeira global de 2008, o mercado de capitais brasileiro estava muito aquecido e estes acreditavam que seriam bem-sucedidos na captação de recursos com o setor financeiro privado em negociação pública.<sup>138</sup> Essa fonte de capital, por sua vez, deveria funcionar como o principal meio de expansão internacional do grupo Independência.<sup>139</sup>

Contudo, o relacionamento do grupo Independência com o BNDES viria a se desenrolar de forma problemática. O aporte da BNDESPAR, esperado para junho, só viria a ocorrer em novembro de 2008, no valor de 250 milhões de Reais, em investimento em ações preferenciais que representavam 13,9% do capital social total da Independência Participações.<sup>140</sup> A documentação do Sistema BNDES indica que o financiamento da companhia serviria o propósito de “apoiar seu plano de negócios, que inclui a aquisição de empresas, internacionalização de suas operações, modernização das instalações, ampliação de capacidade, implantação de novas unidades industriais, bem como melhorar a sua

---

<sup>136</sup> O financiamento solicitado nessa ocasião teria ocorrido em fevereiro de 2008, sendo esperado o primeiro aporte para junho do mesmo ano. *Ibid.*

<sup>137</sup> A influência societária reservada à BNDESPAR com o aporte de capital realizado na Independência fica clara sobretudo no plano de recuperação judicial apresentado pela empresa em juízo. Ver nota 133, acima. Nas informações interativas disponibilizadas pelo Sistema BNDES no seu website sobre os aportes de capital da BNDESPAR, contudo, não havia indicação de que a subsidiária teria firmado acordo de acionistas com os acionistas controladores da Independência Participações. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/dese-mbolsos-do-sistema-bndes-via-renda-variavel>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>138</sup> CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14.**

<sup>139</sup> *Ibid.*

<sup>140</sup> Ver *Ibid.* Os valores e percentuais indicados por Roberto Russo ficam confirmados em consulta às informações interativas disponibilizadas pelo Sistema BNDES sobre os aportes de capital da BNDESPAR por renda variável no seu website. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/dese-mbolsos-do-sistema-bndes-via-renda-variavel>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

estrutura de capital.”<sup>141</sup> Contudo, em depoimento prestado em 2019 à CPI instaurada no Congresso Nacional para apurar as operações internacionais de empresas brasileiras com financiamento do BNDES, o acionista controlador e então presidente do grupo Independência, Roberto Russo, indicou que o aporte da BNDESPAR acabou se efetivando em momento no qual a empresa já precisava, na realidade, de crédito anticíclico.<sup>142</sup> Russo relatou que, ao longo de 2008, o grupo Independência e outras empresas do setor vinham passando por reveses financeiros, em parte pela crise econômica mundial, em parte pela concorrência representada pela JBS, que desde 2005 vinha concentrando o mercado de proteína animal no Brasil.<sup>143</sup> Nesse contexto, o aporte de capital de risco da BNDESPAR, que veio com meses de atraso e de forma parcial, de acordo com a documentação apresentada à CPI,<sup>144</sup> funcionaria como uma espécie de ajuda financeira.

Tal socorro do Sistema BNDES não foi suficiente para o grupo Independência se reerguer. Contando que o aporte de capital da BNDESPAR viria no prazo previsto e de forma completa, a administração da Independência Participações chegou a considerar que seus problemas financeiros seriam passageiros e a empresa chegou a adquirir, ainda em 2008, uma concorrente no Brasil, a Nova Carne, convertida em sua subsidiária nesse ano.<sup>145</sup> Como mostra o plano de recuperação da empresa homologado em juízo, esta já era expressiva no mercado internacional, não via IED, mas via exportações.<sup>146</sup> O grupo possuía apenas uma subsidiária internacional, no Paraguai, a *Independência International Ltd.*, a qual concentrava atividades de abate e processamento de gado adquirido nesse país, para posterior exportação para o Chile.<sup>147</sup> Em 2008, as vendas no Brasil representaram 49% da receita bruta obtida pelo grupo Independência, enquanto as vendas no exterior representaram 51% de tal receita, o que parece uma entrada de mercado internacional via comércio expressiva.<sup>148</sup>

---

<sup>141</sup> Ver Anexo I.

<sup>142</sup> CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14.**

<sup>143</sup> *Ibid.*

<sup>144</sup> *Ibid.*

<sup>145</sup> INDEPENDÊNCIA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL; NOVA CARNE INDÚSTRIA DE ALIMENTOS LTDA. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL, Plano de Recuperação Judicial Modificado e Consolidado.

<sup>146</sup> *Ibid.*

<sup>147</sup> CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14.**

<sup>148</sup> INDEPENDÊNCIA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL; NOVA CARNE INDÚSTRIA DE ALIMENTOS LTDA. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL, Plano de Recuperação Judicial Modificado e Consolidado.



Mas a participação das vendas externas do grupo Independência em anos anteriores haviam alçado, em média, 58% do seu faturamento,<sup>149</sup> o que significa que o percentual de 2008, ainda que expressivo, representou uma queda. No último trimestre de 2008, quando a crise financeira mundial eclodiu, tanto a demanda por exportações no setor de carnes quanto os preços praticados no mercado internacional de commodities de proteína animal reduziram. Com isso, no início de 2009, a receita bruta do grupo Independência tinha reduzido pela metade em relação ao ano anterior, ao mesmo tempo que as exportações do grupo sofreram queda ainda mais acentuada que as vendas no Brasil, tendo representado 41% das vendas totais do grupo em tal ano. A queda nos preços internacionais levaram não só o grupo Independência, mas outros grupos exportadores a aumentar a oferta de produtos de proteína animal no mercado doméstico, o que levou à queda também dos preços praticados no setor no Brasil.<sup>150</sup>

A tal situação financeira de margens reduzidas acresceu-se a inadimplência de clientes, que vieram à falência ou também à recuperação judicial, e o fechamento das linhas de crédito disponíveis para o grupo Independência.<sup>151</sup> Para lidar com tamanha deterioração nas condições de mercado e financeiras, a Independência Participações teria solicitado em novembro de 2008 não apenas que a BNDESPAR completasse o aporte de 400 milhões de reais, mas também que a subsidiária subscrevesse debêntures conversíveis em ações, a fim ajudá-la a recompor seu capital de giro e poder continuar operando.<sup>152</sup> O então Superintendente da Área de Mercado de Capitais do BNDES na época, no entanto, teria dito aos controladores da Independência que o próprio banco estaria com restrições de caixa por conta da crise e não poderia nem completar o aporte da BNDESPAR, nem aprovar crédito suplementar.<sup>153</sup> Posteriormente, quando perguntado sobre o tema em 2019, o presidente do BNDES na época da operação, Luciano Coutinho, sugeriu que financiar a Independência Participações foi uma escolha incorreta do banco, que não teria sido capaz

---

<sup>149</sup> *Ibid.*

<sup>150</sup> Todas as informações econômicas exploradas neste parágrafo foram obtidas no plano de recuperação judicial da Independência Participações e da Nova Carne, como homologado em juízo. *Ibid.*

<sup>151</sup> *Ibid.*

<sup>152</sup> Conforme informação oral de Roberto Russo em depoimento à CPI sobre as operações internacionais apoiadas pelo BNDES. Ver CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14.**

<sup>153</sup> Em relação a tal negativa, de Caio Melo, então Superintendente da Área de Mercado de Capitais do BNDES, Roberto Russo reclama da suposta seletividade do banco, que negou crédito anticíclico ao grupo Independência, mas aprovou poucos meses depois mais de 2 bilhões de reais em crédito à JBS na forma de debêntures conversíveis para a aquisição da *Pilgrim's Pride*, nos Estados Unidos. *Ibid.*

de analisar propriamente a situação financeira da empresa diante das incertezas geradas pela crise de 2008.<sup>154</sup>

A única saída encontrada pelos controladores da Independência Participações no início de 2009 foi realizar pedido de recuperação judicial, efetivado em fevereiro daquele ano.<sup>155</sup> A empresa acumulava dívida consolidada expressiva nesse momento, a qual tinha potencial de aumentar, por estar denominada em Dólar, mesmo com a interrupção de várias das atividades do grupo Independência (ver Tabela 5.8, abaixo). A alta da taxa de câmbio do Real em relação ao Dólar chegou a ser objeto de intervenções esterilizadas em 2009,<sup>156</sup> mas as expectativas eram que desvalorizações do Real continuassem a ocorrer no longo prazo, pois era o que vinha sendo observado em outras economias emergentes.<sup>157</sup> Após várias rodadas de negociações com credores, a Independência Participações obteve êxito em homologar um plano de recuperação judicial em 2011.

**Tabela 5.8 Dívida consolidada do grupo Independência em 2009**

Classe de credor		Dívida em milhões de Reais	Dívida em milhões de Dólares
<b>Credores concursais</b>	Credores trabalhistas	1,5	
	Credores financeiros com Garantia Real	29,8	6,5
	Credores Classe III	900	764
<b>Credores extraconcursais</b>	Adiantamentos a contrato de câmbio	370,7	208
	Contratos de Leasing	14	
	Contratos de Finame - Alienação fiduciária	94	
	Credores fiscais	85	
<b>Total</b>		1495	978,5

Elaborado pela autora.

Fonte: INDEPENDÊNCIA S/A - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL; NOVA CARNE INDÚSTRIA DE ALIMENTOS LTDA. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL, Plano de Recuperação Judicial Modificado e Consolidado, 2011.

<sup>154</sup> A crise já vinha gerando efeitos na economia, que só foram plenamente percebidos em setembro de 2008, com o pedido de falência do banco *Lehman Brothers*, nos Estados Unidos. Sobre o impacto da crise na solicitação de financiamento da Independência Participações na perspectiva do Sistema BNDES, ou ao menos de acordo com a visão do seu ex-presidente, ver CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES - Depoimento do ex-presidente Luciano Galvão Coutinho - 24/04/2019 - 14:47**, [s.l.: s.n.], 2019.

<sup>155</sup> Conforme o andamento do processo de recuperação judicial n.º 0000928-06.2009.8.26.0108, em trâmite na primeira instância do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

<sup>156</sup> Ver discussão no quarto capítulo, acima.

<sup>157</sup> Essa era a expectativa do grupo Independência conforme o contexto do seu pedido de recuperação judicial. Ver INDEPENDÊNCIA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL; NOVA CARNE INDÚSTRIA DE ALIMENTOS LTDA. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL, Plano de Recuperação Judicial Modificado e Consolidado.

O plano prevê, entre os seus principais meios de recuperação, uma reestruturação societária, com a incorporação das sociedades controladas, a fim de assim reduzir custos operacionais.<sup>158</sup> Além disso, o plano prevê a alienação do controle societário da Independência para adquirente a ser captado em processo seletivo organizado pelos credores financeiros e aprovado pelos acionistas controladores.<sup>159</sup> Mas, apesar do indicado no plano de recuperação, a Independência Participações ainda existe enquanto sociedade empresária, na qual os acionistas controladores originais e a BNDESPAR estão presentes como acionistas, até os dias atuais. Entre 2011 e 2012 houve, na realidade, várias operações que levaram à reestruturação da dívida da empresa, assim como à aquisição dos seus ativos pela JBS.<sup>160</sup>

Outros três financiamentos para a finalidade de internacionalização de empresas empreendidos pelo Sistema BNDES, todos por meio da BNDESPAR, foram os aportes de capital na Magnesita Refratários S.A.; na Cipher S.A.; e na Padtec S.A.. O primeiro destes foi o financiamento da Magnesita Refratários, em 2009, mediante subscrição e integralização de ações pela BNDESPAR “no âmbito de oferta privada, com o objetivo de melhorar sua estrutura de capital e dar continuidade ao seu plano de negócios, que inclui seu processo de internacionalização”.<sup>161</sup> A Magnesita Refratários foi fundada em 1938 pelo patriarca da família mineira Pentagna Guimarães, Antonio Mourão.<sup>162</sup> De acordo com dados do Ministério de Minas e Energia, a empresa era, em 2007, a principal produtora de magnésia calcinada, sinterizada e eletrofundida no Brasil, operando de forma verticalizada na cadeia de produção.<sup>163</sup> Além de vender tais insumos no país e empregá-los na sua produção própria, a Magnesita Refratários direcionava uma parcela da magnésia sinterizada produzida para exportação.<sup>164</sup> O grupo empresarial Pentagna Guimarães vinha procurando um comprador para a empresa, pois o desenvolvimento da tecnologia mais moderna para produção no setor de refratários vinha se concentrando principalmente na China.<sup>165</sup> A avaliação é que para continuar competitiva e fazer frente às concorrentes estrangeiras a Magnesita Refratários necessitaria começar a operar no exterior, mas os

---

<sup>158</sup> *Ibid.*

<sup>159</sup> *Ibid.*

<sup>160</sup> A dívida da Independência foi securitizada e seus ativos acabaram completamente adquiridos pela JBS pelo valor proposto de 268 milhões de Reais. Ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado, 2012; JBS S.A., Fato Relevante, 2013.

<sup>161</sup> Ver Anexo I.

<sup>162</sup> ADACHI, Vanessa, GP quer Magnesita na liderança mundial, **Valor Econômico**, 2008.

<sup>163</sup> BANCO MUNDIAL; MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA; LOBATO, Emilio, Relatório Técnico 40 - Perfil da Magnesita. Produto 28 - Outras rochas e minerais industriais, 2009.

<sup>164</sup> *Ibid.*

<sup>165</sup> Ver entrevista com Hélio Pentagna Guimarães Neto. ADACHI, GP quer Magnesita na liderança mundial.

membros da família à frente da empresa não se consideravam aptos a gerir operações internacionais.<sup>166</sup>

Com isso, em 2007, a GP Investimentos, empresa de investimento controlada pelos empresários brasileiros Fersen Lamas Lambranh e Antonio Carlos Augusto Ribeiro Bonchristiano, adquiriu o controle da Magnesita Refratários.<sup>167</sup> Os novos controladores logo iniciaram a captação de outros investidores para realizar o registro de companhia aberta da companhia na CVM, com a sua listagem e oferta pública inicial de ações no Novo Mercado, o que ocorreu no mesmo ano.<sup>168</sup> Em 2009, a Magnesita Refratários era uma empresa controlada por acionistas brasileiros e estrangeiros, como a Tabela 5.9, abaixo, resume.<sup>169</sup> Todos esses controladores tinham um perfil de investidor institucional e buscavam a reestruturação da empresa para alienação posterior do seu controle, como é típico no segmento de empresas de investimento assim especializadas. Em tal ecossistema de controle, a BNDESPAR, que aportou 65,5 milhões de Reais na companhia em 2009, assumiu uma participação de 3,3% do capital social da Magnesita Refratários e não assinou com seus controladores um acordo de acionistas, não buscando formas de exercer influência societária sobre a companhia.

**Tabela 5.9 Acionistas controladores da Magnesita Refratários em 2009**

Acionista	Participação	Origem	Perfil
GIF Fundo de Investimento em Participações	1,7%	Brasil	Investidor institucional
Mag Fundo de Investimento em Participações	3,27%	Brasil	Investidor institucional
<i>Rearden L Holdings 3 A.S.R.L</i>	7,2%	Luxemburgo	Investidor institucional
GPC4 - Fundo de Investimento em Participações	0,39%	Brasil	Investidor institucional
<i>Alumina Holdings, LLC</i>	30,36%	Estados Unidos	Investidor institucional

Elaborado pela autora.

Fonte: MAGNESITA REFRAFATÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2010.

A Magnesita Refratários já era uma empresa internacionalizada quando do investimento da BNDESPAR em 2009. A empresa veio a adquirir várias plantas para produção no exterior em 2008, ao adquirir o controle de empresas do grupo *LBW*, organizadas sob a sociedade de controle *Rearden EINS*, sediada na Alemanha, líder no

<sup>166</sup> Essa era uma avaliação tanto de membros da família Pentagna Guimarães, como dos controladores da GP Investimentos, que vieram a adquirir o controle da Magnesita Refratários em 2007. Ver *Ibid.*

<sup>167</sup> MAGNESITA REFRAFATÁRIOS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>168</sup> *Ibid.*

<sup>169</sup> MAGNESITA REFRAFATÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2010.

segmento de refratários dolomíticos.<sup>170</sup> Com tais aquisições, a Magnesita Refratários assumiu operações industriais diretamente na América do Norte, Europa e Ásia. Como a Tabela 5.10, abaixo, mostra, a empresa já acumulava ampla margem de vendas diretas no exterior em 2009, o que veio a aumentar nos anos posteriores.<sup>171</sup>

**Tabela 5.10 Quantitativos de vendas no Brasil e no exterior da Magnesita Refratários entre 2009-2016 (em milhares de Reais)**

Receita líquida	Brasil		Exterior	
	Valor	Participação %	Valor	Participação %
2009	827.477	43	1.099.091	57
2010	1.080.674	47,5	1.195.710	52,5
2011	964.663	41,6	1.354.240	58,4%
2012	971.350	39,4	1.492.366	60,6
2013	946.241	35,6	1.709.716	64,4
2014	1.016.703	35,4	1.855.339	64,6
2015	1.047.956	31	2.332.879	69
2016	1.098.073	32,1	2.320.223	67,9

Elaborado pela autora.

Fonte: MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência, vários anos.

Apesar do indicado na documentação do BNDES, o financiamento da Magnesita Refratários veio em 2009 no contexto de contenção dos efeitos da crise econômica mundial de 2008. Tanto é que, em fato relevante do dia 14 de agosto de 2009, a administração da Magnesita explica aos acionistas da empresa que a captação privada com a BNDESPAR serviria para reestruturar sua dívida com bancos privados.<sup>172</sup> O montante devido e as obrigações associadas ao endividamento vinham ameaçando a liquidez da empresa.<sup>173</sup> Outro sinal de que a Magnesita Refratários necessitava, sobretudo, de crédito anticíclico após a crise de 2008 é que a empresa logo teve também linha de crédito

<sup>170</sup> *Ibid.*

<sup>171</sup> Ver MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2017; MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2016; MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2015; MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2014; MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2013; MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2012; MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2011; MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>172</sup> MAGNESITA REFROTÁRIOS S.A., Fato Relevante, 2009.

<sup>173</sup> *Ibid.*

aprovada no âmbito do BNDES PSI, em 2010, ainda que não tenha usado os recursos dessa linha imediatamente.<sup>174</sup>

Nos anos seguintes, a Magnesita Refratários passaria por outras duas operações societárias relevantes envolvendo seu controle. A primeira ocorreu em 2016, quando da sua fusão com a empresa austríaca *RHI*, em 2016, momento em que seu controle foi assumido pela empresa holandesa *Dutch Brasil Holding B.V.* e a participação dos acionistas controladores anteriores foi diluída.<sup>175</sup> Após essa operação, em 2018, a *Dutch Brasil Holding* resolveu realizar oferta pública de aquisição das ações da Magnesita Refratários em circulação no mercado de capitais brasileiro,<sup>176</sup> cancelando em seguida seu registro de companhia aberta.<sup>177</sup> Com isso, a empresa, que se tornou uma grande multinacional em tempo recorde, contando com maciço investimento privado e financiamento anticíclico do Sistema BNDES, acabou poucos anos depois do início do seu processo de internacionalização a ter operada também a sua desnacionalização.

O próximo financiamento da BNDESPAR identificado na documentação do Sistema BNDES como um apoio à internacionalização não associado a uma operação de IED específica ocorreu com o aporte de capital na empresa Cipher S.A. Trata-se de empresa prestadora de serviços de consultoria em tecnologia da informação, com foco em segurança da informação, assim como desenvolvimento de programas de computador por encomenda que foi fundada no ano 2000 e recebeu o aporte de capital de risco da BNDESPAR, em 2010, no valor de pouco mais de 10 milhões de Reais.<sup>178</sup> O foco principal do financiamento foi facilitar a expansão orgânica dos serviços de segurança da informação da companhia e a aquisição de outras empresas de software no Brasil e no exterior.<sup>179</sup> Com tal financiamento, a BNDESPAR assumiu ações preferenciais representando 23% do capital social da Cipher<sup>180</sup> e assinou com seus acionistas controladores, os empresários brasileiros Eduardo Scapamini Bouças e Paulo Barbosa do Rego Monteiro, um acordo de acionistas que lhe confere amplos poderes de veto sobre assuntos operacionais e

---

<sup>174</sup> Ver MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A., Formulário de Referência 2010. Ver também notícias que circularam na mídia em 2009 sobre o socorro financeiro prestado pelo Sistema BNDES à empresa. ROSAS, Rafael, Entrada do BNDESPAR no capital da Magnesita foi “normal”, diz Coutinho, **Valor Econômico**, 2009.

<sup>175</sup> MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A., Formulário de Referência 2017.

<sup>176</sup> MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A., Fato Relevante, 2018.

<sup>177</sup> MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A., Formulário de Referência 2018.

<sup>178</sup> Ver Anexo I.

<sup>179</sup> Ver Anexo I.

<sup>180</sup> Conforme informações obtidas no website do Sistema BNDES sobre o aporte de capital da BNDESPAR na Cipher S.A.. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/dese-mbolsos-do-sistema-bndes-via-renda-variavel>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

financeiros da empresa, bem como o direito de indicar um membro ao seu conselho de administração.<sup>181</sup> A Cipher é uma companhia fechada, mas tudo indica que a presença da BNDESPAR serve para profissionalizar sua governança e adaptá-la para futuro registro na CVM e listagem em bolsa de valores no Brasil.<sup>182</sup>

Em 2015, a Cipher recebeu um novo investidor de capital de risco, o fundo de investimento em participações DLM Brasil TI, que aportou pouco mais de 20 milhões de Reais, mediante subscrição de novas ações ordinárias na ocasião.<sup>183</sup> Esse aumento de capital foi acompanhado pela BNDESPAR, a qual subscreveu e integralizou novas ações, dessa vez ordinárias, no valor de pouco mais de 6 milhões de Reais.<sup>184</sup> Com essa operação, o DLM Brasil TI assumiu 13% do capital social total da Cipher<sup>185</sup> e ingressou no acordo de acionistas que já havia sido firmado entre seus controladores e a BNDESPAR.<sup>186</sup>

O principal ativo da Cipher atualmente parece ser uma participação na empresa Blockbit S.A., que foi criada com uma cisão do seu acervo líquido em 2018.<sup>187</sup> Com tal cisão, na realidade, uma parte das operações da companhia, no Brasil e no exterior, foi vendida para uma empresa espanhola, a *Prosegur Global Cyber Security SLU*. Conforme a versão pública do formulário de notificação enviado ao CADE sobre a operação, a administração da Cipher indicou ter realizado muitos investimentos nos anos anteriores e que a cisão para aquisição de parte das suas operações de cibersegurança pela *Prosegur* representaria um alívio financeiro relevante.<sup>188</sup> A Prosegur já operava no Brasil, mas no setor de administração de serviços financeiros e transporte de valores, e considerou

---

<sup>181</sup> As informações obtidas no website do Sistema BNDES indicam, sem mais detalhes, que foi assinado acordo de acionistas com os controladores da Cipher S.A. Pelas assembleias de acionistas da empresa, fica clara a oportunidade da BNDESPAR para vetar deliberações ou indicar conselheiro. Ver, por exemplo, CIPHER S.A., Assembléia Geral Extraordinária da Cipher S.A. datada de 16 de julho de 2015.

<sup>182</sup> Com o ingresso da BNDESPAR, a Cipher se converteu em sociedade anônima e criou estrutura profissional de administração, com diretoria e conselho de administração, e o recrutamento de administradores profissionais. Ver, por exemplo, *Ibid.* Ver também BLOCKBIT anuncia novo vice-presidente para o Brasil.

<sup>183</sup> CIPHER S.A., Assembléia Geral Extraordinária da Cipher S.A. datada de 16 de julho de 2015.

<sup>184</sup> *Ibid.*

<sup>185</sup> Conforme o extrato da carteira do DLM Brasil TI - Fundo de Investimento em Participações, em dezembro de 2015. Disponível em: <[https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg)>. Acesso em: 12 jan. 2021. Conforme os dados publicados no repositório da CVM com informações sobre os fundos de investimento em participações registrados no Brasil, o DLM Brasil TI foi renomeado para Ória Tech 1 Inovação após 2015.

<sup>186</sup> CIPHER S.A., Assembléia Geral Extraordinária da Cipher S.A. datada de 16 de julho de 2015.

<sup>187</sup> CIPHER S.A., Assembleia Geral Extraordinária da Cipher S.A. datada de 1o de março de 2018, 2018.

<sup>188</sup> CIPHER S.A.; PROSEGUR GLOBAL CYBER SECURITY SLU, Formulário de procedimento sumário - Ato de Concentração n. 08700.006899/2018-26.

que obter ativos de cibersegurança teria sinergias com os serviços que já oferecia a empresas do setor financeiro.<sup>189</sup>

Com essa operação, a participação total da BNDESPAR e uma parcela da participação do fundo DLM, nesse momento denominado Ória Tech 1 Inovação,<sup>190</sup> foram transferidas para a Blockbit S.A., que é uma subsidiária integral da parcela da Cipher S.A. que ficou sob a propriedade dos seus acionistas controladores originais.<sup>191</sup> A carteira do Ória Tech 1 Inovação mostra que a participação do fundo no capital da companhia tem perdido valor ao longo dos anos, embora seu número de ações permaneça igual no último extrato da sua carteira, em 2020.<sup>192</sup> Já a participação total da BNDESPAR na Blockbit era 15,8% do capital social total da companhia na última ocasião em que o Sistema BNDES atualizou as informações disponíveis sobre as participações da subsidiária.<sup>193</sup> Dez anos depois do investimento inicial da BNDESPAR, a Cipher continua sendo uma companhia fechada, assim como sua subsidiária, a Blockbit. Em relação à sua internacionalização, a empresa sinaliza manter operações globais, com carteira de clientes expandida também para os Estados Unidos e a Espanha.<sup>194</sup>

Por fim, a última empresa encontrada na documentação do Sistema BNDES sobre o apoio à internacionalização que recebeu financiamento como uma multinacional em potencial, sem uma operação de IED associada, é a Padtec S.A. Mediante um aporte de capital de risco operado em 2013, a BNDESPAR subscreveu e integralizou quase 110 milhões de Reais em ações ordinárias da Padtec, o que representou a aquisição de 19,4% do capital social total da companhia.<sup>195</sup> A Padtec é uma empresa atuante no setor de tecnologia da informação, especializada no desenvolvimento de sistemas de comunicação e na fabricação dos equipamentos necessários para o funcionamento de tais sistemas.

---

<sup>189</sup> A aquisição da parcela cindida da Cipher S.A. pela Prosegur foi aprovada pelo CADE sem restrições. Ver o despacho de aprovação sem restrições n.º 1682/2018 publicado no Diário Oficial da União de 24/12/2018, seção 1, pág. 78 (0562579).

<sup>190</sup> Ver nota 185, acima.

<sup>191</sup> CIPHER S.A., Assembleia Geral Extraordinária da Cipher S.A. datada de 1º de março de 2018.

<sup>192</sup> Conforme o extrato do Ória Tech 1 Inovação - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia em agosto de 2020. Disponível em: <[https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>193</sup> Conforme informações obtidas no website do Sistema BNDES sobre o aporte de capital da BNDESPAR na Cipher S.A.. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/deseMBOLSOS-DO-SISTEMA-BNDES-VIA-REDA-VARIABEL>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>194</sup> Ver informações sobre a capacidade de atendimento internacional da Blockbit no website da empresa. Disponível em: <<https://www.blockbit.com/pt/sobre/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>195</sup> Conforme informações obtidas no website do Sistema BNDES sobre o aporte de capital da BNDESPAR na Padtec S.A.. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/renda-variavel/deseMBOLSOS-DO-SISTEMA-BNDES-VIA-REDA-VARIABEL>>. Acesso em: 12 jan. 2021.



Quando do aporte de capital da BNDESPAR, a Padtec já era a única empresa brasileira capaz de desenvolver sistemas de comunicação óptica a partir das tecnologias *DWDM* e *GPON* no Brasil, as quais atendem, respectivamente, necessidades de transmissão de dados de longa distância, em regiões metropolitanas e além, e demandas de transmissão de informações em redes locais.<sup>196</sup> Tais tecnologias representavam no momento, e continuam competitivas até os dias atuais, como a opção mais avançada e eficiente para prover soluções de comunicação óptica, sendo os principais clientes da Padtec grandes empresas do setor de telecomunicações e do setor bancário.<sup>197</sup> Em 2012, logo antes do financiamento pela BNDESPAR, as concorrentes da Padtec, no mercado Brasileiro e no mercado global, no qual a empresa já atuava via exportações, eram exclusivamente empresas estrangeiras.<sup>198</sup>

Para entender a trajetória da Padtec, é importante compreender primeiramente o seu grupo de acionistas controladores. Quando do financiamento recebido pela BNDESPAR, a companhia era controlada em conjunto por duas outras pessoas jurídicas: a Ideiasnet S.A. e a Fundação CPqD - Centro de Desenvolvimento em Telecomunicações (ver Tabela 5.11, abaixo).<sup>199</sup> A Ideiasnet foi constituída no ano 2000 como uma companhia aberta com o propósito de realizar investimentos de risco, originalmente no então recente setor da internet.<sup>200</sup> Ao longo da sua existência, a Ideiasnet teve sempre investidores institucionais como seus acionistas mais expressivos, não tendo tido um acionista controlador específico.<sup>201</sup> Por meio do Brasil 21, um fundo mútuo de investimento em empresas emergentes constituído para canalizar seus recursos para

---

<sup>196</sup> *DWDM* é a sigla para a expressão em língua inglesa “*High Dense Wavelength Division Multiplexing*” e *GPON* é a sigla para “*Gigabit Capable Passive Optical Network*”. Ver CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA DA CONCORRÊNCIA *et al*, Parecer Técnico n. 043 - Ato de Concentração n. 08700.000925/2013-06, 2013.

<sup>197</sup> Ver a delimitação de mercado indicada pela BNDESPAR e pela Padtec quando da notificação ao CADE sobre a aquisição de ações da BNDESPAR, BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; PADTEC S.A., Petição inicial - Ato de Concentração n. 08700.000925/2013-06, 2012. Ver também o último formulário de referência da Padtec submetido à CVM, PADTEC HOLDING S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>198</sup> BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; PADTEC S.A., Petição inicial - Ato de Concentração n. 08700.000925/2013-06.

<sup>199</sup> *Ibid.*

<sup>200</sup> IDEIASNET S.A., IAN - Informações anuais 2000.

<sup>201</sup> Uma análise dos relatórios IAN - Informações Anuais submetidos pela Ideiasnet S.A. para a CVM entre 2000 e 2009, assim como dos formulários de referência enviados pela companhia para a CVM entre 2010 e 2018, permitem chegar a tal conclusão. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx?tipoconsulta=CVM&codigoCVM=20575>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

empresas inovadoras no mercado de capitais brasileiro,<sup>202</sup> a BNDESPAR chegou a ter um investimento transitório na Ideiasnet, apenas durante o ano da sua constituição.<sup>203</sup>

**Tabela 5.11. Estrutura acionária da Padtec antes de depois do investimento da BNDESPAR**

Acionista	Antes de 2013		A partir de 2013	
	Número de ações	Percentual	Número de ações	Percentual
Fundação CPQD	6055250	65,50%	6055250	46,13%
Ideiasnet S.A.	3148002	34,05%	4469628	34,05%
Jorge Salomão Pereira	12906	0,14%	18325	0,14%
José Tadeu de Jesus	6903	0,07%	9801	0,07%
Antônio Daniel de Farias	3681	0,04%	5226	0,04%
Roberto Yoshihiro Nakamura	4130	0,04%	5864	0,04%
Argemiro Oliveira de Sousa Filho	3681	0,04%	5226	0,04%
Mario José Mercadante	2301	0,04%	3267	0,02%
Eduardo Morales Lago	2071	0,02%	2941	0,02%
Henrique Bastos Graciosa	2323	0,03%	3298	0,03%
Plínio de Paula	1807	0,02%	2566	0,02%
Lavoisier José Leite de Farias	1611	0,02%	2287	0,02%
BNDESPAR			2542177	19,37%
Total	9244666	100%	13125856	100%

Elaborado pela autora.

Fonte: CIPHER S.A.; PROSEGUR GLOBAL CYBER SECURITY SLU, Petição inicial - Ato de Concentração n. 08700.000925/201306.

Em 2004, quando o fundo Brasil 21 já não estava mais presente na sua estrutura acionária, a Ideiasnet reorientou suas atividades para passar de uma incubadora de empresas atuantes no setor de internet para ser uma empresa de participações no setor de tecnologia.<sup>204</sup> Nesse mesmo ano a Padtec S.A. recebeu um investimento em ações realizado pela Ideiasnet, que adquiriu 34% do seu capital social, por tê-la considerado uma empresa promissora nos segmento de fabricação de produtos eletrônicos para comunicação.<sup>205</sup> A

<sup>202</sup> O Brasil 21 foi constituído conforme a Instrução CVM n.º 109, de 25 de março de 1994. Ver DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA., Instrumento de Constituição do Brasil 21 - Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, 2000.

<sup>203</sup> IDEIASNET S.A., IAN - Informações anuais 2000.

<sup>204</sup> IDEIASNET S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>205</sup> *Ibid.*

Padtec, por sua vez, já era uma companhia incubada pela Fundação CPqD, sua outra controladora, uma tradicional instituição de fomento à inovação que atua de forma relevante como incubadora de empresas inovadoras no setor de telecomunicações, tendo sido criada pela Telebrás em 1976.<sup>206</sup>

Observada como uma coligada da Ideiasnet, a Padtec, que era uma companhia fechada em 2013, já vinha realizando algumas aquisições. Pelos documentos societários divulgados pela Ideiasnet, é possível aferir que a Padtec realizou sua primeira aquisição internacional em 2008, quando adquiriu a concorrente israelense Civcom.<sup>207</sup> Ao mesmo tempo, a Padtec já acumulava escritórios na América Latina como forma de facilitar sua estratégia de exportação.<sup>208</sup> Não tendo sido realizado com o propósito de facilitar uma aquisição específica, o financiamento da BNDESPAR em 2013 voltou-se a apoiar a expansão da empresa no geral, em relação a sua capacidade de produção, e também por meio de aquisições no Brasil e no exterior.<sup>209</sup>

Apesar da aquisição da Civcom, os documentos analisados sobre a Padtec no contexto do financiamento da BNDESPAR sugerem que a empresa não tinha operações internacionais até 2012.<sup>210</sup> A Padtec veio a estabelecer operações internacionais a partir desse ano, vindo também a mudar de porte após o financiamento da BNDESPAR. A Ideiasnet, que não havia reportado vendas relevantes do exterior antes, consolidou em suas demonstrações financeiras relativas a 2015 o crescimento da Padtec.<sup>211</sup> No final de 2014, esta tinha acumulado investimentos em 16 subsidiárias no exterior, as quais responderam por 6,1% das vendas da Ideiasnet (Ver Tabela 5.12, abaixo).

---

<sup>206</sup> A Telebrás foi criada como uma sociedade de economia mista aberta pela Lei n.º 5.792, de 11 de julho de 1972, e segue controlada pela União até os dias atuais. Ver TELECOMUNICAÇÕES BRASILEIRAS S/A, Formulário de Referência 2020. Para mais informações sobre a Fundação CPqD e o tipo de projeto que ela apoia, ver o seu website. Disponível em: <<https://www.cpqd.com.br/sobre/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>207</sup> IDEIASNET S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>208</sup> *Ibid.*

<sup>209</sup> BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; PADTEC S.A., Petição inicial - Ato de Concentração n. 08700.000925/2013-06.

<sup>210</sup> *Ibid.*

<sup>211</sup> IDEIASNET S.A., Formulário de Referência 2015.

**Tabela 5.12 Subsidiárias internacionais e vendas no exterior da Padtec S.A. (em milhares de Reais)**

<b>Subsidiária</b>	<b>País</b>	<b>Receita líquida</b>	<b>Participação na receita líquida total</b>
Silica Arg	Argentina	4600	1,4%
GNF Panama	Panama	2522	0,8%
GNF GUA	Guatemala	1919	0,6%
TROPICO COLO	Colômbia	1771	0,5%
GNF COS	Costa Rica	1742	0,5%
GNF NIC	Nicaragua	1478	0,5%
GNF COL	Colômbia	1451	0,4%
GNF EL S	El Salvador	1380	0,4%
GNF HON	Honduras	833	0,3%
SILICA CHILE	Chile	460	0,1%
Capital Tele	Honduras	396	0,1%
Silica	Argentina	354	0,1%
Synapsis	Colômbia	266	0,1%
PLC USA	Estados Unidos	221	0,1%
ABB SUICA	Suíça	192	0,1%
PADTEC Argentina	Argentina	165	0,1%

Elaborado pela autora.

Fonte: IDEIASNET S.A., Formulário de Referência, 2015.

Entre 2014 e 2019, as atividades da Ideiasnet e da Padtec S.A. se reorganizaram em sentidos diversos. A Ideiasnet vinha nos últimos anos alienando vários dos seus investimentos em coligadas e controladas, ao mesmo tempo que a Padtec foi acumulando ganhos e tornando-se uma empresa de porte cada vez mais expressivo.<sup>212</sup> Nesse sentido, por um lado, a Ideiasnet vinha se desfazendo dos seus investimentos em outras companhias e, por outro, o acordo de acionistas assinado pela BNDESPAR, a Fundação CPqD e a Ideiasnet exigia o registro de companhia aberta da Padtec, com listagem prevista no Bovespa Mais.<sup>213</sup> Diante do esvaziamento das atividades independentes da Ideiasnet e da exigência do registro de companhia aberta da Padtec, a BNDESPAR propôs que a Ideiasnet realizasse a incorporação das ações da Padtec,

<sup>212</sup> IDEIASNET S.A., Formulário de Referência 2018; IDEIASNET S.A., Formulário de Referência 2019.

<sup>213</sup> BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; PADTEC S.A., Petição inicial - Ato de Concentração n. 08700.000925/2013-06.

indicando que consideraria cumprido o acordo de acionistas com o resultado dessa incorporação, que levaria a companhia à listagem no Novo Mercado.<sup>214</sup>

A operação recomendada pela BNDESPAR foi aprovada pelas assembleias de acionistas da Ideiasnet e da Padtec em abril de 2020 e o prazo legal para o exercício pelos acionistas minoritários da Ideiasnet dos direitos que lhes cabem em caso de dissenso com a operação encerrou em junho do mesmo ano. Após o decurso de tal prazo, a Fundação CPqD tornou-se a controladora da Padtec, com 54,9% do seu capital social. A BNDESPAR continua como acionista minoritária da companhia, com aproximadamente 23% do seu capital social, após a incorporação das suas ações pela Ideiasnet. O acordo de acionistas da BNDESPAR com a Fundação CPqD continuará parcialmente em vigor até que a participação da subsidiária na Padtec seja diluída em aumentos de capital ou desinvestimentos.<sup>215</sup>

### 5.1.2 As operações realizadas

Entre os desembolsos realizados pelo Sistema BNDES para apoiar operações de IED específicas e já captadas pelas empresas beneficiadas, estão as 11 companhias indicadas no último parágrafo da seção 5.1. Nesse recorte, ao contrário do que ocorreu no apoio às multinacionais em potencial, outros produtos, linhas de financiamento e programas do Sistema BNDES apareceram além das opções do produto BNDES Mercado de Capitais. Para refletir sobre o papel do BNDES na internacionalização das empresas e operações abordadas neste tópico, vale a pena primeiramente discutir as operações aprovadas no âmbito da internacionalização de empresas do setor de proteína animal. Além da Independência Participações, que foi discutida no tópico anterior e recebeu aporte da BNDESPAR apenas pelo seu potencial de internacionalização, o Sistema BNDES, por meio de diferentes produtos e programas, apoiou também a internacionalização da JBS, da Bertin e da Marfrig, dessa vez com foco em operações específicas.

---

<sup>214</sup> PADTEC HOLDING S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>215</sup> As informações articuladas neste parágrafo estão consolidadas no último formulário de referência submetido à CVM pela Padtec Holding S.A. Ver *Ibid.*

O mais comum nas narrativas sobre o crescimento do setor de proteína animal brasileiro e a sua expansão internacional é associá-lo à política industrial do segundo governo Lula, a PDP, lançada em 2008.<sup>216</sup> A PDP priorizou em um de seus eixos a consolidação de setores competitivos e a conquista de novos mercados, indicando o setor de proteína animal como o mais competitivo do agronegócio nacional.<sup>217</sup> Mas a narrativa sobre a ascensão internacional do setor de proteína animal brasileiro pode começar antes, em torno do ano 2000, quando quatro das maiores empresas brasileiras nele então atuantes, a JBS, a Marfrig, a Bertin e a Independência, que já tinham atividade exportadora, começaram um processo de consolidação no Brasil e a busca por novas fontes de capital que permitissem conforto financeiro para a sua internacionalização.<sup>218</sup> A avaliação geral de tais empresas é que ter produção no exterior era mandatório para reduzir custos e ultrapassar as barreiras fitossanitárias e tarifárias que impactam sua capacidade de exportação.

A Independência Participações, como discutido no tópico anterior, não foi uma empresa dependente do crédito do BNDES para a produção no Brasil ou para a exportação ao longo da sua trajetória, tendo levantado recursos sempre nos mercados de crédito privado nacional e estrangeiro. O seu acionista controlador e diretor, Roberto Russo, indicou que a empresa teria procurado o apoio da BNDESPAR em 2003, sem sucesso, e depois em 2008, quando obteve êxito, pois considerava que assim conseguiria estruturar-se apropriadamente para listagem em bolsa de valores e realização de oferta pública de distribuição de ações.<sup>219</sup> Com os recursos levantados no mercado de capitais brasileiro, que prometia um futuro de liquidez em meados da década 2000, a Independência pretendia realizar sua expansão internacional. Os planos da empresa, contudo, não prosperaram, como discutido anteriormente, porque o financiamento do Sistema BNDES

---

<sup>216</sup> Ver a nota 143 do quarto capítulo, acima, sobre a PDP no seu contexto de criação, assim como o texto que esta nota acompanha.

<sup>217</sup> A relação direta entre o setor de proteína animal nas prioridades da PDP e o tratamento dado pelo BNDES ao setor fica elucidada em livro publicado pelo Sistema BNDES em 2017. Ver **Livro verde: nossa história tal como ela é**.

<sup>218</sup> Isso fica claro na análise da documentação de todas essas empresas, bem como dos depoimentos prestados pelos acionistas controladores da Independência Participações e da Bertin durante a CPI sobre práticas ilícitas no âmbito do BNDES. Ver, especialmente, INDEPENDÊNCIA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL; NOVA CARNE INDÚSTRIA DE ALIMENTOS LTDA. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL, Plano de Recuperação Judicial Modificado e Consolidado; JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2007; MARFRIG ALIMENTOS S.A., Formulário de Referência 2010; CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14**; CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve sócio do frigorífico Bertin - 07/08/2019 - 14:43**, [s.l.: s.n.], 2019.

<sup>219</sup> CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14**.

não chegou antes da sua deterioração financeira por conta da crise econômica mundial de 2008.

Nesse meio tempo, ao contrário, a JBS, tradicional empresa do setor de proteína animal,<sup>220</sup> perseguiu estratégia que, possivelmente pela precisão do momento, rendeu-lhe uma trajetória de êxito. A JBS realizava abate de gado desde 1953 e foi fundada por José Batista Sobrinho, sendo posteriormente gerida por seus filhos.<sup>221</sup> Esta foi a primeira empresa a ser beneficiada pelo Sistema BNDES no setor de proteína animal, a qual, em 2005, recebeu, no âmbito do BNDES FINEM, na linha de Crédito à Internacionalização Direto, aproximadamente 187 milhões de Reais para adquirir o controle da *Swift Armour Sociedad Anónima*, na Argentina.<sup>222</sup> O mercado argentino era estratégico para aumentar as margens de qualquer empresa brasileira exportadora de carne in natura, pois esse país dispunha de possibilidades maiores que o Brasil para a exportação de carne para a União Europeia no âmbito da cota Hilton. A cota Hilton é estabelecida pela União Europeia com fundamento da regulação do GATT e exige certificação específica de empresas presentes nos países exportadores para a obtenção de preferências tarifárias. Em 2005, a cota Hilton era dividida entre seis países, a Austrália, a Argentina, o Uruguai, a Nova Zelândia, e o Paraguai. Dentre estes países, o Brasil tinha 8% da cota de exportação em 2005, diante dos 46,5% reservados à Argentina.<sup>223</sup>

Mas o financiamento de 2005 seria apenas o primeiro no apoio a uma trajetória consistente de internacionalização empreendida pela JBS. Em 2007, a companhia fez uma outra aquisição, dessa vez da *Swift & Co.*, nos Estados Unidos, uma empresa produtora de carne bovina in natura que passava por dificuldades financeiras e tinha solicitado ao mercado propostas para a aquisição do seu controle.<sup>224</sup> A JBS saiu vencedora entre as demais propostas para aquisição da *Swift & Co.*, a qual veio a adquirir em junho de 2007.<sup>225</sup> Para viabilizar a operação, o Sistema BNDES aprovou um aporte de capital em participação acionária direta da BNDESPAR na JBS, no valor de pouco menos de 1,5 bilhões de Reais, enquanto a aquisição da Swift representou para a JBS um investimento de

---

<sup>220</sup> Ver JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2006.

<sup>221</sup> Ver *Ibid.*

<sup>222</sup> Ver Anexo I.

<sup>223</sup> Ver JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2006. Ver também o Regulamento CE n.º 810/2008 da União Europeia, relativo à abertura e modo de gestão dos contingentes pautais para carne de bovino de alta qualidade, fresca, refrigerada ou congelada, e carne de búfalo congelada.

<sup>224</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 10 de maio de 2007.

<sup>225</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 29 de maio de 2007.

aproximadamente 1,4 bilhões de Dólares na época.<sup>226</sup> A *Swift & Co.* era mais de cinco vezes maior que a JBS em termos de ativos no momento da aquisição.<sup>227</sup>

A JBS havia realizado registro de companhia aberta e listagem no Novo Mercado em 2006, para o que não demandou o apoio da BNDESPAR.<sup>228</sup> O aporte da subsidiária levou-a a adquirir aproximadamente 13% do capital social da JBS, quando esta já estava listada no Novo Mercado, tendo sido assinado um acordo de acionistas para regular o relacionamento da BNDESPAR com os controladores da companhia, como costuma ocorrer quando da realização de participações volumosas, embora a JBS já fosse uma companhia negociada em bolsa. Mediante tal acordo, à BNDESPAR foram reservados os direitos de veto de praxe sobre decisões operacionais e financeiras da JBS; o direito de indicar um membro ao conselho fiscal e entre um e dois membros ao conselho de administração da companhia, a depender da sua participação relativa ao capital social total; bem como foi reservado à subsidiária o direito de solicitar à JBS a instalação de comitês especiais para tratar de assuntos financeiros, gestão de riscos e/ou sustentabilidade, entre outros temas que parecessem relevantes para tratamento em fóruns apartados. No caso da instalação de comitês para análise de temas especiais pela JBS, o acordo de acionistas garante ainda que a BNDESPAR poderá estar representada em tais comitês.<sup>229</sup>

Em 2009, a JBS adquiriu uma outra concorrente sediada nos Estados Unidos, a *Pilgrim's Pride*, que também passava por crise e estava em regime falimentar.<sup>230</sup> O valor da aquisição da *Pilgrim's Pride* foi ainda maior em relação à aquisição da *Swift & Co.* e representou um investimento de aproximadamente 2,8 bilhões de Dólares pela JBS.<sup>231</sup> Essa aquisição também contou com o apoio financeiro do Sistema BNDES, por meio da BNDESPAR, que subscreveu e integralizou, em duas operações separadas, aproximadamente 3,5 bilhões de Reais em debêntures emitidas pela JBS para esse fim.<sup>232</sup>

---

<sup>226</sup> A documentação do Sistema BNDES indica que o valor subscrito e integralizado em ações da JBS para esse fim teria sido aproximadamente 1,1 bilhões de Reais, conforme indica o Anexo I. Contudo, o fato relevante em que a JBS informa ao mercado sobre a subscrição privada da BNDESPAR para o suporte financeiro à aquisição da *Swift & Co.* indica o valor de quase 1,5 bilhões de Reais. Ver *Ibid.*

<sup>227</sup> Conforme a estimativa sobre a aquisição da *Swift & Co.* pela JBS nos Estados Unidos realizada por Bell e Ross. Ver BELL, David E.; ROSS, Cathy, *JBS Swift & Co.*, **Harvard Business School Case 509-021**, 2008.

<sup>228</sup> JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2006.

<sup>229</sup> Ver J&F PARTICIPAÇÕES S.A.; ZMF FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES; BNDES PARTICIPAÇÕES S.A., Acordo de Acionistas, 2009.

<sup>230</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 16 de setembro de 2009 - A JBS comunica a aquisição da *Pilgrim's Pride* Corporation por aproximadamente US\$ 2.8 bilhões, 2009.

<sup>231</sup> Como indicado no fato relevante da nota 230, acima.

<sup>232</sup> Ver Anexo I.



Tais debêntures eram obrigatoriamente permutáveis em ações da JBS no Brasil, ou BDRs da sua subsidiária nos Estados Unidos, a JBS USA, a critério da BNDESPAR.<sup>233</sup>

Além das aquisições da *Swift Armour*, na Argentina, bem como da *Swift & Co.* e da *Pilgrim's Pride*, nos Estados Unidos, a JBS empreendeu várias outras aquisições e investimentos novos no Brasil e no exterior durante os anos que se seguiram. Entre estas, outras duas operações internacionais vieram a contar com o apoio do Sistema BNDES, quais sejam: a aquisição da *Smithfield Beef Group Inc.*, que veio a ser completada mediante investimento de 565 milhões de Dólares em outubro de 2008,<sup>234</sup> assim como o contrato para a aquisição da *National Beef Packing Company LLC*, também em 2008, pelo controle da qual a JBS pagaria 560 milhões de Dólares.<sup>235</sup> Para viabilizar ambas as aquisições pretendidas em 2008, a BNDESPAR, mediante duas operações distintas, subscreveu e integralizou cotas do fundo de investimento em participações PROT no valor de aproximadamente 995 milhões de Reais.<sup>236</sup> O fundo PROT, por sua vez, que tinha como demais cotistas os fundos de pensão de empresas estatais Petros e Funcef, assim como uma investidora institucional estrangeira, a *Antigua Investments LLC*, realizou aporte de 2,55 bilhões de Reais na JBS em março de 2008.<sup>237</sup> Embora a aquisição da *Smithfield* tenha sido concluída com êxito, a aquisição da *National Beef* foi contestada pela autoridade antitruste dos Estados Unidos e converteu-se em demanda judicial para a sua rejeição, o que levou a JBS a desistir da operação em fevereiro de 2009.<sup>238</sup>

A JBS tem a BNDESPAR no seu quadro acionário até os dias atuais.<sup>239</sup> A trajetória de internacionalização da empresa e a sua interface com o relacionamento mantido com o Sistema BNDES ao longo dos anos voltarão a ser exploradas no estudo de caso comparado empreendido no sexto capítulo. Por ora, cabe adiantar que, apenas com as aquisições patrocinadas pelo Sistema BNDES entre 2005 e 2009, a JBS já se tornou uma empresa multinacional expressiva. Em 2010, a JBS ocupou o posto de empresa brasileira mais internacionalizada no ranking preparado anualmente pela FDC, de acordo com o

---

<sup>233</sup> Ver Anexo I. Ver também JBS S.A., Fato Relevante de 23 de dezembro de 2009.

<sup>234</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 23 de outubro de 2008 - A JBS S.A. completou a aquisição da "Smithfield Beef" e das operações de confinamento conhecidas como "Five Rivers".

<sup>235</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 4 de março de 2008.

<sup>236</sup> Ver Anexo I.

<sup>237</sup> Ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 21 de maio de 2008.

<sup>238</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 20 de fevereiro de 2009 - A JBS S.A. Encerrou a Aquisição da National Beef.

<sup>239</sup> No último formulário de referência submetido pela JBS à CVM, a BNDESPAR acumulava, como acionista minoritária, vinculada a acordo de acionistas, participação de 21,81% do capital social da companhia. Ver JBS S.A., Formulário de Referência 2020.

índice de internacionalização calculado por tal instituição de pesquisa brasileira.<sup>240</sup> Em 2012, a JBS ingressou ainda no ranking das 100 maiores empresas multinacionais de países em desenvolvimento da UNCTAD, internacionalmente reconhecido, onde permanece.<sup>241</sup>

Vale a pena adiantar também que, ao contrário do que ocorreu com várias das empresas discutidas no tópico anterior, a BNDESPAR atuou, excepcionalmente, no sentido de evitar a desnacionalização da JBS. A subsidiária usou formalmente seus poderes de veto pela primeira e única vez na história do BNDES no âmbito da governança da JBS, em 2016.<sup>242</sup> Nesse contexto, a companhia havia proposto reorganização societária que mudaria sua sede para o Reino Unido, transferindo para o novo país a propriedade da maior parte dos seus ativos, com posterior listagem na NYSE, com o propósito de dispersar seu controle acionário.<sup>243</sup> A opinião pública interpretou tal reorganização como uma estratégia para mitigar os efeitos de investigações e processos sobre corrupção envolvendo a JBS.<sup>244</sup> O BNDES, por sua vez, indicou ser a transferência de sede da JBS para outro país indevida diante das obrigações que a companhia mantinha em aberto com o banco e a BNDESPAR, não sendo no melhor interesse dos seus acionistas minoritários no Brasil que seu controle fosse submetido a incentivo de dispersão ou passasse para mãos estrangeiras em bolsa de valores no exterior.<sup>245</sup>

Em paralelo ao relacionamento estabelecido pelo Sistema BNDES com a JBS, o apoio para a internacionalização da Bertin acabou por se tornar, na realidade, um capítulo da trajetória da JBS. A Bertin S/A era a companhia controladora de um grupo de empresas atuantes no setor de proteína animal no Brasil desde a década de 1970, o qual havia impulsionado seu potencial exportador por meio do apoio financeiro do BNDES, com os produtos BNDES Exim, a partir da década de 1990.<sup>246</sup> Em depoimento à CPI sobre atos ilícitos no âmbito do BNDES, realizada em 2019, o ex-acionista controlador da

---

<sup>240</sup> RAMSEY, Jase Ryan *et al*, **Relatório de Pesquisa FDC : Ranking das transnacionais brasileiras 2010: repensando as estratégias globais**, Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2010.

<sup>241</sup> **World Investment Report 2014**, Geneva: United Nations Publication, 2014.

<sup>242</sup> É o que se depreende das análises da imprensa e da documentação do próprio Sistema BNDES sobre o tema. Ver **Livro verde: nossa história tal como ela é**.

<sup>243</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 11 de maio de 2016 - JBS S.A. anuncia intenção de realizar Reorganização Societária para fortalecer sua posição como Companhia Brasileira Líder na Indústria Global de Alimentos. Com o anúncio do veto exercido pela BNDESPAR, ver JBS S.A., Fato Relevante de 26 de outubro de 2016.

<sup>244</sup> Ver MENDES, Luiz Henrique; NAVARRO, Kauanna, BNDES impede a reorganização da JBS, **Valor Econômico**, 2016-10-27.

<sup>245</sup> **Livro verde: nossa história tal como ela é**. Ver também MENDES; NAVARRO, BNDES impede a reorganização da JBS.

<sup>246</sup> Conforme informações articuladas pelo ex-acionista controlador da companhia, Silmar Bertin, em depoimento à CPI sobre atos ilícitos no âmbito do BNDES. Ver CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve sócio do frigorífico Bertin - 07/08/2019 - 14:43**, [s.l.: s.n.], 2019.

companhia, Silmar Bertin, indica que desde 2005 havia tratativas entre a Bertin e o BNDES para um aporte de capital de risco da BNDESPAR de forma a preparar a Bertin para o seu registro de companhia aberta e listagem em bolsa de valores.<sup>247</sup> A participação acionária veio a se operar efetivamente em 2008, no valor de 2,5 bilhões de Reais.<sup>248</sup>

Contudo, como ocorreu com a Independência Participações, a Bertin logo passou a enfrentar dificuldades financeiras pelos efeitos da crise econômica mundial de 2008. Nesse contexto de crise, os controladores da companhia acabaram por aceitar proposta dos acionistas controladores da JBS para uma associação, a qual seria operada mediante fusão, em 2009.<sup>249</sup> Como o contrato para a associação entre a JBS e a Bertin foi firmado no mesmo mês que o contrato para a aquisição do controle da *Pilgrim's Pride* pela JBS, nos Estados Unidos, a documentação do Sistema BNDES permite inferir que tal aquisição seria empreendida pela JBS e a Bertin, em conjunto.<sup>250</sup> Isso faria sentido, na medida em que, com a fusão, os acionistas controladores da Bertin passariam a deter capacidade significativa de influência societária sobre a JBS, pois passariam a compartilhar seu controle com a família Batista.<sup>251</sup> Com a fusão, contudo, os ativos das empresas do grupo Bertin, que estavam situados apenas no Brasil, acabaram incorporados pela JBS, tendo sido extinta a personalidade jurídica dessas empresas.<sup>252</sup> Ao mesmo tempo, os acionistas controladores da Bertin entenderam ter sido prejudicados pela operação e iniciaram disputa judicial com os controladores da JBS, a qual se resolveu por acordo entre as partes.<sup>253</sup> Os documentos analisados sobre a associação entre a JBS e a Bertin levam a crer que, na prática, a família Bertin não chegou a exercer controle sobre a JBS, tendo rapidamente se afastado das atividades da empresa após a fusão.

A última empresa brasileira do setor de proteína animal que aparece na documentação do Sistema BNDES como apoiada no âmbito da iniciativa de internacionalização via IED é a Marfrig Global Foods S.A. Entre as empresas que lideravam o setor no início do ano 2000, a Marfrig, como a Independência Participações, arriscou uma trajetória internacional, a princípio, independente do crédito do BNDES, e que retornou êxitos diversos.<sup>254</sup> A companhia foi fundada em 1986 por Marcos Antonio

---

<sup>247</sup> *Ibid.*

<sup>248</sup> Ver Anexo I.

<sup>249</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 16 de setembro de 2009.

<sup>250</sup> Ver Anexo I.

<sup>251</sup> Ver JBS S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>252</sup> Ver JBS S.A., Fato Relevante de 14 de dezembro de 2009.

<sup>253</sup> CÂMARA DOS DEPUTADOS, **CPI do BNDES ouve sócio do frigorífico Bertin - 07/08/2019 - 14.**

<sup>254</sup> A Marfrig, contudo, ao contrário da Independência, que não tinha histórico com o Sistema BNDES antes do aporte da BNDESPAR em 2008, obteve vários financiamentos por empréstimo do BNDES para realizar

Molina dos Santos e por sua esposa, Márcia dos Santos, os quais ainda são seus acionistas controladores, assim como ocupam cargos efetivos do seu conselho de administração.<sup>255</sup> A Marfrig obteve registro de companhia aberta e listou-se no Novo Mercado em 2007, tendo realizado nesse ano oferta pública inicial<sup>256</sup> e a conversão em ações de debêntures subscritas por instituições financeiras estrangeiras<sup>257</sup>, que resultaram na capitalização pela companhia de mais de 1 bilhão de Reais no Brasil. Investidores institucionais estrangeiros participaram ativamente dessas operações, adquirindo largas fatias do capital da Marfrig, sem contudo vir a exercer influência societária sobre a companhia.<sup>258</sup>

Desde antes do seu registro de companhia aberta, em 2006, a Marfrig vinha encampando estratégia ousada de aquisições internacionais, tanto na América Latina como na Europa, tendo no período de um ano expandido sua capacidade de produção significativamente no exterior.<sup>259</sup> A expansão na capacidade de produção no exterior da Marfrig veio a impactar seu faturamento já em 2007, quando as vendas da produção no exterior representaram 30,6% da sua receita líquida.<sup>260</sup> Em 2006, a empresa já havia reportado em suas demonstrações financeiras vendas no exterior, mas em volume menor relativamente às vendas internacionais em 2007 (ver Tabela 5.12).

---

aquisições no Brasil e fortalecer seu capital de giro. Entre 2005 e 2010 foram sete operações no total para tais fins, conforme as informações disponíveis sobre as operações diretas não automáticas no website do Sistema BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia>>. Acesso em: 21 jan. 2021.

<sup>255</sup> Ver MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>256</sup> A Marfrig captou 887 milhões de Reais no mercado de capitais brasileiro em 2007. Ver MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A., Anúncio de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias, 2007.

<sup>257</sup> MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A., Ata da Reunião do Conselho de Administração de 29 de junho de 2007.

<sup>258</sup> No ato de conversão das debêntures em ações, a *Merrill Lynch Credit Products LLC*; a *ABN AMRO Banco Nv. London Branch*; e a *Genesis Investment Management, LLC* vieram a subscrever e integralizar o total de 195 milhões de Reais em ações, adquirindo, respectivamente, 2,43%, 2,43% e 5,03% do capital social da Marfrig. Ver *Ibid.* Ver também MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>259</sup> MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>260</sup> *Ibid.*

**Tabela 5.12. Receita líquida total da Marfrig em 2006 e 2007 considerando vendas no Brasil e no Exterior**

Divisão	Receita líquida (em milhares de Reais)	
	2006	2007
Bovinos no Brasil	1.724.056	1.926.327
Varejo (Food Service) no Brasil	272.827	330.727
Suínos e industrializados no Brasil	-	60.963
Argentina	39.130	345.999
Uruguai	64.346	482.581
Outros países	30.150	193.352
<b>Total</b>	<b>2.130.509</b>	<b>3339949</b>
<b>Receita no Brasil</b>	<b>93,73%</b>	<b>69,40%</b>
<b>Receita no exterior</b>	<b>6,27%</b>	<b>30,60%</b>

Elaborado pela autora.

Fonte: MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

O processo de expansão internacional da Marfrig já estava, portanto, em curso quando o Sistema BNDES entrou em cena. Um aporte da BNDESPAR de aproximadamente 715 milhões de Reais, mediante subscrição privada, veio a viabilizar a aquisição pela companhia de várias empresas do grupo OSI, na Europa, em 2008.<sup>261</sup> Tal aquisição de ações conferiu à BNDESPAR participação de 7,31% do capital social da Marfrig, o que não levou à assinatura de acordo de acionistas no momento.<sup>262</sup> Dois anos depois, em 2010, a BNDESPAR atuaria novamente em apoio à internacionalização da Marfrig, mediante a subscrição e integralização de debêntures mandatoriamente conversíveis em ações, no valor de aproximadamente 2,5 bilhões de Reais,<sup>263</sup> o qual foi empregado na aquisição da *Keystone Foods Intermediate LLC*, empresa sediada nos Estados Unidos, mas com atuação global no mercado de serviços e contrato de abastecimento relevante com a rede *MC Donald 's*.<sup>264</sup>

Ainda em julho de 2010, a BNDESPAR comunicou à Marfrig que viria a converter suas debêntures em ações, o que levou-a a acumular, a partir desse momento, 13,89% do capital social da companhia.<sup>265</sup> Com isso, a BNDESPAR e os acionistas

<sup>261</sup> Anexo I.

<sup>262</sup> MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A., Fato Relevante de 03 de novembro de 2008 - Marfrig conclui as aquisições da Moy Park na Europa e de outras companhias do Grupo OSI no Brasil.

<sup>263</sup> Ver Anexo I.

<sup>264</sup> MARFRIG ALIMENTOS S.A., Comunicado ao Mercado de 16 de junho de 2010 - Aquisição da Keystone Foods em Junho de 2010.

<sup>265</sup> MARFRIG ALIMENTOS S.A., Fato Relevante de 20 de julho de 2010.

controladores da Marfrig vieram a assinar um acordo de acionistas no modelo de praxe, tendo a subsidiária sempre poderes de veto sobre decisões operacionais e financeiras que compreendesse como prejudiciais à saúde financeira da Marfrig e podendo indicar um membro ao conselho de administração no evento de assumir percentual equivalente ou superior a 20% do capital social da companhia.<sup>266</sup> A BNDESPAR seria acionista minoritária da Marfrig por nove anos, embora o Sistema BNDES não tenha voltado a financiar as aquisições da empresa, no Brasil ou no exterior, que continuaram a ocorrer com intensidade nos anos subsequentes. A BNDESPAR possivelmente investiu continuamente nas ações da Marfrig em ofertas públicas e/ou reestruturações societárias operadas ao longo dos anos, já que sua participação na companhia variou, tendo chegado a 33% do capital social em alguns anos.<sup>267</sup> A internacionalização da Marfrig evoluiu ao ponto de a empresa, em 2019, ter acumulado apenas 8% da sua receita líquida total com as vendas no Brasil, comparado ao percentual de 61% obtido com as vendas somente nos Estados Unidos.<sup>268</sup> O controle societário da Marfrig, de toda forma, continua a ser exercido pela família Molina dos Santos, no Brasil, e a BNDESPAR veio a vender o total da sua participação em oferta secundária de distribuição de ações realizada em 2019.<sup>269</sup>

Um outro nicho de empresas brasileiras que foram apoiadas pelo crédito do Sistema BNDES para a finalidade de internacionalização, para realizar operações concretas, está nas empresas situadas em setores intensivos em tecnologia e conhecimento. Tais empresas são a Totvs Large Enterprise S.A.; a Itaotec S/A; a WEG Equipamentos Elétricos S/A; a Eurofarma Laboratórios S.A.; a Braskem Idesa S.A.P.I; e a Fitesa S.A., as quais estão espalhadas em segmentos diferentes.

Em relação à Totvs e à Itaotec, tratam-se de empresas do setor de TI, que o Sistema BNDES acompanhou por muitos anos, vindo a apoiar suas estratégias de internacionalização pontualmente ao longo do relacionamento com cada uma estabelecido. A Totvs é uma empresa de controle privado pioneira no setor de informática brasileiro,

---

<sup>266</sup> MMS PARTICIPAÇÕES S.A.; BNDES PARTICIPAÇÕES S.A., Acordo de Acionistas da Marfrig Alimentos S.A., 2010.

<sup>267</sup> Conforme os Formulários de Referência submetidos pela Marfrig à CVM entre 2010 e 2019. Ver MARFRIG ALIMENTOS S.A., Formulário de Referência 2010; MARFRIG ALIMENTOS S.A., Formulário de Referência 2011; MARFRIG ALIMENTOS S.A., Formulário de Referência 2012; MARFRIG ALIMENTOS S.A., Formulário de Referência 2013; MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2014; MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2015; MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2016; MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2017; MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2018; MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2019.

<sup>268</sup> MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>269</sup> MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2019.

tendo sido fundada em 1969 para prestar serviços de gerenciamento empresarial centralizado e vindo, em 1983, a ingressar no mercado de microcomputadores que vinha sendo incubado pelo governo brasileiro na época.<sup>270</sup> A companhia veio a receber um aporte de capital de risco da BNDESPAR em 2005, o qual serviu preponderantemente o propósito dos seus controladores de prepará-la para realizar o seu registro de companhia aberta, com listagem no Novo Mercado, o que veio a ocorrer em 2006.<sup>271</sup> Apesar de a Totvs não ter mais um acionista controlador definido atualmente, sua administração é exercida por diretores e conselheiros brasileiros e com carreira no país e um dos seus acionistas fundadores, Laércio Cosentino, continua como o acionista individualmente mais relevante da companhia, ocupando um cargo no seu conselho de administração.<sup>272</sup> A Totvs, assim, tem base acionária no geral dispersa, mas é administrada no Brasil. A companhia abriu sua primeira unidade no exterior ainda em 1997, por meio de uma subsidiária integral estabelecida na Argentina e, nos anos que seguiram, continuou a buscar oportunidades de aquisições no Brasil e no exterior, tendo adquirido outras concorrentes na Argentina e no México.<sup>273</sup>

Todavia, as operações que a documentação do Sistema BNDES atualmente atribuem como eventos de apoio financeiro à internacionalização da Totvs foram na verdade financiamentos aprovados para uma outra companhia brasileira, a Bematech S.A., entre 2005 e 2010. A BNDESPAR era acionista da Bematech desde 1996, quando realizou aporte de capital de risco na companhia na sua iniciativa de apoio à inovação, para dar suporte a sua transição do segmento de fabricação de impressoras para o segmento de desenvolvimento de hardware e software.<sup>274</sup> Havia acordo de acionistas firmado entre os acionistas controladores da Bematech e a BNDESPAR, que possibilitava o monitoramento das atividades da companhia por meio da indicação de um membro ao conselho de administração e conferia amplos poderes de veto quanto às decisões operacionais e financeiras da companhia.<sup>275</sup> O acordo, como é praxe, também previa prazo para que a

---

<sup>270</sup> Sobre os programas de apoio do governo federal nas décadas de 1960 e 1970 para o setor de informática brasileiro, baseado na concessão de licenças para empresas de controle nacional e na proibição de importações, ver EVANS, Peter B., **Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation**, Princeton: Princeton University Press, 1995. Para um breve histórico da Totvs, ver TOTVS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>271</sup> TOTVS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>272</sup> *Ibid.*

<sup>273</sup> *Ibid.*

<sup>274</sup> O apoio do Sistema BNDES na incubação da Bematech foi avaliado em outros estudos. Ver, por exemplo, SCHAPIRO, Mario, **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia**, São Paulo: Saraiva, 2012.

<sup>275</sup> A autora desta tese analisou a influência societária da BNDESPAR sobre a Bematech em outro estudo, no qual foram revisados o acordo de acionistas com os acionistas controladores da companhia, assim como sua

Bematech realizasse registro de companhia aberta no Novo Mercado, e chegaria ao fim uma vez que as ofertas de distribuição de ações realizadas diluíssem a participação da BNDESPAR.<sup>276</sup> A participação societária da BNDESPAR na Bematech, para a reestruturação da empresa para seu registro de companhia aberta, foi convertida em cotas de um fundo de investimento em participações, o Fundo Brasil 21. Esse fundo viria a liquidar aos poucos a sua participação na companhia, que representava 20% do capital social em 2006.<sup>277</sup> Em 2007, a empresa realizou registro de companhia aberta e sua listagem no Novo Mercado, vindo sua oferta pública inicial de ações a diluir a participação da BNDESPAR, levando a termo o acordo de acionistas que havia sido firmado com os acionistas controladores da Bematech.<sup>278</sup> A participação acionária da BNDESPAR no capital da Bematech serviu, sobretudo, para reorganizar a estrutura de governança da companhia e prepará-la para o mercado de capitais, vindo o desinvestimento a ocorrer organicamente após a listagem em bolsa de valores.

Em 2005, a Bematech recebeu pouco menos de 17 milhões de Reais no âmbito do BNDES FINEM, na linha Crédito à Internacionalização Direto e contando com recursos do FND, para fortalecer sua estrutura de capital para realizar aquisições no Brasil e no exterior, que ocorreriam posteriormente.<sup>279</sup> Já em 2010, o BNDES veio a canalizar para a Bematech recursos no âmbito da linha Crédito à Internacionalização Direto outra vez, conferindo à empresa aproximadamente 30 milhões de Reais em crédito para a aquisição da empresa *Logic Controls*, nos Estados Unidos.<sup>280</sup> Na mesma ocasião, a empresa recebeu aportes também no âmbito dos programas BNDES PROSOFT e PSI, este na linha capital inovador, o que mobilizou recursos do FAT, do Tesouro Nacional e recursos próprios do Sistema BNDES de forma a apoiar o crescimento da empresa mesmo no contexto pós-crise de 2008.<sup>281</sup> Em 2014, quando a Bematech já havia realizado algumas aquisições internacionais e tinha acumulado 8,8% da sua receita líquida a partir de vendas

---

evolução mediante aditivos ao longo do relacionamento societário estabelecido. Ver MARINHO, Sarah M. Matos, **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR**, Dissertação (Mestrado em Direito), Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2015.

<sup>276</sup> *Ibid.*

<sup>277</sup> BEMATECH S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>278</sup> *Ibid.*

<sup>279</sup> Ver Anexo I.

<sup>280</sup> Ver Anexo I. O crédito veio para um investimento de manutenção, já que a operação de aquisição da *Logic Controls* havia sido aprovada pela administração da Bematech em 2008. Ver BEMATECH S.A., Fato Relevante de 6 de agosto de 2008 - Bematech anuncia a conclusão da aquisição da Logic Controls, empresa de tecnologia nos EUA.

<sup>281</sup> Conforme as informações disponíveis sobre as operações diretas não automáticas no website do Sistema BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia>>. Acesso em: 12 jan. 2021.



no exterior, a companhia veio a ser adquirida pela Totvs.<sup>282</sup> Esta, por sua vez, também tinha empreendido aquisições no exterior, mas manteve um perfil preponderantemente nacional, considerando que, em 2019, as vendas no exterior do grupo econômico da Totvs tinha representado apenas 3% das suas vendas totais, enquanto seus empregados no exterior representavam apenas 3,6% do seu corpo total de funcionários.<sup>283</sup>

A Itaotec é uma outra empresa pioneira no setor de informática nacional, tendo sido criada como uma subsidiária do banco nacional Itaú S.A., para participar de concurso lançado nos anos 1980 no âmbito do programa que o governo federal mantinha para o apoio ao desenvolvimento de microcomputadores no Brasil.<sup>284</sup> Desde a sua criação, em 1985, a empresa explorou atividades de fabricação e comercialização de equipamentos de computação, automação bancária e comercial, assim como a prestação de serviços associados.<sup>285</sup> Ainda no ano da sua constituição, a Itaotec foi levada a registro como companhia aberta e listada em bolsa de valores no Brasil.<sup>286</sup> A companhia já exportava seus produtos desde os anos 1980 e tinha parcerias estratégicas com empresas internacionais, como a *IBM* e a *Microsoft*, que eram líderes mundiais com as quais o governo brasileiro intermediava o licenciamento de tecnologia para a comercialização e transferência de conhecimento para a Itaotec.<sup>287</sup>

A trajetória de investimentos no exterior da Itaotec iniciou em 2004, com dois investimentos diretos, um no México e outro no Equador.<sup>288</sup> Em 2006, a empresa abriu escritórios comerciais no México e na Argentina e realizou o que parece ter sido sua primeira aquisição internacional, quando adquiriu o controle da empresa *Tallard Technologies Ltd.*, a qual tinha operações na América do Norte e na América Latina na distribuição de serviços de TI.<sup>289</sup> O Sistema BNDES concedeu empréstimo para a internacionalização da Itaotec em 2007, no âmbito da linha Crédito à Internacionalização Direto do BNDES FINEM, no valor de pouco mais de 36 milhões de Reais, para apoiar a companhia em “pesquisa, desenvolvimento e inovação em produtos e processos,

---

<sup>282</sup> TOTVS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>283</sup> *Ibid.*

<sup>284</sup> Sobre a criação da Itaotec durante a política de desenvolvimento do setor de informática no Brasil, nesse contexto administrada pela Secretaria Especial de Informática, em 1979, ver EVANS, **Embedded Autonomy**. Ver também o Decreto n.º 84.607, de 2 de outubro de 1979, com o regulamento da Secretaria Especial de Informática.

<sup>285</sup> ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, IAN - Informações Anuais 2008.

<sup>286</sup> *Ibid.*

<sup>287</sup> EVANS, **Embedded Autonomy**.

<sup>288</sup> ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, IAN - Informações Anuais 2008.

<sup>289</sup> Ver ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, Fato Relevante de 3 de julho de 2006, 2006; ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, IAN - Informações Anuais 2008.

relocalização com aumento de capacidade produtiva e expansão da atividade internacional através de aquisição de empresa distribuidora de produtos de informática nos Estados Unidos e capitalização de subsidiárias no exterior”.<sup>290</sup> Ao invés de se consolidar como uma empresa multinacional com base brasileira, contudo, a Itaotec em breve viria a seguir caminho para a desnacionalização.

Em maio de 2013, a companhia firmou parceria estratégica com a *Oki Electric Industry Co. Ltd.*, sociedade constituída de acordo com as leis do Japão, com a qual constituiu a joint venture na forma societária denominada Oki Brasil Indústria e Comércio de Produtos e Tecnologia de Automação S.A., com o objetivo de apoiar seu reposicionamento estratégico no mercado de tecnologia da informação.<sup>291</sup> Na mesma data, foi iniciado o processo de desativação paulatina da unidade de computação da Itaotec, cuja comercialização de produtos foi encerrada em 2015.<sup>292</sup> Ao final de 2018, a *Oki* exerceu opção de compra da parcela da Itaotec no capital social da Oki Brasil e, com isso, o grupo Itaú deixou de atuar no segmento de automação bancária e comercial.<sup>293</sup> A Itaotec continuava honrando os contratos de garantia e manutenção de equipamentos relativos à marca Itaotec/InfoWay até meados de junho de 2019, mas sua administração declarou que descontinuará tais atividades definitivamente no futuro.<sup>294</sup>

A WEG Equipamentos Elétricos S/A também foi uma empresa apoiada pela política de internacionalização via IED do Sistema BNDES para realizar operação concreta e já captada. Em 2010, por meio do produto BNDES FINEM para a internacionalização de empresas, a WEG recebeu do BNDES empréstimo no valor de aproximadamente 69 milhões de Reais para compor o capital que necessitava para investir na “implantação de uma fábrica de motores elétricos na cidade *Dehosur*, no estado de *Tamil*, na Índia”.<sup>295</sup> A WEG é uma companhia privada fundada por três brasileiros em 1961, Werner Ricardo Voigt; Egon João da Silva; e Geraldo Werninghaus, que até atualmente continua controlada por acionistas da família dos seus fundadores e tem registro de companhia aberta na CVM desde 1982.<sup>296</sup> A empresa começou como uma fábrica de motores elétricos que, ao longo

---

<sup>290</sup> Ver Anexo I.

<sup>291</sup> ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, Formulário de Referência 2013.

<sup>292</sup> ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, Formulário de Referência 2015.

<sup>293</sup> ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, Formulário de Referência 2018.

<sup>294</sup> ITAUTECS.A. - GRUPO ITAUTECS, Formulário de Referência 2020.

<sup>295</sup> Ver Anexo I.

<sup>296</sup> WEG S.A., Formulário de Referência 2020.

das décadas, continuou com esse foco, mas diversificou o fornecimento para variados setores da economia.<sup>297</sup>

A WEG já era uma empresa exportadora quando, em 1991 e 1992, criou suas primeiras subsidiárias no exterior, para a distribuição dos seus produtos fora do Brasil. Em 2010, a companhia contava com mais de 20 distribuidoras e comercializadoras próprias fora do Brasil, em países das Américas, Europa, Ásia e Oceania, além de continuar utilizando representantes e distribuidores em diversos outros mercados. Com o objetivo de melhorar as condições de competitividade no mercado internacional, a WEG adotou, a partir de 2000, a estratégia de adquirir e implantar também unidades de produção no exterior. Nesse ano, a empresa adquiriu uma fábrica de motores elétricos e outra de disjuntores na Argentina, assim como uma fábrica de motores elétricos de baixa tensão no México. Adicionalmente, a WEG adquiriu fábricas de motores elétricos em Portugal em 2002, assim como na China ao final de 2004. Em maio de 2006, a WEG adquiriu participação no capital da *Voltran*, uma empresa constituída no México, fabricante de transformadores elétricos e, em parceria com a *Voltran*, foi constituída a WEG Transformadores México. Essa parceria com a *Voltran* representou a primeira operação industrial da WEG na produção de outros produtos que não os motores elétricos fora do Brasil. Finalmente, em 2010, já havia sido também adquirido pela WEG o controle da *ZEST*, empresa sul-africana líder de mercado na distribuição e na integração de sistemas e produtos eletroeletrônicos para uso industrial. Foi também negociada a aquisição de 30% adicionais do capital social da fabricante mexicana de transformadores *Voltran*. Em 2010, as vendas no exterior das empresas do grupo econômico da WEG já representavam 35% da sua receita líquida total.<sup>298</sup> Como o apetite da empresa pela aquisição de operações internacionais não reduziu ao longo dos anos que sucederam, a WEG aumentou essa margem para 55% da receita líquida total até 2019.<sup>299</sup>

O financiamento do BNDES, em 2010, para o investimento realizado na Índia, portanto, foi um apoio pontual para empresa que já estava em trajetória constante de internacionalização via IED. O apoio do BNDES nesse projeto específico pode, inclusive, ter tido um viés de cooperação Sul-Sul. A WEG investiu na instalação de uma fábrica de motores hidráulicos e geradores na Índia, na realidade, com apoio financeiro do BNDES e

---

<sup>297</sup> WEG S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>298</sup> Todas as informações sobre as aquisições realizadas pela WEG até 2010 podem ser acessadas no formulário de referência submetido pela companhia à CVM em 2010. Ver *Ibid.*

<sup>299</sup> WEG S.A., Formulário de Referência 2020.

da IFC. Apesar de na documentação do Sistema BNDES não haver menção nesse sentido, no seu relatório sobre o projeto, a IFC avalia ser relevante a presença de uma fábrica de motores hidráulicos no país, pois a Índia não tinha capacidade industrial própria até então para prover a infraestrutura necessária para reduzir seu déficit de abastecimento de água.<sup>300</sup>

O próximo financiamento que aparece na documentação do Sistema BNDES relativo a uma operação concreta de IED é o apoio à companhia brasileira Eurofarma Laboratórios S.A., que é uma empresa farmacêutica familiar, controlada por Galliano Billi; Maurizio Billi; e Maria Tereza Caselli Billi.<sup>301</sup> O financiamento para a aquisição da concorrente *Quesada* na Argentina, no âmbito do BNDES FINEM, conferiu à Eurofarma empréstimo de aproximadamente 14 milhões de Reais<sup>302</sup> para o seu primeiro investimento direto no exterior.<sup>303</sup> Após a aquisição da *Quesada*, a Eurofarma deu continuidade ao seu projeto de internacionalização, com foco na América Latina, não tendo mais sido beneficiada pelo crédito do BNDES para outras aquisições empreendidas. Atualmente, o grupo Eurofarma continua sob controle brasileiro e está presente em vários países, na América Latina e na África, incluindo Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, Guatemala, Moçambique, Paraguai, Peru, Uruguai e Venezuela. A Eurofarma ainda não é uma multinacional com ampla presença internacional comparado a outras grandes empresas do seu setor, mas nutre ambição de continuar a crescer mediante investimentos na produção internacional. Em 2017, as vendas diretas realizadas no exterior responderam por 13% do faturamento do grupo Eurofarma, indicando a sua administração a meta de que esse percentual chegue a 30% da receita líquida total do grupo em 2022.<sup>304</sup>

A Braskem Idesa S.A.P.I., no setor petroquímico, recebeu do Sistema BNDES em 2012 um outro financiamento específico para um projeto de internacionalização via IED, já captado, mediante o produto BNDES FINEM, para a

---

<sup>300</sup> Ver INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION; WORLD BANK GROUP, Summary of Proposed Investment (SPI) - WEG Industries (India) Pvt. Ltd. A autora desta tese consultou os acordos bilaterais e multilaterais firmados envolvendo Brasil e Índia entre 2003 e 2010 e não encontrou nenhum indício de que com esse financiamento o BNDES teria apoiado um projeto oficial de cooperação empreendido pelo governo brasileiro. Ver a nota 111 do quarto capítulo, acima, sobre os acordos internacionais firmados pelo Brasil consultados. De toda forma, o contexto de valorização das relações Sul-Sul pelo governo brasileiro pode ter sido apelativo para o apoio do Sistema BNDES a esta operação da WEG na Índia.

<sup>301</sup> A Eurofarma é uma companhia fechada, mas foi possível verificar a identidade dos seus acionistas controladores por meio da documentação pública disponível no website do CADE sobre a aquisição da companhia Hypera S.A., com as demais empresas do seu grupo econômico, pela Eurofarma. Ver EUROFARMA LABORATÓRIOS S.A.; HYPERA S.A., Formulário de Notificação - Ato de Concentração n. 08700.003689/2020-09.

<sup>302</sup> Ver Anexo I.

<sup>303</sup> Conforme informações obtidas no website da Eurofarma. Disponível em: <<https://eurofarma.com.br/presenca-e-fabricas>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>304</sup> EUROFARMA LABORATÓRIOS S.A., Balanço Financeiro Eurofarma 2017.

“implantação de um pólo petroquímico na cidade de *Nanchital de Lázaro Cadeñas del Rio*, no estado de *Veracruz*, no México”.<sup>305</sup> A Braskem Idesa é uma controlada da empresa brasileira Braskem no México, em conjunto com a empresa local *Grupo Idesa, S.A. de CV*. Como indicado na literatura e nos documentos primários revisados sobre a Braskem na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima, esta é uma empresa brasileira controlada pelo grupo Odebrecht, a qual acumula as participações por este adquiridas nas privatizações do setor petroquímico durante a década de 1990. Além de ser controlada pelo grupo Odebrecht, como visto, a Braskem tem como acionista relevante, com ampla capacidade de influência societária, a Petrobrás, que está presente no seu quadro societário até os dias atuais,<sup>306</sup> bem como contou com a presença de acionistas institucionais ligados ao Estado brasileiro, entre os quais esteve a BNDESPAR<sup>307</sup> e os fundos de pensão de empresas estatais Previ e Petros, por longos anos.<sup>308</sup>

Para complementar o conteúdo já discutido sobre a Braskem no terceiro capítulo, cabe resgatar a sua origem estatal. A Braskem é uma continuação sob nova denominação e forma societária da Petroquímica do Nordeste Ltda., também conhecida como Copene, que foi constituída em 1972.<sup>309</sup> Como mostram os documentos societários da Braskem, ao resgatar seu histórico, a Copene foi em 1974 transformada em sociedade anônima, tendo sua denominação social alterada para Copene - Petroquímica do Nordeste S.A.<sup>310</sup> Em agosto de 1995, o capital social da Copene era distribuído da seguinte forma: a Petroquisa detinha 36,2% do capital total da companhia, representando 48,2% do capital votante; e a Nordeste Química S.A., também conhecida como Norquisa, sociedade então controlada por diversos produtores de segunda geração do Pólo Petroquímico de Camaçari, detinha 17,3% do capital total da companhia, representando 47,6% do capital votante. O restante do capital da Copene era detido por diversos grupos do setor privado brasileiro, fundos de pensão, bancos e pelos empregados da companhia, entre os

---

<sup>305</sup> Ver Anexo I.

<sup>306</sup> A Petrobrás detinha 47,07% do capital votante da Braskem conforme o último formulário de referência submetido pela companhia à CVM. Ver BRASKEM S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>307</sup> A BNDESPAR diluiu sua participação na Braskem em 2015, deixando de ser uma acionista com influência societária significativa sobre a companhia. Ver BRASKEM S.A., Formulário de Referência 2015.

<sup>308</sup> Os fundos de pensão Previ e Petros também diluíram sua participação da Braskem em 2015, deixando de ser acionistas com influência societária significativa sobre a companhia. Ver BRASKEM S.A., Formulário 20-F - Relatório Anual de Acordo com o art. 13 ou 15(d) do Securities Exchange Act de 1934 relativo ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2016.

<sup>309</sup> O contexto de criação da Copene, no plano da criação do Pólo Petroquímico de Camaçari, também já foi discutido nesta tese, na seção 3.1 do terceiro capítulo.

<sup>310</sup> COPENE - PETROQUÍMICA DO NORDESTE S.A., Formulário 20-F - Relatório Anual de Acordo com o art. 13 ou 15(d) do Securities Exchange Act de 1934 relativo ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2002.

quais já estava a BNDESPAR, que herdou tal participação das subsidiárias integrais do BNDES atuantes nos anos 1970, suas antecessoras.<sup>311</sup>

Embora o Sistema BNDES tenha presença histórica no setor petroquímico brasileiro e a BNDESPAR tenha mantido na Copene participação societária residual, a conformação do setor na Braskem a partir de 2001 parece resultado do planejamento, principalmente, do grupo Odebrecht. Em 1995, a companhia de participação do grupo, a Odebrecht S.A., constituiu uma subsidiária denominada OPP Petroquímica, a qual adquiriu da Companhia Petroquímica de Camaçari, sua coligada, produtora de PVC, uma outra companhia denominada Salgema, que era produtora de cloro e soda cáustica.<sup>312</sup> Como o propósito das privatizações era dispersar a propriedade das empresas do setor petroquímico a partir dos leilões de venda de ações, o grupo Odebrecht indica que a aquisição do controle da Salgema representa a primeira iniciativa do setor privado brasileiro de empreender uma integração vertical da cadeia petroquímica.<sup>313</sup> As privatizações estavam, de fato, em curso e o modelo de intervenção do Estado na economia que marcou a década de 1970, por meio de empresas estatais, estava em plena desestruturação em 1995.<sup>314</sup> É verdade que a BNDESPAR e os fundos de pensão de empresas estatais foram participantes assíduos como acionistas adquirentes de participações durante a venda do controle das estatais.<sup>315</sup> Mas, sobretudo em meados da década de 1990, as percepções monetaristas e anti-política industrial dominavam o executivo federal e é difícil imaginar que o governo estaria, seja por meio do BNDES, da Petrobrás, ou dos fundos de pensão, planejando como privatizar e intervir nas empresas privatizadas concomitantemente.<sup>316</sup>

O grupo Odebrecht veio a adquirir o controle da Copene em 2001, em conjunto com o grupo Mariani, outro grupo familiar brasileiro, que logo vendeu sua participação. Nessa ocasião, a BNDESPAR e a Petroquisa continuaram como acionistas minoritárias da companhia, que foi renomeada Braskem em seguida, tendo ainda sido

---

<sup>311</sup> *Ibid.*

<sup>312</sup> Ver informações sobre o histórico da Braskem no website da companhia. Disponível em: <<https://www.braskem.com.br/historia>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>313</sup> Ver nota 312, acima.

<sup>314</sup> Ver discussão sobre as privatização na seção 3.2 do terceiro capítulo desta tese.

<sup>315</sup> Ver discussão sobre a participação da BNDESPAR e dos fundos de pensão de empresas estatais nas privatizações na seção 3.2 do terceiro capítulo desta tese.

<sup>316</sup> Ver discussão sobre as prioridades do governo federal e o viés monetarista e contrário ao planejamento via política industrial nos anos 1990 na seção 3.2 do terceiro capítulo, bem como na seção 4.1 do quarto capítulo desta tese. Como resgatado na revisão de literatura empreendida, a falta de atenção do governo para a integração competitiva era objeto de reclamação constante do empresariado nacional, visto que não foi uma prioridade governamental na década de 1990, tendo a pauta ganhado mais proeminência apenas a partir do primeiro governo Lula.

levada a registro em bolsa de valores nos Estados Unidos, em 2002.<sup>317</sup> Os direitos da BNDESPAR e da Petroquisa, posteriormente substituída pela Petrobrás, diretamente, como discutido no terceiro capítulo, foram regulados em acordos de acionistas separados. No acordo de acionistas com a BNDESPAR, a subsidiária mantinha o direito de indicar um membro ao conselho de administração da Braskem e apenas um direito de veto sobre as deliberações da assembleia geral da companhia, que dizia respeito a decisões que pudessem afetar negativamente a valorização das ações de propriedade dos acionistas minoritários.<sup>318</sup> Já no acordo de acionistas que estabelece o relacionamento societário do grupo Odebrecht com a Petrobrás, também fica demonstrada uma preocupação da Petrobrás de monitorar a Braskem do ponto de vista da valorização das suas ações e da manutenção da sua saúde financeira. Mas, como discutido anteriormente, a Petrobrás tem ampla capacidade de influência também sobre decisões operacionais da Braskem, as quais pode vir a vetar se entender como contrárias ao planejamento do setor petroquímico na sua perspectiva.<sup>319</sup>

Os fundos de pensão Previ e Petros também tiveram participação na Braskem por vários anos, mas via ADRs adquiridos no âmbito da circulação das ações da companhia na NYSE. Nesse caso, a Previ e o Petros mantiveram um memorando de entendimentos com os controladores da Braskem que, além de conferir-lhes capacidade societária similar a da BNDESPAR, garantia-lhes direitos de preferência e veto em ocasiões específicas de aumento do capital social da Braskem.<sup>320</sup> A intenção da companhia era realizar a integração vertical da produção de petroquímicos de primeira e segunda geração e tanto a Previ como o Petros tinham participações minoritárias em várias outras companhias que a Braskem planejava adquirir no Brasil. Considerando isso, o memorando de entendimentos conferia direito de veto à Previ e ao Petros caso estes entendessem que alguma aquisição empreendida pela Braskem pudesse ser prejudicial à valorização das suas ações, bem como dava direitos de preferência especiais para o aumento da sua participação societária verificados certos eventos de aumento de capital relacionados.

---

<sup>317</sup> A Copene já era uma companhia aberta no Brasil, com registro na CVM concedido em 1978. Ver BRASKEM S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>318</sup> Em pesquisa para outro trabalho, durante o ano de 2013, a autora desta tese analisou o acordo de acionistas da BNDESPAR com os acionistas controladores da Braskem e teve oportunidade de entrevistar o Superintendente da Área de Mercado de Capitais do BNDES na época, o Sr. Caio Melo, o qual indicou que era uma diretriz do Sistema BNDES manter uma participação de ao menos 5% no capital social da Braskem, de forma a manter o acordo de acionistas com os controladores da companhia em vigor e buscar proteger a valorização das suas ações. Ver MARINHO, **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR**. Tal diretriz claramente foi modificada em seguida, visto que a participação da BNDESPAR na Braskem foi diluída em 2015.

<sup>319</sup> Ver discussão sobre a influência da Petrobrás sobre a Braskem na seção 3.2 do terceiro capítulo.

<sup>320</sup> ODEBRECHT QUÍMICA S.A. *et al*, Memorandum of Understanding Regarding Shareholders' Agreement, 2001.

Em relação à internacionalização da Braskem, desde 2002 a companhia já tinha unidades operacionais nos Estados Unidos e na Argentina, mas só veio a iniciar sua trajetória como uma empresa de produção com bases internacionais a partir de 2009, quando obteve concessão pública para explorar atividades petroquímicas no México.<sup>321</sup> O financiamento do BNDES aprovou para a Braskem, em 2012, a expressiva soma de aproximadamente 1,1 bilhão de Reais para tal projeto no México,<sup>322</sup> ao mesmo tempo que ocorria o levantamento de mais 870 milhões de Dólares em empréstimos sindicalizados, envolvendo vários bancos no Brasil e no exterior, para viabilizar a construção da infraestrutura necessária para o projeto.<sup>323</sup> Em 2011, a Braskem realizou outro investimento no exterior de grande porte, agora nos Estados Unidos, onde veio a iniciar suas atividades em 2017.<sup>324</sup> Com esses e outros investimentos operados ao longo dos anos, a Braskem pode ser considerada um grande conglomerado brasileiro com atividades igualmente relevantes no exterior, tendo as suas receitas internacionais representado 45,5% do seu faturamento em 2019, principalmente por conta das suas atividades nos Estados Unidos, que isoladamente responderam por 18% da sua receita total.<sup>325</sup> Ao invés de observar o BNDES como um facilitador estratégico da internacionalização da Braskem, a própria companhia, como parte dos grupos econômicos da Petrobrás e da família Odebrecht, que estão entre os grupos multinacionais brasileiros pioneiros, pode ser vista como um veículo diplomático para as relações bilaterais do Brasil com outros países do Sul global, a qual acompanha a Petrobrás como um braço petroquímico.<sup>326</sup>

Como para a Braskem, o Sistema BNDES apoiou em 2014 um outro projeto de internacionalização via IED da empresa brasileira Fitesa S.A., também ligada ao setor petroquímico. Por meio do produto BNDES FINEM, foi aprovado para a Fitesa um financiamento no valor de 246 milhões de Reais para viabilizar a aquisição de várias empresas então controladas pelo grupo inglês *Fiberweb* no Brasil, na Inglaterra, nos Estados Unidos, na Holanda, na Itália, na Alemanha e na Suécia, as quais detinham, direta

---

<sup>321</sup> BRASKEM S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>322</sup> Ver Anexo I.

<sup>323</sup> BRASKEM S.A., Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 12 de dezembro de 2012.

<sup>324</sup> BRASKEM S.A., Formulário de Referência 2017.

<sup>325</sup> BRASKEM S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>326</sup> Em 2008, por exemplo, a Petrobrás, a Braskem e a *Petroperú S.A.*, empresa estatal do Peru, firmaram, durante visita do ex-presidente Lula ao Peru, um memorando de entendimentos para o investimento conjunto em um pólo petroquímico no país, o qual prometia ser o quarto maior pólo petroquímico da costa oeste das Américas. Ver SILVA, Luiz Inácio Lula da; PÉREZ, Alan García, Comunicado Conjunto dos Presidentes da República Federativa do Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, e da República do Peru, Alan García Pérez, 2008. Ver também BRASKEM S.A., Braskem, Petrobrás e Petroperú assinam acordo para estudar projeto petroquímico integrado no Peru.



ou indiretamente, unidades de produção de não tecidos e polipropileno.<sup>327</sup> A Fitesa S.A. é uma das subsidiárias no Brasil de uma empresa de participações denominada Évora S.A. O grupo Évora, por sua vez, resultou de uma reestruturação societária operada em 1988 no grupo nacional Olvebra, que era controlado por duas famílias brasileiras desde 1973, a família Tse e a família Ling, e explorava atividades diversificadas no Rio Grande do Sul. Na reestruturação operada em 1988, a família Ling, que continua a controlar o grupo Évora, adquiriu as empresas que o grupo Olvebra havia incubado no Pólo Petroquímico do Rio Grande do Sul, entre as quais está a Fitesa, empresa que desenvolve e fabrica não tecidos a partir de petroquímicos de segunda geração. Desde 1988, a Évora, que na época era denominada Petropar, encontrava-se registrada na CVM como companhia aberta para a negociação das suas ações no mercado de capitais brasileiro.<sup>328</sup>

Apesar de ter acumulado ampla experiência com parcerias internacionais para a exploração de projetos conjuntos no Brasil ao longo da sua trajetória, a Fitesa veio a realizar sua primeira entrada para a produção direta no exterior em 2009, a partir exatamente de uma joint venture firmada com a *Fiberweb*, que levou à constituição de uma nova sociedade de controle, a FitesaFiberweb. Em 2011, a Fitesa exerceu opção de compra que detinha em relação à *Fiberweb* no âmbito da sua controlada comum, vindo a adquirir a totalidade dos negócios de não tecidos da *Fiberweb* nas Américas, na Europa e na China, bem como o seu centro de pesquisa e desenvolvimento localizado na Alemanha. Com isso, a Fitesa tornou-se a segunda maior produtora mundial, em termos de capacidade instalada, de não tecidos leves de polipropileno, do tipo *spunbond/spunmelt*, para o mercado de descartáveis higiênicos. O financiamento do Sistema BNDES veio posteriormente ao exercício desse direito de compra, para apoiar a Fitesa na integração dos ativos adquiridos no exterior.<sup>329</sup> Em 2016, quando a Évora S.A., veio a cancelar seu registro de companhia aberta, por considerar sua administração que manter a companhia no mercado de capitais vinha gerando mais custos que benefícios,<sup>330</sup> o grupo Évora havia reportado 57% da sua receita líquida a partir da produção direta no exterior, por conta tanto das aquisições empreendidas pela Fitesa, quanto de outras subsidiárias mantidas pelo grupo.<sup>331</sup> A

---

<sup>327</sup> Ver Anexo I.

<sup>328</sup> O histórico do grupo Évora está descrito no último formulário de referência submetido pela Évora S.A. à CVM. Ver ÉVORA S.A., Formulário de Referência 2016.

<sup>329</sup> Informações detalhadas sobre a internacionalização da Fitesa estão disponíveis no último formulário de referência submetido pela Évora S.A. à CVM. Ver *Ibid.*

<sup>330</sup> ÉVORA S.A.; TERRAMAR INVESTIMENTOS S.A., Edital de Oferta Pública Obrigatória de Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais de Emissão da Évora S.A., 2016.

<sup>331</sup> ÉVORA S.A., Formulário de Referência 2016.

expressividade da receita do grupo no exterior, de toda forma, demonstra a capacidade multinacional do grupo Évora, para a qual o Sistema BNDES contribuiu pontualmente com o financiamento da Fitesa em 2014.

Outras duas empresas que receberam apoio para a internacionalização via IED pelo Sistema BNDES têm perfil dissociado do setor de proteína animal e dos setores intensivos em conhecimento, tecnologia e valor agregado. Trata-se da Springs Global Participações S.A. e da Andrade Gutierrez Engenharia S/A. A Springs Global tem por objeto a fabricação de produtos têxteis para consumo final e é uma sociedade controlada pela empresa brasileira Coteminas, fundada pelo ex-vice-presidente da república José Alencar em 1967, a qual continua sob o controle da sua família.<sup>332</sup> Desde 2001, a Coteminas mantém com a empresa têxtil estadunidense *Springs Industries* uma parceria estratégica para a produção e venda nos Estados Unidos. Em 2005, tal parceria estratégica levou à constituição da Springs Global, que foi na sequência levada a registro na CVM como companhia aberta, para listagem no Novo Mercado.<sup>333</sup> O financiamento da BNDESPAR, que consistiu em aporte de capital no valor de 70,3 milhões de Reais, ocorreu no âmbito da oferta pública inicial de ações da Springs Global, na qual o Sistema BNDES aproveitou para, de uma só vez, apoiar a capitalização das empresas brasileiras no mercado de capitais nacional e a internacionalização do grupo Coteminas.<sup>334</sup>

A Springs Global, de toda forma, já foi constituída como uma empresa multinacional. No final de 2006, a companhia operava 31 unidades nos Estados Unidos, no México, na Argentina e no Brasil. Adicionalmente, a Springs Global possuía em Shangai e em Nova Delhi escritórios de captação de fornecedores para compra de insumos e de complementos da sua linha de produtos.<sup>335</sup> Sua presença internacional era uma herança, sobretudo, da sua controladora estadunidense. A *Springs Industries* atuava no ramo têxtil dos Estados Unidos desde o século XVIII e era uma empresa promissora, mas o setor têxtil passava por crise nos Estados Unidos desde 1995, quando o governo local cortou as restrições à importação de insumos para essa indústria que se impunham até então. A

---

<sup>332</sup> SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>333</sup> A parceria entre a Coteminas e a *Springs Industries* que deu origem à Springs Global é detalhadamente explicada na documentação apresentada à CVM por esta companhia. Ver SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>334</sup> Ver Anexo I.

<sup>335</sup> Para conferir a localização das instalações industriais detidas pela Springs Global logo antes da sua listagem no Novo Mercado, ver SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

*Springs Industries* vinha reduzindo a produção local no estado da Carolina do Norte desde 1995.<sup>336</sup>

Conforme ponderado em entrevista à imprensa dos Estados Unidos, Crandall Close Bowles, CEO da *Springs Industries* e herdeira da empresa, a parceria firmada com a Coteminas em 2001 desembocaria organicamente na assunção do controle pela parceira brasileira.<sup>337</sup> Nesse contexto de liberalização das importações do setor nos Estados Unidos, o controle e a sede no Brasil fariam sentido, já que os custos para produzir no país balanceariam a necessidade de capital da empresa e permitiriam manter a qualidade da produção e a sua margem de lucro. Sintomático disso é a situação da Springs Global atualmente, que mantém ampla produção no exterior, mas na América Latina, tendo entrado em processo de desinvestimento das instalações nos Estados Unidos de 2007 em diante.<sup>338</sup> O momento da oferta pública inicial da Springs Global, em 2007, foi ainda oportuna para o desinvestimento da família Close, pois o mercado de capitais brasileiro estava aquecido e o desinvestimento certamente ocorreria com boa margem de ágio em relação aos investimentos realizados para levar a companhia ao mercado de capitais brasileiro.<sup>339</sup>

No que diz respeito ao financiamento concedido para o investimento da Andrade Gutierrez Engenharia no Peru, em 2010, trata-se de um outro investimento pontual do Sistema BNDES em prol da internacionalização. Esse financiamento pode ter tido viés de cooperação internacional, já que representou um aporte de pouco mais de 30 milhões de Reais no âmbito do produto BNDES FINEM, e representou investimento da Andrade Gutierrez Engenharia para ampliar a capacidade de abastecimento de água no Peru, o mesmo propósito do investimento realizado no mesmo ano pela WEG na Índia.<sup>340</sup>

---

<sup>336</sup> Informações obtidas em entrevista concedida por Crandall Close Bowles, CEO da *Springs Industries* até 2007. Ver Close family to sell majority of Springs holdings, **Charlotte Business Journal**, 2007.

<sup>337</sup> *Ibid.*

<sup>338</sup> SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>339</sup> Diante disso, a família Close notificou os controladores da Coteminas sobre a intenção de vender sua parte do controle acionário da Springs Global na oferta pública inicial a ser realizada em 2007. Ver SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>340</sup> Ver Anexo I. Em consulta realizada no repositório de acordos internacionais firmados pelo Brasil, a autora desta tese encontrou vários ajustes bilaterais para a cooperação entre Brasil e Peru na área de aproveitamento de recursos hídricos no Peru, apesar de nenhum dos acordos para projetos específicos envolver o projeto de dessalinização em que a Andrade Gutierrez veio a investir. Ver GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA DO PERU, Acordo Complementar na Área de Recursos Naturais e Meio Ambiente ao Acordo Básico de Cooperação Técnica e Científica entre o Governo da República Federativa do Brasil e o Governo da República do Peru, 2004; GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA DO PERU, Ajuste Complementar ao Acordo Básico de Cooperação Científica e Técnica entre o Governo da República Federativa do Brasil e o Governo da República do Peru para Implementação do Projeto “Fortalecimento de Capacidades para o Melhoramento da Produção Aquícola em Madre de Dios”, 2009; GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO

Para uma empresa do porte da Andrade Gutierrez Engenharia, cujo grupo econômico é amplamente apoiado pelo BNDES em projetos de infraestrutura no Brasil e para a exportação de serviços de engenharia para obras de infraestrutura no exterior, a cifra de 30 milhões de Reais é limitada.<sup>341</sup>

A Andrade Gutierrez Engenharia é uma companhia fechada, controlada por família homônima por meio da companhia de participações denominada Andrade Gutierrez Participações S.A., que é uma companhia aberta, cuja documentação permite algumas inferências sobre as suas sociedades controladas. O grupo Andrade Gutierrez é um conglomerado econômico fundado no Brasil em 1948, que hoje tem amplos investimentos em segmentos do setor de infraestrutura pública, de engenharia e de energia, no Brasil e no exterior.<sup>342</sup> Sua presença internacional, como a de outros grupos brasileiros fundados concomitantemente, como o grupo Odebrecht, remonta à década de 1970.<sup>343</sup> No caso da Andrade Gutierrez, a administração da sua companhia de controle indica que seu grupo econômico se concentra internacionalmente na América Latina, estando presente há 35 anos na Argentina, no Equador, no México, no Peru, na República Dominicana e na Venezuela, para realizar empreendimentos como rodovias, aeroportos, barragens, estaleiros e siderúrgicas.<sup>344</sup>

## 5.2 O poder de influência do BNDES sobre as multinacionais brasileiras

Como discutido anteriormente nesta tese, a literatura revisada, em diferentes

---

BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA DO PERU, Ajuste Complementar ao Acordo Básico de Cooperação Científica e Técnica entre o Governo da República Federativa do Brasil e o Governo da República do Peru para Implementação do Projeto “Fortalecimento de Capacidades para Melhorar a Produção Aquícola no Baixo Yavari”, 2010; GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA DO PERU, Ajuste Complementar ao Acordo Básico de Cooperação Científica e Técnica entre o Governo da República Federativa do Brasil e a República do Peru para Implementação do Projeto “Fortalecimento Institucional para a Gestão Integrada dos Recursos Hídricos Peru - Brasil, 2010.

<sup>341</sup> Para um apanhado do histórico de apoio do Sistema BNDES para a Andrade Gutierrez, entre outras empresas brasileiras amplamente presentes no mercado de infraestrutura internacional, ver **Livro verde: nossa história tal como ela é**.

<sup>342</sup> ANDRADE GUTIERREZ PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>343</sup> Sobre a internacionalização pioneira das empreiteiras brasileiras, entre as quais está a Andrade Gutierrez, a Odebrecht e empresas de outros grupos, ver VILLELA, Annibal V., *Multinationals from Brazil*, in: LALL, Sanjaya (Org.), **The New Multinationals: The Spread of Third World Enterprises**, New York: Wiley, 1983, p. 220–249.

<sup>344</sup> ANDRADE GUTIERREZ PARTICIPAÇÕES S.A., Formulário de Referência 2020.

campos do conhecimento, sugere que a política antitruste de países emergentes pode ser aliada da política industrial para promover as multinacionais domésticas.<sup>345</sup> No que tange ao CADE, a autoridade antitruste brasileira, a hipótese de um impacto positivo da sua atuação na internacionalização de empresas brasileiras já foi sugerida na literatura de direito e desenvolvimento. Carvalho e Castro apontam como uma opção legítima na atuação do CADE, como autoridade antitruste brasileira, coordenar as diretrizes de política industrial com a avaliação dos efeitos de atos de concentração envolvendo empresas brasileiras.<sup>346</sup> Estando uma companhia brasileira prestes a conquistar um novo mercado no exterior, e/ou se tornar líder mundial no seu setor, portanto, isso poderia ser uma razão de julgar legítima para o CADE apoiar a operação.<sup>347</sup>

O papel do CADE, e das autoridades antitruste no geral, é avaliar atos de concentração e investigar possíveis ilícitos concorrenciais, como o conluio de empresas em cartéis. O CADE foi criado ainda em 1962, como órgão vinculado à presidência, para reprimir o abuso de poder econômico pelas empresas no Brasil.<sup>348</sup> Apesar disso, um projeto mais sério para o controle concorrencial das atividades das empresas brasileiras só iniciou no país com a promulgação da Lei n.º 8.884, de 11 de junho de 1994. Essa lei transformou o CADE em uma autarquia, com orçamento independente, que a partir daí contaria com a Secretaria de Direito Econômico, do Ministério da Justiça, e com a Secretaria de Assuntos Econômicos, do Ministério da Fazenda, para instaurar e instruir seus processos administrativos.<sup>349</sup> Os procedimentos definidos em lei deram ao CADE capacidade jurisdicional para aprovar ou rejeitar atos de concentração entre empresas brasileiras, assim como apurar quaisquer outros atos que nos termos da lei pudessem ser prejudiciais à

---

<sup>345</sup> Na interface da literatura de negócios internacionais com a literatura de economia política comparada, ver FINCHLSTEIN, Diego, The role of the State in the internationalization of Latin American firms, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 578–590, 2017; GOLDSTEIN, A., **Multinational Companies from Emerging Economies: Composition, Conceptualization and Direction in the Global Economy**, Houndmills: Springer, 2007. Na literatura de direito e desenvolvimento, ver CARVALHO, Vinicius Marques de; CASTRO, Ricardo Medeiros de, Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira: uma avaliação crítica, in: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. (Orgs.), **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 315–50. Indicando que o impacto da política antitruste na concentração empresarial favorece a internacionalização no geral, sendo negligenciado na literatura de negócios internacionais, ver CHESNAIS, François, **Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump**, Boston: BRILL, 2016.

<sup>346</sup> Ver CARVALHO; CASTRO, Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira.

<sup>347</sup> Carvalho é ex-presidente do CADE, posto que ocupou de 2012 a 2016. Seu estudo, feito em coautoria, sobre a relação entre a política de apoio às campeãs nacionais brasileiras e a política antitruste foi realizado a partir da avaliação pontual de casos de concentração empresarial levados ao CADE anteriormente ao seu mandato como presidente. Ver *Ibid.*

<sup>348</sup> Ver a Lei n.º 4.137, de 10 de setembro de 1962, hoje revogada.

<sup>349</sup> Conforme os preceitos sobre instauração e instrução de processos da hoje revogada Lei n.º 8.884, de 1994.

livre-concorrência.<sup>350</sup>

No contexto de 1994, o ecossistema de apreciação antitruste criado pela Lei n.º 8.884, de 1994, foi celebrado como um importante passo na direção da adequação do Brasil ao Consenso de Washington.<sup>351</sup> Além da sinalização ao mercado externo passada pela mobilização em torno de uma aplicação do direito concorrencial, também havia expectativas monetaristas relacionadas às atividades que o CADE. Como se sabia que o poder econômico era muito concentrado no Brasil, o debate no Congresso Nacional relativo à aprovação da Lei n.º 8.884 demonstrava a percepção dos parlamentares nacionais sobre o possível impacto desse poder econômico nos preços dos bens de consumo final no país.<sup>352</sup> Era esperado, portanto, que a repressão por meio da lei antitruste ao poder econômico conferido a seletos grupos empresariais durante décadas de protecionismo estatal teria efeito anti-inflacionário.<sup>353</sup>

Para os fins desta tese, cabe compreender, entre as diferentes atribuições do CADE para cumprir sua missão, como a sua atuação incide sobre o controle de atos de concentração. No regime da Lei n.º 8.884, de 1994, cabia ao CADE a tarefa, considerada muitas vezes subjetiva pela prática da advocacia,<sup>354</sup> de controlar os atos, sob qualquer forma manifestados, que pudessem limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços.<sup>355</sup> Era

---

<sup>350</sup> No plano da Lei n.º 8.884, de 1994, que hoje também já está revogada, as infrações concorrenciais estavam concentradas principalmente no seu artigo 20.

<sup>351</sup> Como o direito concorrencial é visto como uma condição para o funcionamento eficiente dos mercados e para a promoção da livre concorrência, a regulação antitruste é vista como coerente com as orientações do Consenso de Washington e a visão neoliberal sobre o desenvolvimento. Nesse sentido, ver a discussão da seção 2.1 do segundo capítulo sobre a necessidade de promover reformas institucionais nos países em desenvolvimento que passavam por crises fiscais. Ver especialmente EFFROS, Robert C., *The World Bank in a Changing World: The Role of Legal Construction*, **The International Lawyer**, v. 35, n. 4, p. 1341–1348, 2001.

<sup>352</sup> Nesse sentido, ver o debate legislativo sobre o Projeto de Lei n.º 3.712-C, de 1993, o qual deu origem à Lei n.º 8.884, de 1994, como revisado em ZORICIC, Ana Carolina Cabana, **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity**, Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, 2015.

<sup>353</sup> Essa expectativa em relação aos efeitos da lei antitruste brasileira aparece também em trabalhos jurídicos na área do direito concorrencial. Ver, por exemplo, SALOMÃO FILHO, Calixto, **Direito Concorrencial. As Estruturas**, 3ª edição. São Paulo: Malheiros, 2007.

<sup>354</sup> Nesse sentido, ver, por exemplo, FORGIONI, Paula Andrea, O que esperar do antitruste brasileiro no século XXI, **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, v. 1, n. 1, p. 1713–1742, 2015. Havia também a percepção de que a lei antitruste demandava a notificação obrigatória excessiva de atos de concentração ao CADE, que, no regime da Lei n.º 8.884, acabava por despender recursos na análise de atos de concentração que claramente não teriam efeito anticoncorrencial, com impacto nos consumidores. Nesse sentido, ver BECKER, Bruno Bastos, **Intervenção estatal na economia e o desvio de função do CADE no controle de atos de concentração**, Trabalho de Conclusão de Curso (Direito), Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011; MIOLA, Iage Zendron, Competition law and neoliberalism: the regulation of economic concentration in Brazil, **Revista Direito e Práxis**, v. 7, n. 4, p. 643–689, 2016.

<sup>355</sup> Conforme a redação que tinha o caput do artigo 54 da Lei n.º 8.884, de 1994.

obrigatório ao CADE avaliar atos de concentração envolvendo empresas com faturamento bruto igual ou superior, primeiro, a 100 bilhões, e depois a 400 bilhões de Reais, devendo a autoridade reprová-los ou impor às empresas envolvidas remédios concorrenciais se verificada que com o ato de concentração analisado ocorreria uma concentração equivalente a, primeiramente 30%, depois 20% do mercado relevante em que operação se insere.<sup>356</sup> Nesse regime, entre outros temas, foram objeto de intensos debates na formação da jurisprudência do CADE a operacionalização do conceito de mercado relevante e a metodologia para verificação do faturamento bruto a ser observado, se do grupo econômico, das pessoas jurídicas envolvidas na operação, ou se deveriam ser incluídos na regra tanto comprador como vendedor.<sup>357</sup>

Para aperfeiçoar o regime de apuração antitruste da conduta e, principalmente, dos atos de concentração empreendidos por empresas no Brasil, acabou por ser aprovada no Congresso Nacional uma nova lei anos depois, a Lei n.º 12.529, de 30 de novembro de 2011. Essa lei procurou tornar a regra de notificação prévia de operações de concentração ao CADE mais objetiva, retirando o conceito de mercado relevante da avaliação a ser realizada pela autoridade e exigindo objetivamente a notificação prévia de qualquer ato de concentração pretendido no Brasil em que uma das partes envolvidas tenha tido no ano anterior faturamento bruto de pelo menos 400 milhões de Reais, bem como um faturamento bruto anual ou volume de negócios no Brasil equivalente a pelo menos 30 milhões de Reais.<sup>358</sup> A Lei n.º 12.529 operou ainda outras modificações relevantes, estabelecendo que as operações submetidas ao crivo do CADE ficariam sob condição suspensiva até a avaliação antitruste, enquanto no regime legal anterior os atos de concentração ficavam sob condição resolutiva até o julgamento antitruste, o que poderia ocasionar altos custos para a reversão de uma operação rejeitada.<sup>359</sup> Além disso, foram operadas mudanças na estrutura organizacional do CADE que prometiam mais celeridade na apreciação de atos de concentração, entre as quais se destaca a criação de uma

---

<sup>356</sup> Conforme a redação que tinha o parágrafo 3º do artigo 54 da Lei n.º 8.884, de 1994, que foi modificado pela Lei n.º 10.149, de 21 de dezembro de 2000.

<sup>357</sup> Ver revisão da jurisprudência do CADE empreendida por ZORICIC, **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity**.

<sup>358</sup> Houve amplo debate legislativo sobre os valores mínimos a ser aplicados. Representações no congresso apontavam que tais valores deveriam ser menores para empresas de tecnologia, que atuam com margens inferiores e tendem a buscar concentração de mercado. Já representantes de empresas do setor de infraestrutura queriam que tais valores fossem maiores, alegando que o setor, ao contrário, atuava com margens muito altas e acabava por ter de submeter ao CADE todas as suas operações de concentração. Para uma revisão do debate legislativo em relação à Lei n.º 12.529, de 2011, ver *Ibid.*

<sup>359</sup> Ver a redação que tinha o artigo 54, parágrafo 7º, da Lei n.º 8.884, de 1994, assim como a redação hoje vigente no artigo 88, parágrafo 3º, da Lei n.º 12.529, de 2011.

Superintendência-Geral para atuar ao lado dos Conselheiros e do Tribunal da autoridade, que são os responsáveis pelo julgamento final dos processos após instaurados.<sup>360</sup>

Considerando as regras aplicáveis para o controle de concentração do CADE e as operações e empresas avaliadas na seção anterior deste capítulo, é de se esperar que várias operações de IED de empresas brasileiras tenham sido de fato submetidas ao crivo da autoridade antitruste brasileira. E, como Carvalho e Castro ponderam, uma intervenção do CADE nessas operações em sintonia com a política de internacionalização em curso no âmbito do Sistema BNDES pode ser vista como uma opção legítima. Nesse sentido, o estudo dos autores é coerente com a literatura de direito concorrencial nacional, que observa no regime antitruste brasileiro uma vocação que ultrapassa os propósitos monetaristas da livre-concorrência e os seus efeitos nos preços. Marcelo Proença, por exemplo, compreende que o regime constitucional brasileiro demanda uma compreensão da concorrência como um instrumento para o bem-estar social, que deve ponderar o equilíbrio entre a livre iniciativa, o bem estar dos consumidores e a valorização do trabalho humano.<sup>361</sup>

A avaliação de Calixto Salomão Filho vai no mesmo sentido, de observar o direito concorrencial como um meio para obtenção de resultados sociais mais amplos.<sup>362</sup> Indo além na sua análise, o autor aponta para uma verdadeira paralisia do direito antitruste no Brasil, pois, ao privilegiar as percepções desde a década de 1970 vigentes na Escola de Chicago sobre a presunção de eficiência das grandes empresas, o CADE estaria coadunando com a concentração econômica no país, o que teria um efeito particular de gerar distribuição inversa da riqueza.<sup>363</sup> Isso ocorreria por estar o Brasil, na divisão internacional do trabalho, especializado na produção de bens primários, para os quais a vantagem comparativa das empresas está exatamente nos baixos custos com a força de trabalho. Assim, Salomão Filho pondera que um ajuste substantivo é necessário na atuação

---

<sup>360</sup> A apreciação dos atos de concentração pelo CADE se tornou mais célere após a promulgação da nova lei, tendo sido aprovado um novo regimento interno com possibilidades de tramitação mais célere, entre os quais se destaca o rito sumário adotado após a nova lei. Os anuários e balanços do CADE mostram que tanto o número de atos de concentração submetidos como o tempo de tramitação do julgamento de atos de concentração reduziram após 2011. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>361</sup> Proença pondera o caráter instrumental do direito concorrencial na realidade brasileira em reflexão especialmente em relação ao artigo 170 da Constituição Federal. Ver PROENÇA, José Marcelo Martins, **Concentração empresarial e o direito da concorrência**, [s.l.]: Editora Saraiva, 2001.

<sup>362</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto, A paralisia do antitruste, **Revista do IBRAC**, v. 16, n. 1, p. 305–323, 2009.

<sup>363</sup> *Ibid.* Para as bases teóricas da Escola de Chicago, sua conformação em torno da presunção de eficiência das grandes empresas, e a sua influência sobre a jurisprudência antitruste nos Estados Unidos a partir da década de 1970, ver DAVIES, William, Economics and the ‘nonsense’ of law: the case of the Chicago antitrust revolution, **Economy and Society**, v. 39, n. 1, p. 64–83, 2010.



do CADE para que sua apreciação da concentração empresarial pondere o impacto não só nos preços, mas na concentração de renda. De forma similar, Paula Forgioni pondera que o CADE tem liberdade para definir sua missão pública e poderia, no contexto brasileiro, um país em desenvolvimento, considerar, para além dos preceitos clássicos da Escola de Chicago sobre poder econômico e preços, outras questões sensíveis como o desenvolvimento regional, as taxas de emprego, ou outras questões politicamente relevantes.<sup>364</sup> A autora avalia, no entanto, que houve omissão do CADE em relação a uma definição clara da sua missão.

A abordagem do CADE para atos de concentração internacionais que envolvem empresas brasileiras adquirindo maiores fatias de mercado no exterior é vista no estudo de Carvalho e Castro como uma das condições para a expansão dessas empresas para fora do Brasil.<sup>365</sup> Por um lado, é de fato aceito pela literatura antitruste nacional a visão do direito concorrencial como instrumento social amplo, o que tornaria legítima uma atuação substantiva do CADE na apreciação de atos de concentração direcionada para questões sensíveis ao desenvolvimento nacional. Por outro lado, o CADE mantém vários acordos internacionais para a cooperação com outros países na investigação de ilícitos antitruste e análise conjunta de atos de concentração, tendo capacidade de trocar informações, embora não haja um direcionamento para a harmonização de entendimentos entre autoridades de países diferentes.<sup>366</sup> Além disso, o CADE é uma agência antitruste com boa reputação no exterior, tendo já recebido várias premiações internacionais pela qualidade da sua atuação.<sup>367</sup>

A avaliação de Carvalho e Castro, então, é que esse reconhecimento internacional poderia, inclusive nos atos de concentração com efeitos exclusivamente no exterior, influenciar a receptividade das empresas brasileiras em atos de concentração avaliados por autoridades antitruste de outros países.<sup>368</sup> Contudo, embora exista

---

<sup>364</sup> FORGIONI, O que esperar do antitruste brasileiro no século XXI.

<sup>365</sup> CARVALHO; CASTRO, Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira.

<sup>366</sup> O CADE mantém acordos internacionais de cooperação com o Canadá, a Rússia, a África do Sul, a Coreia do Sul, o Japão, a União Europeia, os Estados Unidos e outros países da América Latina e de outras regiões. A rede de acordos bilaterais de cooperação mantidos pelo CADE pode ser encontrada no seu website. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/assuntos/internacional/cooperacao-bilateral-1>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>367</sup> Sobre a boa reputação internacional do CADE, tem-se, por exemplo, o prêmio de melhor agência antitruste das Américas que o CADE ganhou da renomada revista britânica “*Global Competition Review*” em 2011. O CADE também vem acumulando uma boa avaliação nos relatórios anuais da GCR, nos quais tem obtido uma avaliação em 4 estrelas de 5 estrelas possíveis. Esses e outros prêmios recebidos pelo CADE podem ser conferidos no seu website. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/premiacoes/premios/premiacoes>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>368</sup> CARVALHO; CASTRO, Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira.

documentação na literatura sobre os efeitos extraterritoriais dos atos de concentração e de casos de efetiva cooperação do CADE com outras autoridades antitruste,<sup>369</sup> a avaliação geral é que, apesar da boa reputação da autoridade brasileira, essa cooperação internacional tende a ser marginal. O estudo de Becker e Massaro analisa a incidência da revisão multi-jurisdicional nos atos de concentração notificados ao CADE entre 2015 e 2016 e encontra uma margem considerável de casos que foram notificados para mais de uma autoridade, em países diferentes, considerando que entre os 726 casos notificados no Brasil nesse período 203 haviam sido notificados também em outros países.<sup>370</sup> Contudo, o estudo avalia que a cooperação internacional entre o CADE e outras autoridades não apareceu como um fator relevante na avaliação dos atos de concentração. Entre os 203 casos encontrados pelos autores, apenas em sete o CADE indica ter avaliado o resultado internacional da operação antes do seu julgamento, e em apenas um ato de concentração, que foi também o único entre os casos aprovado de forma condicionada a remédios concorrenciais, o CADE realizou contato direto com autoridades antitruste de outros países.<sup>371</sup>

Outros estudos recentes coletaram evidências empíricas sobre o viés no julgamento de atos de concentração pelo CADE a favor da concentração econômica.<sup>372</sup> De 1994, quando as atividades do CADE iniciaram, até 2010, a rejeição de fusões e aquisições foi praticamente inexistente: a autoridade antitruste brasileira reprovou apenas oito atos de concentração em corpo de 6.378 fusões e aquisições levadas à aprovação.<sup>373</sup> Isso pode ser justificado por uma falha na seleção dos atos de concentração levados a julgamento pelo plenário de conselheiros do CADE: 65,2% dos atos que chegaram a julgamento, na verdade, não geravam concentração econômica nenhuma, tendo sido levados a julgamento em plenário por conta das formalidades legais da antiga lei do CADE.<sup>374</sup> Esses são os

---

<sup>369</sup> CARVALHO, Vinicius; SILVEIRA, Paulo Burnier da, A Cooperação internacional na defesa da concorrência, **Revista de Direito Internacional**, v. 10, n. 1, p. 97–103, 2013.

<sup>370</sup> BECKER, Bruno Bastos; MASSARO, Anna Binotto, **How Does Brazil Review Multi-Jurisdictional Merger Cases? An Empirical Study from the Competition Authority's Perspective**, Rochester, NY: Social Science Research Network, 2017.

<sup>371</sup> Trata-se do caso Ball/Rexam (Ato de Concentração n.º 08700.006567/2015-07). Esse caso foi notificado no Brasil, nos Estados Unidos, na União Europeia, no México, na Rússia, na Sérvia e na Turquia. Mesmo assim, o CADE só buscou cooperação para chegar ao seu juízo nesses casos com as autoridades dos Estados Unidos e da União Europeia. Ver *Ibid.*

<sup>372</sup> MIOLA, Competition law and neoliberalism; CABRAL, Patricia Semensato; MATTOS, César Costa Alves, Remédios em atos de concentração: teoria e prática do CADE, **Revista de Defesa da Concorrência**, v. 4, n. 1, p. 57–94, 2016.

<sup>373</sup> MIOLA, Competition law and neoliberalism.

<sup>374</sup> A Lei n.º 12.529, de 2011, permitiu que fossem aprovados sumariamente atos de concentração que a Superintendência-Geral do CADE entendesse não gerar concentração econômica, sem ser levados a julgamento em plenário.

achados de Miola, que também aponta que o CADE esteve mais propenso, no período de 1994 a 2010, a impor remédios concorrenciais na medida em que o grau de concentração econômica de um ato analisado aumentava (Tabela 5.13).<sup>375</sup>

**Tabela 5.13 Incidência de restrições sobre atos de concentração aprovados pelo CADE entre 1994 e 2010**

Nível de concentração gerado pelo ato	% de atos aprovados com restrições comportamentais	% de atos aprovados com restrições comportamentais sem cláusula de não-concorrência	% de atos aprovados com restrições estruturais
0-20%	4,2	0	0
21-40%	11,8	2,6	0
41-60%	12,5	2,7	2,5
61-80%	11,1	11,1	11,1
81-100%	30	20	30

Adaptado pela autora.

Fonte: MIOLA, Competition law and neoliberalism, 2016, p. 677.

Os remédios concorrenciais com maior potencial de impactar a estrutura dos mercados, para desconcentrá-los, são as restrições estruturais, pelas quais a venda de ativos a concorrentes; a venda de ações; ou até mesmo a cisão das companhias envolvidas pode ser exigida para diversificar os atores no mercado. Já os remédios comportamentais não modificam a estrutura de propriedade no mercado em exame, mas apenas o exercício de direitos. O CADE pode determinar, por exemplo, o licenciamento compulsório de tecnologia patenteada, sem exclusividade, ou o fornecimento de bens sem cláusula de exclusividade. Um remédio comportamental comum na atuação do CADE, de acordo com Miola, é a exclusão da cláusula de não-concorrência em contratos entre concorrentes.<sup>376</sup>

Esse estudo identificou, ainda, uma incidência maior do plenário do CADE na imposição de restrições para aprovar atos de concentração entre 2004 e 2008. Miola interpreta, então, que os conselheiros do CADE seriam menos propensos a interferir nos atos de concentração na década de 1990 para facilitar as privatizações e por serem os conselheiros desse período mais alinhados com os ideais neoliberais de desregulamentação.<sup>377</sup> Por isso, o uso de restrições nesse período seria pouco recorrente. A

<sup>375</sup> MIOLA, Competition law and neoliberalism.

<sup>376</sup> *Ibid.* Outras fontes corroboram com esses achados. Ver, por exemplo, CABRAL; MATTOS, Remédios em atos de concentração.

<sup>377</sup> Ver MIOLA, Competition law and neoliberalism. Essa inferência é legítima na medida em que os conselheiros do CADE são indicados pelo presidente da república e aprovados pelo Senado desde o regime da Lei n.º 8.884, de 1994, continuando tal regra igual no regime da Lei n.º 12.529, de 2011.

partir de 2004, no entanto, os conselheiros nomeados no governo Lula eram potencialmente mais alinhados com os objetivos de política industrial do país e podem ter usado a política antitruste, por meio das restrições, por exemplo, para intervir nos mercados de interesse para a política industrial de então.<sup>378</sup>

Essa tendência apontada para a incidência mais recorrente de restrições entre 2004 e 2008, no entanto, dificilmente tem alguma relação com a internacionalização das empresas brasileiras como promovida pelo crédito do BNDES. Evidência nesse sentido está na apreciação do CADE em relação às operações de internacionalização via IED de empresas brasileiras que foram financiadas pelo Sistema BNDES e discutidas na seção anterior. Entre as 29 operações de financiamento encontradas, havia 15 direcionadas a atos de concentração pela aquisição de ativos já existentes ou pela reunião de empresas brasileiras com concorrentes para a exploração de projetos conjuntos no exterior. Assim, é de esperar que ao menos parte dessas operações tenham sido submetidas a apreciação antitruste no Brasil e/ou no exterior. Dentre as 15 operações de concentração encontradas, como mostra o Anexo II desta tese, apenas quatro foram notificadas ao CADE, todas elas aprovadas sem restrições. Ao lado disso, oito dessas 15 operações foram notificadas a outras autoridades antitruste, no exterior, tendo sido apenas uma operação rejeitada internacionalmente, pelo *DOJ antitruste* dos Estados Unidos, qual seja, a aquisição da *National Beef* pela JBS, discutida no tópico 5.1.2, acima. Assim, se observado o recorte de operações de concentração internacionais realizadas pelas empresas brasileiras com apoio do BNDES, encontra-se não um esforço do CADE para regulamentar via remédios os efeitos dessas operações, mas na realidade uma pouca capacidade destas operações de gerar efeitos no Brasil, de forma a demandar a atuação da autoridade antitruste nacional. Nas poucas operações que precisaram passar pelo crivo do CADE, a autoridade antitruste realizou sua aprovação sem nenhuma restrição.

Um outro dado relevante da atuação do CADE em relação ao BNDES é o tratamento dado às operações de aquisição de participação societária notificadas pela BNDESPAR. Conforme consulta ao sistema de pesquisa pública de processos do CADE, entre 1994 e 2020 a BNDESPAR notificou a autoridade antitruste brasileira sobre a realização de 10 aquisições de participações societárias diferentes em empresas (Ver Tabela 5.14, abaixo). Essa notificação foi considerada necessária pelo Sistema BNDES, quando da vigência da Lei n.º 8.884, de 1994, todas as vezes que uma participação da BNDESPAR

---

<sup>378</sup> *Ibid.*

puddesse ser enquadrada como passível de proporcionar o que jurisprudência do CADE entendia como influência relevante.<sup>379</sup> Após a aprovação da Lei n.º 12.529, de 2011, o CADE aprovou um regulamento interno novo, que estabeleceu de forma objetiva a obrigatoriedade de notificação de operações de aquisição de ações de caráter minoritário, em caso de aquisição de participação de 20% do capital votante tratando-se de empresa não concorrente; bem como de 5% do capital votante tratando-se de empresa que possa ser considerada concorrente diretamente ou por conta do seu grupo econômico.<sup>380</sup>

**Tabela 5.14. Aquisição de participações societárias da BNDESPAR avaliadas pelo CADE**

Ato de Concentração	Adquirente	Operação	Análise
08012.006904/2003-72	BNDESPAR/ BNDES	Aquisição de ações da AES para reestruturação de dívida da The AES Corporation S.A.	Aprovado sem restrições
08012.006649/2011-78	BNDESPAR	Aquisição de ações da Tecsis Tecnologia e Sistemas Avançados S.A.	Aprovado sem restrições
08012.002468/2012-53	BNDESPAR	Aquisição de ações da Six Semicondutores S/A	Aprovado sem restrições
08700.010200/2012-37	BNDESPAR	Aquisição de ações da Suzano Papel e Celulose S.A.	Aprovado sem restrições
08700.011097/2012-42	BNDESPAR	Aquisição de ações da Marfrig Alimentos S.A.	Aprovado sem restrições
08700.000925/2013-06	BNDESPAR	Aquisição de ações da Padtec S.A.	Aprovado sem restrições
08700.008411/2013-90	BNDESPAR	Aquisição de ações da Energias Renováveis do Brasil S.A.	Aprovado sem restrições
08700.001371/2015-18	BNDESPAR	Aquisição de ações da Stara S.A. Indústria de Implementos Agrícolas	Aprovado sem restrições
08700.001596/2015-74	BNDESPAR	Aquisição de ações da Rocha Terminais Portuários e Logística S.A.	Aprovado sem restrições
08700.007645/2015-82	BNDESPAR	Aquisição de ações da Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG	Aprovado sem restrições

Elaborado pela autora.  
Fonte: CADE.

Como mostra a Tabela 5.14, acima, contudo, todas as participações societárias notificadas pela BNDESPAR foram compreendidas pelo CADE como passíveis de aprovação sem restrições. É relevante notar que, embora tenham sido conhecidas como

<sup>379</sup> Para o conceito de influência relevante para fins concorrenciais, ver, principalmente, SALOMÃO FILHO, **Direito Concorrencial. As Estruturas**. Ver também a nota 186 do terceiro capítulo, acima.

<sup>380</sup> Ver artigo 10 da Resolução n.º 2, de 29 de maio de 2012, do CADE.

passíveis de notificação em todos os casos, a notificação obrigatória não tem efeito preditivo sobre a apreciação substantiva da operação, e o CADE compreendeu, ao longo dos anos, que a BNDESPAR não tem sido capaz de gerar efeitos concorrenciais no Brasil com seus investimentos. Isso valeu, de um lado, durante a vigência da Lei n.º 8.884, de 1994, quando a jurisprudência do CADE aperfeiçoou o entendimento dos efeitos concorrenciais possíveis da influência relevante. De acordo com tal entendimento, e de forma similar ao que a BNDESPAR promove nos seus acordos de acionistas, a influência relevante para fins concorrenciais ocorre quando um acionista ou sócio minoritário tem voz sobre as decisões de uma sociedade empresária, ainda que em temas operacionais ou comerciais específicos, podendo influenciar tais decisões diretamente, por meio de conselheiros, ou vetá-las, conforme seus direitos estabelecidos, formando uma relação de cooperação e/ou dependência entre o investidor e a empresa investida.<sup>381</sup> O entendimento sobre a incapacidade da BNDESPAR de gerar efeitos concorrenciais continuou a valer após a Lei n.º 12.529, de 2011, mesmo considerando que a partir de 2010 a subsidiária acumulou elevadas participações societárias no mesmo setor econômico, como ocorreu com as participações concomitantes na Marfrig e na JBS.<sup>382</sup>

Uma leitura da jurisprudência do CADE em relação às atividades de participação societária empreendidas pela BNDESPAR, portanto, leva a crer que a capacidade da subsidiária de definir estratégias de mercado nos setores da economia brasileira seria limitada ou inexistente, mesmo sendo sua presença tão relevante em determinados grupos econômicos nacionais.

### **5.3 Conclusão**

Este capítulo serviu para delimitar o escopo do apoio do BNDES para a internacionalização de empresas via IED, indicando também como essa iniciativa pode ser localizada diante das prioridades do governo federal nos anos 2000, embora ela pareça atribuível sobretudo às definições do corpo técnico do banco. Foi abordado também como funciona a política antitruste no Brasil, indicando-se ser pequena a possibilidade de as atividades do CADE terem tido algum impacto, positivo ou negativo, na internacionalização das empresas brasileiras nos anos 2000 a partir da apuração das

<sup>381</sup> SALOMÃO FILHO, *Direito Concorrencial. As Estruturas*.

<sup>382</sup> Por esse motivo, inclusive, o aumento de capital realizado pela BNDESPAR na Marfrig foi notificado ao CADE. Ver Ato de Concentração n.º 08700.011097/2012-42.

operações dessas empresas no exterior.

No próximo capítulo, será delimitada uma amostra de multinacionais brasileiras e proposto um modelo para estudo de caso da trajetória de internacionalização dessas empresas. Nesse estudo comparado de casos, a capacidade de ação do BNDES na prática da governança corporativa dessas empresas será abordada em maiores detalhes. Da mesma forma, o tratamento dado pelo CADE a atos de concentração envolvendo essas empresas voltará a ser abordado.

## **6 AS CAMPEÃS NACIONAIS BRASILEIRAS ENTRE AS GRANDES MULTINACIONAIS**

No segundo capítulo, esta tese foi situada nas literaturas que mais tradicionalmente se voltam para o estudo das empresas multinacionais e para explicar os fluxos de IED. A partir da revisão de literatura, ficou claro que era esperado um impacto positivo do apoio governamental na internacionalização de empresas de países emergentes, especialmente no contexto dos anos 2000. Assim, no terceiro capítulo, foram revisadas as formas de institucionalização das relações Estado-empresa na realidade brasileira, bem como no quarto capítulo foram investigadas as prioridades do governo brasileiro em período designado como a Era PT, que vai de 2003 a 2012, com foco em compreender quais ações governamentais se voltaram a promover a economia nacional e podem ter incentivado a saída de IED do Brasil nesse período. Como pareceu pouco provável que o tema da saída de IED tenha tido centralidade na Era PT a partir da análise das ações de governo, o quinto capítulo analisou a iniciativa específica do BNDES para a internacionalização de empresas, a qual alguns estudos observam como relacionada ao tratamento dado pelo CADE para os atos de concentração internacionais em que empresas brasileiras aparecem como adquirentes. Independentemente das prioridades de governo, a política de internacionalização do BNDES, com a facilitação do CADE, poderia ter representado um projeto para a incubação de empresas brasileiras com potencial multinacional, aptas a operar uma transformação substantiva da posição do Brasil na economia global.

Contudo, embora o BNDES tenha de fato aprovado crédito para operações específicas de IED e para o projeto de internacionalização de algumas empresas brasileiras, uma observação global do financiamento dado pelo banco para esse fim não indica ter sido ele capaz de associar a capacidade das empresas apoiadas com um projeto nacional de internacionalização. A iniciativa de apoio do BNDES à internacionalização de empresas brasileiras apareceu, na realidade, transversalmente a outras iniciativas, as quais, de um lado, tinham pertinência com as prioridades governamentais, como o PSI; e com as quais, de outro lado, o banco tinha experiência, como o apoio à inovação e o fomento ao mercado de capitais. Como será abordado na primeira seção deste capítulo, algumas conjunturas críticas



fragmentadas foram relevantes para levar o tema da internacionalização dessa forma transversal para os financiamentos do BNDES. Entre estas, estão o quadro de competitividade conformado em certos setores nos anos 2000; a estratégia traçada por atores do setor privado que viam no BNDES a forma prioritária de obter capital para a internacionalização e tiveram mais competência ou sorte que outros no acesso ao crédito do Sistema BNDES; e a percepção dos gestores de cúpula do BNDES sobre a relevância das grandes empresas, a partir das suas próprias vantagens competitivas, para o posicionamento do país na economia internacional.

Na sua primeira seção, este capítulo mostra ainda que, comparado ao quadro de internacionalização como observado na perspectiva das empresas brasileiras, a política de apoio do BNDES não permite mais que um recorte parcial da transformação experimentada por um grupo de empresas brasileiras, de diferentes setores, que sobreviveram e tiveram êxito na transição de uma competitividade de mercado nacional para uma competitividade internacional. A fim de demonstrar tal ponto, a primeira seção procura identificar o universo de empresas cuja trajetória de internacionalização via IED foi ascendente após o ano 2000. Esse universo serve para situar a política de internacionalização do BNDES e para delimitar uma amostra de empresas com trajetória de internacionalização constante e consistente no período pesquisado. As empresas dessa amostra, que são a Vale, a Gerdau, a JBS e a Embraer, não necessariamente foram beneficiadas pelo crédito do Sistema BNDES para a internacionalização, mas, ainda assim, ou têm a BNDESPAR no seu quadro acionário, ou se beneficiaram do crédito do BNDES para diversos fins, ou, em alguns casos, possuem também fundos de pensão de empresas estatais como investidores institucionais relevantes na sua estrutura de capital. A segunda seção deste capítulo explica o desenho da pesquisa e é seguida por duas seções posteriores, nas quais se empreende o estudo de casos comparado das empresas selecionadas.

## **6.1 O universo das multinacionais brasileiras nos anos 2000**

A fim de refletir sobre a relação empírica entre a intervenção do Estado e a internacionalização de empresas no Brasil, cabe resgatar alguns elementos de capítulos anteriores. Ao final do segundo capítulo, alguns estudos empíricos revisados apontaram para a

correlação entre a performance das multinacionais brasileiras e a atuação do BNDES e dos fundos de pensão de empresas estatais. Para resgatar brevemente as evidências da literatura revisada, tem-se, em especial, o trabalho de Hennart, Sheng e Carrera Jr., que aponta para o efeito positivo que a presença dos fundos de pensão e da BNDESPAR como acionistas gera nas receitas obtidas no exterior pelas multinacionais brasileiras, efeito que aumenta proporcionalmente ao volume de ativos detido por tais empresas no exterior.<sup>1</sup> Já o estudo de Pinto et al. aponta para evidências empíricas similares, de acordo com as quais as multinacionais brasileiras que obtiveram crédito, participação acionária ou têm na sua administração conselheiros indicados pelo Sistema BNDES tendem a ter fatias maiores no capital das suas controladas e coligadas no exterior, assim como ativos superiores em termos de valor de mercado, o que leva os autores a interpretar as multinacionais brasileiras apoiadas pelo BNDES como potencialmente mais inovadoras que as multinacionais brasileiras sem o incentivo do banco.<sup>2</sup>

Os dois estudos trabalham com amostra extensa de empresas e operações, que, no primeiro, somam 173 multinacionais brasileiras negociadas em bolsa de valores no Brasil entre 2002 e 2011<sup>3</sup> e, no último, 262 operações de IED envolvendo aquisições de participações diretas ou de ativos diretamente no exterior realizadas entre 2006 e 2012.<sup>4</sup> Isso indica que as empresas multinacionais brasileiras e suas operações no exterior no período que esta tese observa ocupam universo consideravelmente maior que o das 20 empresas e 29 operações encontradas na documentação sobre o apoio à internacionalização empreendido pelo Sistema BNDES.<sup>5</sup> No ânimo de estabelecer uma relação entre a atuação do Sistema BNDES e a internacionalização de empresas no Brasil, alguns autores chegaram a associar a expansão das multinacionais brasileiras ao crédito do BNDES para serviços de infraestrutura no exterior, um dos destinos do crédito das linhas do BNDES Exim pós-embarque.<sup>6</sup> Ocorre que o crédito do

---

<sup>1</sup> Ver HENNART, Jean-François; SHENG, Hsia Hua; CARRERA, José Marcos, Openness, international champions, and the internationalization of Multilatinas, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 518–532, 2017.

<sup>2</sup> Ver PINTO, Cláudia Frias *et al*, Ownership in cross-border acquisitions and the role of government support, **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 533–545, 2017. Ver também a discussão na segunda seção do segundo capítulo.

<sup>3</sup> HENNART; SHENG; CARRERA, Openness, international champions, and the internationalization of Multilatinas.

<sup>4</sup> PINTO *et al*, Ownership in cross-border acquisitions and the role of government support.

<sup>5</sup> Ver Anexo I, abaixo, e o capítulo 5, acima.

<sup>6</sup> Ver CASEIRO, Luiz Carlos Zalaf; MASIERO, Gilmar, OFDI promotion policies in emerging economies: the Brazilian and Chinese strategies, **Critical Perspectives on International Business**, v. 10, n. 4, p. 237–255, 2014;

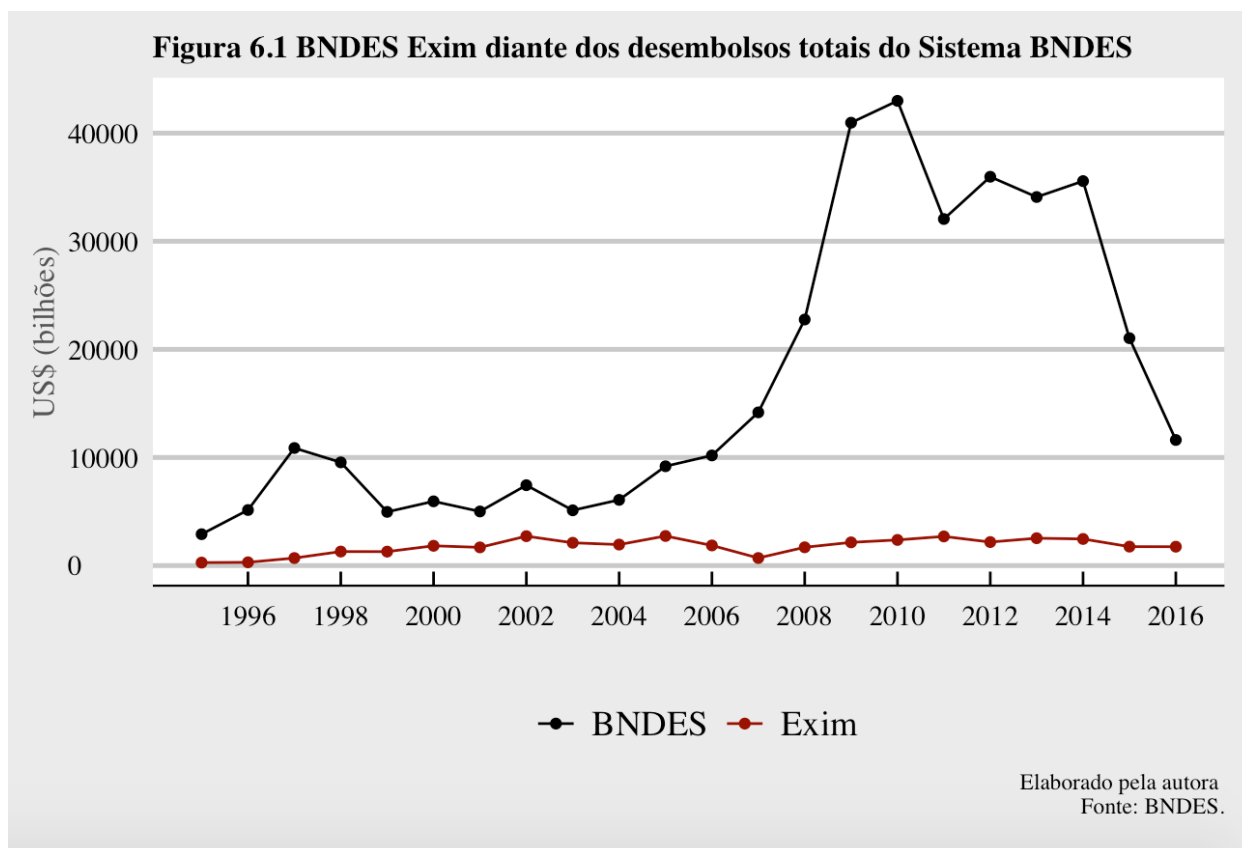
BNDES para serviços de infraestrutura no exterior não financia operações de IED, o que torna a correlação pretendida por tais estudos difícil.

O Sistema BNDES oferece crédito para a exportação das empresas brasileiras desde 1991 e as linhas BNDES Exim como um todo cresceram no início dos anos 2000 em relação aos desembolsos totais do Sistema BNDES, especialmente entre 2002 e 2006 (Ver Figura 6.1). O crédito para a exportação de serviços de infraestrutura, em particular, o qual responde por apenas uma parcela limitada dos desembolsos do produto BNDES Exim, requer de fato que as empresas beneficiadas tenham realizado algum investimento direto no país de destino dos seus serviços e tenham condições de operar localmente. Esse investimento, contudo, não pode ser financiado pelo BNDES quando da aplicação do BNDES Exim na linha pós-embarque, pois nesse caso o banco aplica recursos apenas na aquisição de insumos produzidos no Brasil e no investimento em capital humano nacional para a prestação dos serviços no exterior.<sup>7</sup>

---

ROCHA, Danilo, Estado, empresariado e variedades de capitalismo no Brasil: política de internacionalização de empresas privadas no governo Lula, **Revista de Sociologia e Política**, v. 22, n. 51, p. 77–96, 2014. Ver Tabela 5.1, assim como a discussão empreendida sobre os produtos, linhas de financiamento e programas do Sistema BNDES na seção 5.1. do quinto capítulo, acima.

<sup>7</sup> **Livro verde: nossa história tal como ela é**, Rio de Janeiro: BNDES, 2017.



As operações de crédito à exportação no geral são parte de uma política pública mais estruturada, pela qual as solicitações de crédito das empresas brasileiras passam pela avaliação da CAMEX, seguida do COFIG,<sup>8</sup> e só após esse trâmite seguem para o financiamento pelo BNDES Exim, ou pelo PROEX, que é operado pelo Banco do Brasil.<sup>9</sup> No período de 2005-2014, mesmo período em que as linhas de financiamento para a internacionalização via IED operaram, o BNDES Exim pós-embarque desembolsou o valor nominal de aproximadamente 21,3 milhões de Reais, dos quais 9,2 milhões foram direcionados para projetos de infraestrutura no exterior.<sup>10</sup> Como a literatura disponível sobre o assunto pondera, o crédito para a exportação de serviços de infraestrutura é planejado por

<sup>8</sup> O COFIG foi criado em 2004 como o comitê operacional da CAMEX, composto durante os governos Lula, Rousseff e Temer: pelo Ministro-Chefe da Casa Civil; pelo Ministério da Fazenda, representado pela sua Secretaria de Assuntos Internacionais e pela Secretaria do Tesouro Nacional; pelo MRE; pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; e pelo MDIC. Ver Decreto n.º 4.993, de 18 de fevereiro de 2004, que cria o COFIG, na sua redação original.

<sup>9</sup> Ver as instituições e soluções de financiamento que fazem parte do apoio oficial do governo brasileiro à exportação em **Livro verde: nossa história tal como ela é**.

<sup>10</sup> Conforme estimativas da autora a partir das informações encontradas sobre a transparência do Sistema BNDES em relação às suas operações no seu website. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

cúpula de representantes do executivo federal e certamente impacta positivamente a performance de empresas multinacionais brasileiras no exterior, aumentando suas vendas internacionais, e o balanço de pagamentos nacional, já que o produto positivo das exportações tem impacto positivo na balança comercial e nas transações correntes.<sup>11</sup> Contudo, o BNDES Exim tem um impacto qualitativamente diferente comparado a uma política de apoio à internacionalização e não tem o condão de proporcionar o alívio financeiro que a estrutura de uma empresa multinacional demanda, já que os seus recursos só podem ser aplicados em insumos de origem brasileira, não podendo servir como capital de giro, capital para investimento em tecnologia no exterior ou capital para a aquisição de ativos como disponíveis no exterior.<sup>12</sup>

Representantes da cúpula da administração do BNDES compreendiam essa diferença qualitativa e buscavam formas mais efetivas de contribuir para aumentar a competitividade das empresas de controle brasileiro também na sua produção no exterior com uma linha de crédito para o IED. Em 2009, a avaliação dentro do banco era que o apoio à internacionalização poderia atingir mais empresas e, de forma a conferir uma gestão mais estratégica para o apoio a operações de IED e à exportação, no final desse ano foi criada uma Área Internacional. Sua primeira superintendente, Isabel Aboim, indicou em entrevista à imprensa que o principal objetivo de curto prazo da nova área do BNDES era aumentar as fontes estrangeiras na estrutura de capital do Sistema BNDES, por meio de captações feitas diretamente no exterior, para reservar tais recursos à aplicação em empréstimos e participações societárias conferidas a subsidiárias de empresas brasileiras diretamente em outros países.<sup>13</sup> Aboim esperava que essa estratégia reduzisse custos especialmente para o crédito para operações de IED.<sup>14</sup> Mas, pouco tempo depois da criação da Superintendência Internacional do BNDES, o volume de investimentos diretos no exterior pelas empresas brasileiras reduziu, o que possivelmente levou ao fim dos desembolsos para esse fim em 2014.<sup>15</sup> O Sistema BNDES deu encaminhamento ao projeto planejado para a Área Internacional e suas duas subsidiárias no exterior, em Montevideu e em Londres, continuam a levantar capital no mercado

---

<sup>11</sup> CASEIRO; MASIERO, OFDI promotion policies in emerging economies; ROCHA, Estado, empresariado e variedades de capitalismo no Brasil.

<sup>12</sup> Ver os esclarecimentos sobre o apoio do BNDES à exportação em **Livro verde: nossa história tal como ela é**.

<sup>13</sup> DURÃO, Vera Saavedra, BNDES quer financiar direto no exterior. , 8 jan. 2010, **Valor Econômico**, 2010.

<sup>14</sup> *Ibid.*

<sup>15</sup> Como demonstrado no levantamento descrito no Anexo I, o último desembolso do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas via IED ocorreu em 2014.

internacional, mas atualmente canalizam tais recursos exclusivamente para operações de exportação.<sup>16</sup>

Ao lado do apoio à internacionalização pela via do crédito do BNDES, a literatura aponta para um efeito positivo também da participação dos fundos de pensão de empresas estatais. Tais fundos, que são muitos, não têm por obrigação, como o Sistema BNDES, vincular seus investimentos a justificativas como a internacionalização de empresas. Ao aplicar os ativos sob sua gestão no mercado financeiro e de capitais, a missão principal dos fundos de pensão é, na verdade, maximizar o valor da poupança dos seus beneficiários.<sup>17</sup> Apesar disso, a literatura indica que em diferentes momentos da trajetória do Brasil os fundos de pensão de empresas estatais foram investidores institucionais influentes para servir propósitos governamentais.<sup>18</sup>

Fundos de pensão de empresas públicas e privadas são uma prática presente no contexto brasileiro desde o início do século XX, mesmo antes de despontar uma legislação sobre o assunto no país.<sup>19</sup> Os fundos de pensão de empresas estatais foram valorizados, em especial, durante o governo militar, na expectativa de que pudessem fomentar um mercado de financiamento voluntário no mercado de capitais brasileiro com sua disponibilidade de

---

<sup>16</sup> **Livro verde: nossa história tal como ela é.**

<sup>17</sup> O artigo 29, inciso III, da Lei Complementar n.º 109, de 29 de maio de 2001 (a qual dispõe sobre o regime de previdência complementar no Brasil) determina que o órgão regulador das entidades fechadas de previdência complementar deve estabelecer as condições que garantam aos seus beneficiários a transparência na aplicação dos seus recursos, a qual deve ter, de toda forma, foco na maximização de valor. A PREVIC, autarquia hoje ligada ao Ministério da Economia, que foi criada pela Lei n.º 12.154, de 23 de dezembro de 2009, é responsável pela supervisão e regulamentação das entidades fechadas de previdência complementar, categoria em que os fundos de pensão de empresas estatais e privadas se enquadram. Existiam, até dezembro de 2020, 300 entidades de previdência complementar atuando no Brasil, o que tornaria qualquer tentativa de observação qualitativa das suas atividades difícil, mesmo que tais entidades tivessem uma missão pública similar à do BNDES. A relação das entidades de previdência complementar autorizadas a operar no Brasil está disponível no website da PREVI. Disponível em:

<<http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1/relacao-da-efpc.xlsx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>18</sup> Ver OLIVEIRA, Giuliano Contente de; CIOFFI, Felipe; DE CONTI, Bruno, Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil: possibilidades e limites, **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, v. 28, n. 1(51), 2017; VELASCO JR, Licínio, Documento histórico: A privatização no Sistema BNDES - BNDES, **Revista do BNDES**, n. 33, p. 307–383, 2010.

<sup>19</sup> O estudo de Oliveira, Cioffi e De Conti sugere que o primeiro fundo de pensão criado no Brasil seria a Previ, constituída em 1904 sob a denominação “Caixa Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brazil”. Ver OLIVEIRA; CIOFFI; DE CONTI, Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil. O histórico da PREVI como disponível no seu website confirma sua fundação em 1904 sob a denominação indicada no estudo de Oliveira, Cioffi e De Conti. Disponível em: <<https://www.previ.com.br/portal-previ/a-previ/nossa-historia/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

capital.<sup>20</sup> Na sequência do governo militar, como foi discutido no terceiro capítulo, acima, os fundos de pensão tiveram papel chave na liquidez dos leilões de privatização.<sup>21</sup> Da mesma forma, amplas são as evidências sobre a tendência dos maiores fundos de pensão de empresas estatais, os quais têm sob sua gestão carteiras bilionárias, em alocar recursos financeiros em projetos governamentais<sup>22</sup> e no capital social de grandes empresas brasileiras, mesmo de forma dissociada das privatizações.<sup>23</sup> Em observação geral das entidades fechadas de previdência complementar fiscalizadas pela PREVIC, o estudo de Oliveira, Cioffi e De Conti mostra uma tendência de concentrar a aplicação da poupança dos seus beneficiários em instrumentos financeiros de renda fixa, os quais responderam por uma média de aproximadamente 60% da carteira de investimentos dessas entidades entre 2012 e 2014.<sup>24</sup> Contudo, feito um recorte nas 10 maiores entidades de previdência complementar em termos de volume de ativos geridos (ver Tabela 6.1), a participação dos instrumentos de renda fixa diminui e o investimento em renda variável e ativos alternativos aumenta.

---

<sup>20</sup> Ver discussão em *Ibid.*, p. 25.

<sup>21</sup> Ver discussão na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima.

<sup>22</sup> O estudo de Oliveira, Cioffi e De Conti pondera que os recursos alocados pela Previ, pelo Petros e pela Funcef em fundos de investimento em participações criados para compor o capital de sociedades de propósito específico voltadas a projetos de infraestrutura e energia no Brasil nos anos 2000 teria sido essencial para viabilizar financeiramente tais projetos públicos. Ver OLIVEIRA; CIOFFI; DE CONTI, Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil.

<sup>23</sup> Ver discussão na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima. Entre referências sobre a atuação dos fundos de pensão de empresas estatais nas privatizações, ver, especialmente, VELASCO JR, Documento histórico. Sobre a atuação dos fundos de pensão de empresas estatais como acionistas de grandes empresas privadas, ver, especialmente, LAZZARINI, Sergio G., **Capitalismo de Laços**, Edição: 3ª. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010; PARGENDLER, Mariana, Governing State Capitalism: The Case of Brazil, *in*: LIEBMAN, Benjamin L.; MILHAUPT, Curtis J. (Orgs.), **Regulating the Visible Hand?: The Institutional Implications of Chinese State Capitalism**, Oxford, New York: Oxford University Press, 2015.

<sup>24</sup> As estimativas do estudo mostram que os instrumentos de renda fixa concentraram 61,7% da carteira das entidades fechadas de previdência complementar em 2012, assim como 60,4% em 2013 e 64,2% em 2014. Ver OLIVEIRA; CIOFFI; DE CONTI, Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil.

**Tabela 6.1 Dez maiores entidades de previdência complementar por volume de ativos geridos em 2014**

<b>Entidade</b>	<b>Origem</b>	<b>Patrimônio gerido (em bilhões de Reais)</b>
Previ (Banco do Brasil)	Público	166,59
Petros (Petrobrás)	Público	68,17
Funcef (CEF)	Público	56,14
Fundação CESP (Estado de São Paulo)	Público	22,68
Fundação Itaú Unibanco	Privado	19,71
Valia (Vale)	Privado	17,90
Sistel (várias empresas de telecomunicações)	Público e Privado	14,59
Forluz (Cemig)	Público	12,54
BANESPrev (Santander)	Privado	11,84
Real Grandeza (Furnas e Eletronuclear)	Público	11,99

Elaborado pela autora.

Fonte: OLIVEIRA; CIOFFI; DE CONTI, Os fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil, 2017, p. 23.

Os ativos de renda variável incluem ações e outros títulos de renda variável e os ativos alternativos incluem outros investimentos que não são considerados nem renda fixa nem variável, como investimentos em cotas de fundos de investimento com foco em alocação de capital de risco em companhias fechadas; investimentos em imóveis e fundos imobiliários; bem como empréstimos livres e financiamento habitacional.<sup>25</sup> Em 2014, enquanto as demais entidades fechadas de previdência complementar tinham investido uma média de 7,8% da sua carteira em renda fixa e de 4,7% em ativos alternativos, os fundos de pensão listados na Tabela 6.1 tinham investido 18,2% da sua carteira em renda variável e 11,8% em ativos alternativos.<sup>26</sup> Como a renda variável é obtida com a subscrição de instrumentos financeiros emitidos no

<sup>25</sup> *Ibid.*

<sup>26</sup> *Ibid.*



mercado de capitais, entende-se que os 10 fundos de pensão listados na Tabela 6.1 são as entidades fechadas de previdência complementar que mais investem em ações e outros papéis emitidos por companhias abertas, as quais, por conseguirem arcar com os custos do mercado de capitais, tendem a ser empresas de grande porte.<sup>27</sup> Se os fundos de pensão de empresas estatais têm alguma influência sobre a internacionalização das empresas brasileiras, o esperado é que as entidades com influência sobre tal processo estejam entre as 10 entidades da Tabela 6.1, destacando-se a Previ, o Petros e a Funcef.<sup>28</sup>

Ao lado disso, delimitar o universo das empresas multinacionais brasileiras no período investigado nesta tese é essencial para compreender melhor como o BNDES e os fundos de pensão podem ter colaborado, para além da performance, com a estratégia de internacionalização das empresas brasileiras no período recente que abrange os governos do PT. Os economistas Hiratuka e Sarti exploraram em estudo de 2011 dados da CEPAL e do Banco Central do Brasil sobre aquisições internacionais empreendidas por empresas brasileiras com valores acima de 100 milhões de Dólares nos anos 2000.<sup>29</sup> Os achados dos autores apontam que o intenso fluxo de IED saído do Brasil no período, nos anos de maior pico, esteve concentrado em número limitado de empresas. Em 2004, a fusão da empresa brasileira Ambev com a empresa belga *Interbrew* demandou da Ambev um investimento de 4,5 bilhões de Dólares, que correspondeu à metade do fluxo de saída de IED do Brasil nesse ano. Já em 2005, a aquisição da empresa argentina *Loma Negra* por empreiteira brasileira do grupo Camargo Corrêa custou 1,025 bilhões de Dólares e correspondeu a 40% do volume total de IED que saiu do Brasil em tal ano. Em 2006, quando os fluxos de saída de IED do Brasil superaram os fluxos de entrada de capital para investimento direto no país pela primeira e única vez, as aquisições das empresas canadenses *Inco* e *Canico* pela Vale corresponderam a 67% do fluxo total de IED que saiu do Brasil. O valor final da aquisição da Inco chegou a 18,931 bilhões de

---

<sup>27</sup> Essa percepção é coerente com estudos sobre a estrutura de propriedade das grandes empresas brasileiras que apontam para os fundos de pensão de empresas estatais, notadamente Previ, Petros e Funcef, como investidores institucionais centrais, ao lado da BNDESPAR. Ver discussão na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima. Ver especialmente LAZZARINI, **Capitalismo de Laços**.

<sup>28</sup> O estudo de Oliveira, Cioffi e De Conti também sugere que esses três fundos de pensão, todos de empresas estatais, são os principais investidores em renda variável no universo das entidades fechadas de previdência complementar, assim como os principais investidores em projetos governamentais. Ver OLIVEIRA; CIOFFI; DE CONTI, Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil. Ver, no terceiro capítulo, acima, a nota 203, sobre a Previ; assim como a nota 204, sobre a Funcef; e a nota 205, sobre o Petros.

<sup>29</sup> HIRATUKA, Célio; SARTI, Fernando, Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente, **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-1610, 2011.

Reais e é a maior aquisição já realizada por uma empresa brasileira até hoje.<sup>30</sup> Em 2007, de forma parecida, a aquisição das empresas estadunidenses *Chaparral* e *Quanex* demandaram da Gerdau investimento de 5,432 bilhões de Reais, os quais, naquele ano, representaram 80% do fluxo total de IED que saiu do Brasil.

Essas e outras fusões e aquisições internacionais empreendidas por empresas brasileiras entre 2004 e 2009 estão resumidas no Anexo III. Fora a Ambev, a Camargo Corrêa, a Vale e a Gerdau, a lista do estudo de Hiratuka e Sarti inclui alguns grupos bancários brasileiros que fizeram aquisições internacionais<sup>31</sup> e poucas outras empresas industriais, algumas cujos nomes já foram mencionados no quinto capítulo, acima: a JBS; a Marfrig; a Magnesita Refratários; a Petrobrás; assim como a Votorantim, que atua em diversos segmentos, como será discutido adiante nesta seção. Fora duas das aquisições listadas, uma da JBS e outra da Marfrig, o crédito do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas não está presente nas demais operações que constam no Anexo III. E fora os grupos bancários que aparecem na lista, todas as demais multinacionais brasileiras do setor privado, atuantes no setor industrial, têm ou tiveram amplo acesso ao crédito do BNDES para outros fins, assim como à participação da BNDESPAR, e são ou foram também alvo de largas participações de fundos de pensão de empresas estatais.

Em relação à presença do grupo Camargo Corrêa na lista do Anexo III, a aquisição da *Loma Negra*, empresa do setor de cimentos, representou um investimento considerável da subsidiária de cimentos do grupo Camargo Corrêa.<sup>32</sup> O capital de giro para as operações de cimento do grupo no Brasil têm no BNDES, tradicionalmente, sua única fonte de capital.<sup>33</sup> Contudo, uma relação entre a influência do BNDES e a internacionalização das operações de cimento do grupo Camargo Corrêa se mostra improvável, assim como com uma influência dos fundos de pensão de empresas estatais, os quais não detêm aplicações financeiras identificáveis na documentação societária da Intercement Brasil S.A., denominação atual da subsidiária de cimentos do grupo.<sup>34</sup> O capital a ser investido da *Loma Negra* saiu do

---

<sup>30</sup> Ver valores no Anexo VI.

<sup>31</sup> Entre estes estão o Banco Itaú, a GP Investimentos e o Bradesco. Investigar a internacionalização dos grupos bancários brasileiros foge dos propósitos desta tese, já que as atividades dos bancos estão mais relacionadas à política monetária que à industrialização e à política industrial de um país. Ver Anexo III

<sup>32</sup> Ver CAMARGO CORRÊA CIMENTOS S.A., Fato Relevante de 19 de abril de 2005, 2005.

<sup>33</sup> Ver INTERCEMENT BRASIL S.A., Formulário de Referência, 2011.

<sup>34</sup> A denominação da companhia até 2005 era Camargo Corrêa Cimentos S.A. Ver *Ibid.*

caixa da Camargo Corrêa S.A., controladora da Intercement Brasil, e foi aplicado na criação de subsidiárias de participações nos Estados Unidos, as quais serviram para intermediar uma participação na *Loma Negra*.<sup>35</sup> Em relação às suas operações internacionais, a internacionalização da Intercement Brasil era até 2011 incipiente, tendo a empresa acumulado no exterior apenas os ativos adquiridos com a *Loma Negra* e não tendo sido até tal momento por esta reportadas receitas com vendas no exterior.<sup>36</sup>

Já na Vale, os canais societários de influência governamental sobre a companhia ao longo do período entre 2003 e 2012 foram consideráveis e podem ter operado sobre a sua internacionalização. Investidores institucionais ligados ao Estado detinham largas fatias do controle societário da Vale em 2006, quando da aquisição da *Inco* e da *Canico*, entre os quais estão a BNDESPAR, fundos de pensão de empresas estatais e uma *golden share* conferida à União ao mesmo tempo. Todos estes investidores institucionais ligados ao Estado possuem participação societária vinculada ao exercício de influência significativa na governança corporativa da Vale. A Tabela 6.2, abaixo, descreve os acionistas com influência significativa sobre o controle societário da companhia, que é listada na B3, no Brasil, e na NYSE, nos Estados Unidos.

**Tabela 6.2 Acionistas com mais de 5% das ações da Vale S.A. em 2006**

Vale S.A.	Acionista	Número de ações	Percentual na classe
<b>Ações ordinárias</b>			
	Valepar S.A	392.147.133	53,3
	BNDESPAR	50.289.430	6,8
	Administradores	41.161	-
<b>Ações preferenciais A</b>			
	Administradores	231.889	-
<b>Golden shares</b>			
	Tesouro Nacional	3	100

<sup>35</sup> Ver CAMARGO CORRÊA CIMENTOS S.A., Ata da Assembleia Geral Extraordinária Realizada em 30 de novembro de 2005.

<sup>36</sup> Ver INTERCEMENT BRASIL S.A., Formulário de Referência 2011. A administração da Intercement veio a cancelar o seu registro de companhia aberta, que existia desde 2004, em 2011. Ver INTERCEMENT BRASIL S.A., Ata da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 06 de julho de 2011.

Valepar S.A	Acionista	Número de ações	Percentual classe
	Litel Participações S.A	315.982.596	49
	Bradespar S.A	136.796.982	21,21
	Eletron S.A.	188.718	0,03
	Mitsui & Co. Ltd.	117.644.142	18,24
	BNDESPAR	74.250.000	11,51
	Total	644.862.438	100

Litel Participações S.A	Acionista	Número de ações	Percentual classe
	BB Carteira Ativa 0	202.753.508	73,59
	BB Carteira Ativa II	53.388.025	19,38
	BB Renda Fixa IV	19.371.990	7,03
	Others	822	
	Membros do conselho de administração e diretores como grupo	4	
	Total	275.514.349	100

Elaborado pela autora.

Fonte: COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Formulário 20-F, 2004.

A primeira parte da Tabela 6.2 mostra que a Valepar S.A detinha 53,3% das ações ordinárias da Vale em 2006 e, portanto, detinha seu controle societário. Essa parte inicial da tabela também mostra que existiam *golden shares* de propriedade do Tesouro Nacional naquele ano. A BNDESPAR detinha 6,8% das ações ordinárias da Vale diretamente em 2006, mas o que importa mesmo é sua participação indireta, por intermédio da sua participação na Valepar. Como a segunda parte da Tabela 6.2 mostra, a Valepar, a controladora da Vale, tinha como acionistas em 2006 a BNDESPAR e quatro outras sociedades de investimento: a Litel Participações S.A., a Bradespar S.A.; a Eletron S.A.; e a *Mitsui & Co. Ltd.*. A Bradespar é parte do grupo econômico do banco Bradesco e também é acionista da Eletron, junto do empresário brasileiro Daniel Dantas, que na verdade estava desinvestindo da sua participação

indireta na Vale naquele momento. A *Mitsui*, por sua vez, é a subsidiária no Brasil do grande e diversificado grupo econômico japonês de mesmo nome.<sup>37</sup>

Os acionistas da Litel estão listados na parte final da Tabela 6.2. Tanto o BB Carteira Ativa 0, como o BB Carteira Ativa II, e o BB Renda Fixa IV são fundos de investimento constituídos de acordo com a regulação da CVM. O BB Carteira Ativa 0 e o BB Renda Fixa IV eram em 2006 100% detidos pela Previ. Já o BB Carteira Ativa II era nesse ano 59,36% detido pela Funcef; 35,8% detido pelo Petros; e 4,84% detido pela Fundação CESP, fundo de pensão dos funcionários públicos do Estado de São Paulo.<sup>38</sup>

A Valepar é controlada conforme as regras de um acordo de acionistas imposto pelas regras de privatização da Vale. Considerando que a Valepar detém a maior parte das ações ordinárias da Vale e que os poderes conferidos ao governo pelas *golden shares* são limitados em comparação, as regras desse acordo de acionistas são mais importantes que as parcelas quantitativas de ações detidas por cada acionista da Valepar e da Vale para compreender o controle societário da companhia. Na governança corporativa da Vale “nos livros”, ou seja, nas regras do acordo de acionistas da Valepar, a influência dos atores ligados ao setor privado e dos atores ligados ao Estado brasileiro pesa o mesmo, o que abre oportunidade única de compreender como diferentes atores com conexões governamentais interagem com atores oriundos do setor privado na gestão da indústria no Brasil.<sup>39</sup>

Como já foi discutido no quinto capítulo, a JBS iniciou sua trajetória de internacionalização em 2007, com o apoio evidenciado do BNDES, por meio do seu crédito para a saída de IED do Brasil. Nesse mesmo ano, a JBS foi listada na hoje chamada B3, a bolsa de valores de São Paulo. De acordo com os documentos submetidos pela JBS à CVM por ter se tornado uma companhia aberta, em 2007, não apenas a BNDESPAR, mas também fundos de pensão de empresas estatais tinham influência significativa sobre a JBS naquele momento, por conta de participações minoritárias e de dois acordos de acionistas diferentes, um com a BNDESPAR e outro com o fundo de investimento em participações denominado

---

<sup>37</sup> Ver informações sobre o grupo de controle da Vale em COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2004.

<sup>38</sup> Mais informações sobre a Fundação CESP, que hoje funciona sob a denominação Vivest, estão disponíveis no seu website. Disponível em: <<https://www.vivest.com.br/site/paginas/home>>. Acesso em: 12 jan. 2021. Ver também informações sobre o grupo de controle da Vale em *Ibid.*

<sup>39</sup> Essa análise será aprofundada na seção 6.3, abaixo.

PROT (ver Tabela 6.3). A BNDESPAR detinha 13% do capital da JBS diretamente e podia vetar, por força do seu acordo de acionistas com os controladores, várias das decisões de investimento da companhia se entendesse que estas poderiam aumentar o risco financeiro da sua participação. Os fundos de pensão de empresas estatais Petros e Funcef; um investidor estrangeiro com nome social *Antigua Investments*; e a BNDESPAR detinham juntos as cotas do PROT, que poderia indicar dois dos membros do conselho de administração da JBS por conta do outro acordo de acionistas, não tendo poder de veto sobre decisões de investimento da empresa em nenhuma hipótese.<sup>40</sup>

**Table 6.3 Acionistas com mais de 5% das ações da JBS S.A. em 2007**

JBS S.A	Acionista	Número de ações	% ações	Parte de acordo de acionistas?
	ZMF Fundo de Investimento em Part.	87.903.348	6,11	Sim
	J. & F. Participações S.A.	632.781.603	44	Sim
	BNDES Participações S.A. - BNDESPAR	186.891.800	13	Sim
	PROT - Fundo de Invest. em Participações	205.365.101	14,28	Sim
	Other	37.140.300	2,58	
	Free float	287.996.774	20,03	
	Total	1.438.078.926	100	

PROT	Acionista	% cotas		
	Antigua Investments LLC	25		
	PETROS	25		
	FUNCEF	25		
	BNDESPAR	25		

Preparado pela autora.

Fonte: JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

<sup>40</sup> Esse é o quadro societário da JBS em 2007, que reflete a análise sobre a internacionalização da empresa como brevemente discutida na seção 5.1.2 do quinto capítulo e como voltará a ser tratada na seção 6.4, abaixo. Ver JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

A Gerdau, que é controlada pelo grupo familiar homônimo, também esteve exposta à participação acionária da BNDESPAR, embora de forma mais limitada. Quando a Gerdau adquiriu a *Quanex* e a *Chaparral Steel*, em 2007, a BNDESPAR detinha 7,23% das ações ordinárias e 1,51% das ações preferenciais da companhia (ver Tabela 6.4. abaixo). Essa participação societária não foi associada a um acordo de acionistas e não é suficiente para conferir à BNDESPAR influência significativa sobre a Gerdau.<sup>41</sup> A BNDESPAR, portanto, não detinha qualquer poder de veto no âmbito da governança da Gerdau, nem mesmo tinha naquele momento o direito de indicar um representante ao conselho de administração para fins de monitoramento. Ao lado disso, outros investidores institucionais ligados ao Estado, como os fundos de pensão, não parecem ter detido participação societária relevante na empresa ao longo dos anos 2000.<sup>42</sup> Com isso, cabe uma investigação mais aprofundada da governança da Gerdau em ação para compreender porque a BNDESPAR é sua acionista, verificar que atividade do Sistema BNDES ou da própria Gerdau pode ter originado essa participação, e aferir como essa participação pode ter ou não contribuído para a internacionalização da Gerdau.

---

<sup>41</sup> Para conseguir indicar diretamente um membro do conselho de administração da Gerdau a BNDESPAR precisaria deter ao menos 10% das ações ordinárias ou preferenciais da companhia. Com 10% das ações preferenciais, a subsidiária conseguiria nomear um conselheiro diretamente, assim como ocorreria se detivesse 15% das ações ordinárias. Com 10% das ações ordinárias, ainda, seria possível requerer a eleição dos membros do conselho de administração por voto múltiplo, o que aumentaria suas chances de ter um representante seu no conselho de administração, por ser sua participação minoritária, mas expressiva.

<sup>42</sup> Conforme consulta do documento IAN - Informações Anuais submetido pela Gerdau anualmente à CVM entre 1997 e 2007. A governança da Gerdau voltará a ser discutida na seção 6.3, abaixo.

**Tabela 6.4 Acionistas com mais de 5% das ações da Gerdau em 2007**

<b>Gerdau S.A</b>			
<b>Ações ordinárias</b>			
	<b>Acionista</b>	<b>Número de ações</b>	<b>% ações</b>
	Metalurgica Gerdau S.A	378.264	76,17
	BNDESPAR	35.917	7,23
	Other	1.698	0,35
	Free float	80.707	16,25
	Total	496.586	100
<b>Ações preferenciais</b>			
	<b>Acionista</b>	<b>Número de ações</b>	<b>% ações</b>
	Metalurgica Gerdau S.A	271.354	29,02
	BNDESPAR	14.162	1,51
	Other	9.274	0,99
	Free float	640.004	68,48
	Total	934.794	100

Elaborado pela autora.

Fonte: GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

Como na Gerdau, a BNDESPAR chegou a ter participação de portfólio na Ambev, a qual foi resultado da política do Sistema BNDES de realizar aquisições em ofertas públicas no mercado de capitais brasileiro e não significou um canal de influência societária.<sup>43</sup>

<sup>43</sup> Conforme a documentação do Sistema BNDES, entre 2011 e 2012 a BNDESPAR teve participação de, respectivamente, 0,12% e 0,5% do capital social da Ambev, não sendo possível aferir qual foi o momento em que a aquisição foi realizada. Em outro trabalho, a autora desta tese obteve em entrevista com o Superintendente da Área de Mercado de Capitais do BNDES, o Sr. Caio Melo, a informação de que a participação da BNDESPAR na Ambev foi adquirida em oferta pública de ações no mercado de capitais brasileiro. Em 2013, essa participação não apareceu mais na prestação de contas do Sistema BNDES sobre as participações acionárias da BNDESPAR e esse foi o mesmo ano em que o registro de companhia aberta da Companhia de Bebidas das Américas, nome social completo da Ambev, foi cancelado pelos seus acionistas controladores de então, por conta de uma reestruturação societária. Sobre a participação da BNDESPAR na Ambev entre 2011 e 2012, ver MARINHO, Sarah M. Matos, **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR**, Dissertação (Mestrado em Direito), Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2015.



Mas, em 2004, a Ambev era uma empresa bastante exposta ao BNDES por conta de empréstimos recebidos para financiar exportações e aquisições de insumos industriais, como máquinas e equipamentos. O Sistema BNDES concentrava quase todo o crédito que a Ambev havia acessado nos últimos anos em Real, no Brasil, sendo o restante da dívida consolidada da companhia toda captada com bancos estrangeiros.<sup>44</sup> A fusão da Ambev com a *Interbrew* realizada em 2004 representou uma reestruturação relevante no controle da Ambev, a qual era, até então, controlada pelos três empresários brasileiros Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto da Veiga Sicupira e Marcel Herrmann Telles, passando com a fusão a ser controlada por estes em conjunto com o grupo familiar belga que controla a *Interbrew*.<sup>45</sup> Várias sociedades de participação foram criadas para estruturar o controle conjunto do grupo *Interbrew* e dos acionistas controladores originais da Ambev, levando-os a dividir o controle que tinham unilateralmente sobre a Ambev no Brasil, assim como o controle que o grupo *Interbrew* tinha unilateralmente sobre suas várias subsidiárias na Europa, no Canadá e nos Estados Unidos.<sup>46</sup> A sede da Ambev continuou baseada em São Paulo e a administração da companhia indicou nas suas informações anuais de 2004 que qualquer mudança de controle que modificasse a sua sede seria contrária aos acordos de financiamento firmados com o BNDES.<sup>47</sup>

Contudo, a controladora última dessas sociedades de participação para o controle comum da Ambev acabou por ficar sediada na Bélgica, o que levou à reação de Carlos Lessa, o presidente do BNDES na época. Lessa interpretou a opção de basear o controle societário da Ambev fora do Brasil como um ato de traição dos seus controladores, que estavam, na sua opinião, desnacionalizando a governança da companhia.<sup>48</sup> A operação, de toda forma, era lícita diante da manutenção das operações e da sede da Ambev no Brasil e seguiu

---

<sup>44</sup> Conforme estimativas da autora com base nas informações anuais da Ambev, ao final de 2003, apenas 13,3% da dívida da Ambev havia sido levantada no Brasil, assim como apenas aproximadamente 16% da dívida de longo prazo. Assim, a Ambev se valia sobretudo de dívida estrangeira para financiar suas atividades, fosse tal dívida levantada com bancos ou no mercado de capitais, já que, em 2004, a companhia era listada na Bovespa, no Brasil, e na NYSE, nos Estados Unidos. Ver COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS - AMBEV, Formulário 20-F - Relatório Anual de Acordo com o art. 13 ou 15(d) do Securities Exchange Act de 1934 relativo ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2004.

<sup>45</sup> *Ibid.*

<sup>46</sup> *Ibid.*

<sup>47</sup> *Ibid.*

<sup>48</sup> Conforme a matéria publicada por Pedro Soares, “Lessa disse temer que grandes grupos nacionais “copiem” o modelo de internacionalização da AmBev, que trocou ações com a belga *Interbrew* e participará do capital de uma nova empresa, sediada na Bélgica. Disse que ao menos oito conglomerados nacionais têm porte para fazer negócios desse tipo e que tem informações de alguns interessados em se associar a estrangeiros. Ele não revelou nomes.”. Ver SOARES, Pedro, Polêmica: Lessa critica AmBev e ex - dirigentes do BNDES, **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 2004.

sem mais problemas diante das obrigações com o BNDES. As declarações de Lessa acabaram, na realidade, por gerar mais efeito na sua própria reputação como presidente do BNDES do que nas atividades da Ambev, já que ele seria demitido do BNDES naquele mesmo ano, pela percepção de que sua gestão não estava de acordo com o melhor interesse da indústria brasileira e da crescente resistência do corpo técnico do BNDES aos seus direcionamentos, que eram contrários a temas como a internacionalização e o apoio ao mercado de capitais brasileiro por meio das operações da BNDESPAR.<sup>49</sup>

Carlos Lessa foi o primeiro presidente indicado por Lula para o BNDES e serviu o banco em tal posto entre janeiro de 2003 e outubro de 2004.<sup>50</sup> As visões de Lessa em relação ao BNDES, à política industrial que o governo Lula deveria adotar e à política monetária brasileira contribuíram para que esse período fosse conturbado. Lessa era economista de formação e atuou como docente e intelectual acadêmico, sendo seu pensamento sobre política econômica afinado com a visão desenvolvimentista.<sup>51</sup> Ele assumiu o cargo de presidente do BNDES logo após os governos FHC, durante os quais a influência governamental sobre as atividades do Sistema BNDES se concentraram no papel exercido nas privatizações.<sup>52</sup> Durante os anos 1990, o BNDES havia sido presidido por economistas afinados com visões ortodoxas sobre a economia e foi nesse período que as atividades da

---

<sup>49</sup> Os direcionamentos de Lessa enquanto presidente do BNDES e as declarações dadas por ele em entrevistas sobre o papel do banco e do governo em relação ao setor industrial brasileiro foram objeto de polêmicas constantemente relatadas na imprensa entre 2003 e 2004. Em entrevista à revista *Piauí* em 2010, vários anos depois da sua passagem pelo BNDES, o próprio Lessa afirmou ter contado 74 notícias diferentes da imprensa especulando sobre sua demissão, a qual os jornalistas teriam acertado que ocorreria exatamente na septuagésima quarta vez. Ver DIEGUEZ, Consuelo, *O desenvolvimentista*, **revista piauí**, 49. ed., 2010. Lessa faleceu em 2020 após contrair COVID-19. Ver *Morre o economista Carlos Lessa, ex-reitor da UFRJ e ex-presidente do BNDES*, **G1 Rio**, 2020.

<sup>50</sup> O artigo 12, inciso II, alínea a, da Lei n.º 1.628, de 20 de junho de 1952, determina que o Presidente da República nomeia o presidente do BNDES, o qual tem a prerrogativa de escolher seu vice-presidente, os diretores e superintendentes do banco conforme a mesma lei. A galeria de presidentes do BNDES, junto da informação sobre a duração dos seus mandatos, está disponível no website do banco. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/nossa-historia/galeria-presidentes>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>51</sup> Lessa atuou como docente na CEPAL, na Unicamp e na UFRJ, para a qual foi contratado como docente mediante concurso público em 1978. Entre suas obras de destaque, que se volta principalmente para o desenvolvimentismo entre meados do século XX e o período da ditadura militar, estão LESSA, Carlos, **Quinze anos de política econômica**, [s.l.]: Brasiliense, 1975; LESSA, Carlos, **A Estratégia De Desenvolvimento, 1974/76: Sonho E Fracasso**, Campinas: Universidade Estadual De Campinas, Instituto De Economia, 1998.

<sup>52</sup> Ver discussão na seção 3.2 do terceiro capítulo.

BNDESPAR como investidora institucional no mercado de capitais brasileiro se tornaram mais sofisticadas.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Ver discussão sobre a expansão da BNDESPAR como uma investidora institucional no mercado de capitais na seção 3.2 do terceiro capítulo e na seção 5.1 do quinto capítulo. Conforme informações obtidas no website do BNDES com a galeria dos presidentes que já passaram pelo banco, entre 1994 e 2002, durante os governos FHC, ocuparam tal posto Pêrsio Arida (1993-1995), Edmar Lisboa Bacha (1995-1995), Luiz Carlos Mendonça de Barros (1995-1998), André Pinheiro de Lara Resende (1998-1998), José Pio Borges de Castro Filho (1998-1999), Andrea Sandro Calabi (1999-2000), Francisco Roberto André Gros (2000-2002), Eleazar de Carvalho Filho (2002-2003). Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/nossa-historia/galeria-presidentes>>. Acesso em: 12 jan. 2021. Entre estes, Arida, Bacha, Barros, Resende e Pio têm formação acadêmica e trajetórias distintas, mas enquanto presidentes do BNDES foram todos promotores do papel do banco nas privatizações e do seu esvaziamento como fonte central de crédito para a indústria brasileira, ainda que nesse período tenha sido estruturado o apoio a pequenas e médias empresas, com destaque para a gestão de Barros nesse ponto. Depois que Resende e Pio vieram a pedir demissão em episódios subsequentes de suspeita de favorecimento a concorrentes nos leilões de privatização do setor de telecomunicações, a nomeação de Calabi foi acolhida na imprensa como uma vitória desenvolvimentista. Calabi viria de fato a revalorizar as atividades de financiamento do BNDES, sobretudo para os setores exportadores, mas sua passagem pela presidência do BNDES acabou por ser rápida, por considerar o então chefe da pasta do MDIC, Alcides Tápias, que Calabi era insubordinado e independente em excesso, não levando operações relevantes à consulta prévia pelo ministério. Calabi pediu demissão no ano 2000, sendo substituído por Gros, que tinha visões monetaristas bem estabelecidas e redirecionou o foco do BNDES para as privatizações do setor elétrico. A gestão de Eleazar de Carvalho Filho foi uma continuação da gestão anterior, já que este havia sido nomeado pelo próprio Gros primeiramente como Superintendente de Mercado de Capitais, assumindo a presidência do BNDES após o pedido de demissão de Gros para assumir a presidência da Petrobrás. Ver BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; LEMOS, Renato; PINHEIRO, Luciana, **Pêrsio Arida**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/arida-persio>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do *et al*, **Edmar Lisboa Bacha**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/edmar-lisboa-bacha>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **Luís Carlos Mendonça de Barros**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/luis-carlos-mendonca-de-barros>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **RESENDE, André Lara**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/resende-andre-lara>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **José Pio Borges de Castro Filho**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/jose-pio-borges-de-castro-filho>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; BURLAMAQUI, Patricia, **CALABI, Andrea**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/calabi-andrea>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; LOPES, Gustavo; MORAES, Glória, **François Robert André Gros**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/francois-robot-andre-gros>>, acesso em: 12 jan. 2021; BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; BURLAMAQUI, Patricia, **CARVALHO FILHO, Eleazar de**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/carvalho-filho-eleazar-de>>, acesso em: 12 jan. 2021.

Ao assumir seu posto, Lessa entendeu que precisaria empreender uma reorganização ampla no BNDES, de forma a redirecionar os empréstimos concedidos pelo banco para projetos que integrassem uma estratégia planejada de política industrial. Na sua visão, o BNDES tinha se tornado um banco de investimento comum, que empresta barato a grandes empresas sem planejamento estratégico em relação ao desenvolvimento do país. De forma a corrigir a rota das atividades do banco, ele mudou os ocupantes da cúpula de todas as diretorias e superintendências do Sistema BNDES, as quais são divididas tematicamente e decidem sobre os desembolsos a empresas de forma colegiada, após avaliação técnica.<sup>54</sup> Lessa também promoveu novos concursos públicos para reverter a tendência de enxugamento da presença do BNDES nos anos 1990, levando o corpo de funcionários do Sistema BNDES de 1.600 para 2.250 funcionários. Para Lessa, o BNDES estava “coalhado de tucanos e gente favorável à privatização”,<sup>55</sup> pessoas com as quais ele não poderia pôr em prática sua ambição de voltar os empréstimos do banco para a promoção de setores exportadores e que pudessem promover tanto a competitividade do Brasil na divisão internacional do trabalho, quanto o desenvolvimento econômico com a geração de emprego local.<sup>56</sup>

Além das mudanças promovidas dentro do BNDES, que geraram descontentamentos entre os funcionários do banco, Lessa também acumulou opositores entre o empresariado e nos ministérios do primeiro governo Lula. Para as empresas, ele determinou que metas de crescimento, geração de emprego e investimento em inovação deveriam ser apresentadas para a avaliação de crédito, que tradicionalmente só considerava critérios de risco e retorno financeiro típicos da análise de bancos privados. Isso gerou atrasos em desembolsos esperados por empresas, o que levou a um conflito com Guido Mantega, então Ministro do Planejamento, para o qual o empresariado demonstrou queixas relativas aos processos do

---

<sup>54</sup> Cada presidente do BNDES pode definir como vai organizar tematicamente e compor os cargos de cúpula das diretorias e das superintendências. Atualmente, o Sistema BNDES conta com nove diretorias: a Diretoria de Operações; a Diretoria de Pessoas e Cultura; a Diretoria de Finanças; a Diretoria de Participações, Mercado de Capitais e Crédito Indireto; a Diretoria de Infraestrutura, Concessões e PPPs; a Diretoria Jurídica; a Diretoria de Privatizações; a Diretoria de Crédito e Garantias; a Diretoria de Compliance e Riscos. Para cada diretoria há igualmente uma área específica do Sistema BNDES, a qual é gerida por um superintendente. Essa organização atual está disponível no website do BNDES. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/quem-e-quem>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>55</sup> Conforme declaração concedida em entrevista à jornalista Consuelo Dieguez. Ver DIEGUEZ, O desenvolvimentista.

<sup>56</sup> Informações obtidas a partir da entrevista concedida por Lessa à Revista Piauí em 2010. Ver *Ibid.*

BNDES.<sup>57</sup> Os embates mais constantes de Lessa eram dirigidos, de todo modo, a outros três ministros do primeiro governo Lula: Antonio Palocci, Luiz Fernando Furlan e Henrique Meirelles. Lessa tinha divergências com a política monetarista de ajuste fiscal e juros altos, a qual criticava constantemente na imprensa, em declarações críticas direcionadas diretamente a Palocci, na qualidade de chefe da pasta do Ministério da Fazenda, e a Meirelles, que era presidente do Banco Central.<sup>58</sup>

Já os embates com Furlan, que era chefe da pasta do MDIC, diziam respeito às escolhas de Lessa para o próprio BNDES. Matérias da imprensa relatam que Lessa nunca teria tido simpatia por Furlan, que era um representante da ala do empresariado no governo e que transitava com conforto entre as visões monetaristas e de integração competitiva em relação à política econômica brasileira.<sup>59</sup> A relação dos dois teria se deteriorado permanentemente quando, em 2003, Lessa resolveu exercer o direito de preferência da BNDESPAR para adquirir ações de controle da Vale postas à venda pelo fundo de pensão dos funcionários da Companhia, o Valia, as quais seriam destinadas à sócia japonesa da Vale, a *Mitsui*. Lessa explicou sobre o risco de que o controle societário da Vale acabasse completamente detido por uma empresa estrangeira e que estudos realizados por equipe técnica no BNDES apontavam o aumento da participação da BNDESPAR na Vale como uma operação mais alinhada com o planejamento estratégico do banco sob sua gestão do que as participações que a subsidiária detinha em outras empresas sem o mesmo potencial e que poderiam ser facilmente alienadas no mercado de capitais. Seguindo tal lógica, em operações encomendadas por Lessa e não informadas ao MDIC, a BNDESPAR alienou participação então detida na Votorantim e com os recursos levantados adquiriu uma fatia maior do capital de controle da Vale em 2003.<sup>60</sup>

---

<sup>57</sup> O conflito com Mantega era inesperado por ser ele também adepto a uma visão mais desenvolvimentista sobre a política econômica. Apesar de ter ensaiado uma rota de colisão com a ala monetarista do primeiro governo Lula, contudo, Mantega teria encontrado caminhos de convivência com os economistas mais ortodoxos para viabilizar politicamente sua manutenção no governo. Ver a matéria de Kennedy Alencar e Marta Salomon sobre o assunto no contexto da demissão de Lessa, ALENCAR, Kennedy; SALOMON, Marta, Lessa é demitido do BNDES; Mantega assume, **Folha de S. Paulo**, 2004.

<sup>58</sup> Lessa criticava Palocci desde que este vetou um aporte de recursos do Tesouro Nacional para o BNDES que Lessa havia solicitado em 2003. Ver BARROS, Guilherme, Rota de colisão: Após divergência, Palocci e Lessa se reúnem. Em relação a Meirelles, a imprensa relata ter sido este o alvo mais recorrente às críticas de Lessa, que chamava a política monetária brasileira de um verdadeiro pesadelo. Ver ALENCAR; SALOMON, Lessa é demitido do BNDES; Mantega assume.

<sup>59</sup> Furlan era também no primeiro governo Lula um dos acionistas controladores da empresa do setor de alimentos Sadia, sendo por isso chamado de “frangueiro” por Lessa. Ver DIEGUEZ, O desenvolvimentista. Ver também ALENCAR; SALOMON, Lessa é demitido do BNDES; Mantega assume.

<sup>60</sup> Lessa narra e explica tais acontecimentos em entrevista concedida à jornalista Consuelo Dieguez. Ele explica, inclusive, que tentou exercer o direito de preferência da BNDESPAR na primeira vez que a Vale realizou oferta

Com o relato de Lessa, fica claro que a Votorantim S.A. teve participação da BNDESPAR por um período que durou até 2003, quando foi liquidada. A Votorantim S.A é uma companhia fechada, então não foi possível traçar uma linha do tempo através dela para compreender como os financiamentos do Sistema BNDES podem ter incidido sobre o seu grupo econômico. O grupo Votorantim tem participações em setores diversos, com destaque para os setores de cimento, papel e celulose, metalurgia, agronegócio, química, finanças e energia, e o Anexo III indica que as grandes aquisições realizadas pelo grupo nos anos 2000 se deram nos setores de mineração e metalurgia, tendo ocorrido entre 2007 e 2008. Nesse momento, é possível que o Sistema BNDES estivesse se tornando cada vez menos relevante como uma fonte de capital para o grupo Votorantim, que podia contar com um braço financeiro,<sup>61</sup> a Votorantim Finanças S.A., com a finalidade, entre outras, de apoiar o financiamento das aquisições de outras empresas do seu grupo econômico no exterior.<sup>62</sup>

Em relação à passagem de Lessa pelo BNDES, os desentendimentos com outros ministros relevantes para a imagem de estabilidade econômica que o governo Lula pretendia comunicar à sociedade levaram à sua demissão em novembro de 2004.<sup>63</sup> Mantega assumiu a presidência do BNDES logo em seguida e permaneceu no cargo até 2006, quando saiu para assumir a pasta do Ministério da Fazenda.<sup>64</sup> Demian Fiocca, que era o vice-presidente de Mantega, assumiu a presidência do banco por pouco mais de um ano entre 2006 e 2007, até a indicação de Luciano Coutinho para o cargo, no qual este permaneceria por nove anos, até 2016. Coutinho foi uma indicação do então chefe do MDIC, Miguel Jorge, e foi recebido pela imprensa em 2007 como um presidente que daria ao BNDES “a cara do PAC”.<sup>65</sup>

---

de ações para aquisição pela Mitsui, mas que após a comunicação ao MDIC Furlan vetou a operação. Na segunda oferta da Vale destinada à aquisição pela Mitsui, a BNDESPAR exerceu seu direito de preferência sem comunicação prévia ao MDIC. Ver DIEGUEZ, O desenvolvimentista. O aumento da participação da BNDESPAR na Vale, de todo modo, teria desagradado o próprio ex-presidente Lula, que não queria no seu primeiro ano de governo passar a impressão de que re-estatizaria a Companhia. ALENCAR; SALOMON, Lessa é demitido do BNDES; Mantega assume.

<sup>61</sup> No seu relatório anual de 2020, a Votorantim S.A. indicou que, em 2019, o Sistema BNDES respondia por apenas 4% da dívida consolidada do seu grupo econômico. Ver VOTORANTIM S.A., Relatório Anual, 2020.

<sup>62</sup> Ver VOTORANTIM FINANÇAS S.A., Formulário de Referência, 2010.

<sup>63</sup> ALENCAR; SALOMON, Lessa é demitido do BNDES; Mantega assume.

<sup>64</sup> Palocci pediu afastamento do cargo em março de 2006 por conta do impacto de denúncias de corrupção relativas ao período em que foi prefeito de Ribeirão Preto sobre a sua imagem pública. Palocci pede afastamento da Fazenda após quebra do sigilo de caseiro, **Folha de S. Paulo**, 2006.

<sup>65</sup> OLIVEIRA, Eliane; MELO, Liana, Um desenvolvimentista no BNDES, **O Globo**, 2007.

Coutinho tinha de fato um perfil desenvolvimentista, mas nos espectros entre as visões monetarista, novo desenvolvimentista e de integração competitiva, seu trabalho acadêmico tinha mais afinidade com esta última.<sup>66</sup> Ele foi mais pragmático que Lessa ao assumir a presidência do BNDES. Ao entender que o país estava prestes a entrar em ciclo de crescimento econômico intenso e que o BNDES pela primeira vez em décadas receberia mais pedidos de financiamento elegíveis que sua disponibilidade de capital, Coutinho manteve toda a administração do banco como entregue por Fiocca, com exceção do seu vice-presidente, cargo para o qual indicou seu parceiro acadêmico de longa data, João Carlos Ferraz.<sup>67</sup> Seu objetivo com isso era garantir que não ocorreriam atrasos nos desembolsos aprovados pelo banco em relação ao cronograma dos projetos a receber financiamento.<sup>68</sup>

Por compreender que a expansão da economia nacional ocorreria transversalmente, a gestão de Coutinho representou o crescimento dos desembolsos do Sistema BNDES em diferentes frentes, incluindo o apoio a pequenas e médias empresas, empresas inovadoras, ao setor de infraestrutura, aos estados e municípios, entre outras frentes. No tocante à abordagem a ser dada para grandes empresas, Coutinho tinha uma visão divergente de Lessa, considerando que a inserção global das empresas brasileiras mediante as competências por estas já conquistadas seria recomendável, e foi a partir dessa percepção que a Área Internacional do BNDES foi criada durante a gestão de Coutinho.<sup>69</sup> Nesse sentido, em trabalho acadêmico publicado com coautores em 2012 sobre o potencial de competitividade da indústria brasileira, ele avaliava existirem empresas no Brasil com porte suficiente para a internacionalização via produção no exterior em variados setores industriais, incluindo aeronáutica; óleo, gás e petroquímica; bioetanol; proteína animal; mineração; metalurgia e siderurgia; energias renováveis; e papel e celulose.<sup>70</sup>

---

<sup>66</sup> Sobre a discussão das visões monetaristas, do novo desenvolvimentismo e da integração competitiva relativamente ao desenvolvimento no contexto brasileiro, ver a seção 5.1 do quinto capítulo. O estudo de Coutinho e João Carlos Ferraz sobre o potencial de crescimento da indústria brasileira, publicado em 1994, tem bastante afinidade com a visão da integração competitiva para a economia brasileira. Ver COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos, **Estudo da competitividade da indústria brasileira**, Campinas: Papirus Campinas, 1994.

<sup>67</sup> Coutinho explicou suas escolhas para a equipe do BNDES quando da sua nomeação em entrevista concedida à jornalista Consuelo Dieguez. Ver DIEGUEZ, O desenvolvimentista.

<sup>68</sup> *Ibid.*

<sup>69</sup> Ver a nota 13, acima, e o texto que esta acompanha.

<sup>70</sup> COUTINHO, Luciano *et al*, Industrial policy and economic transformation, in: **The Oxford Handbook of Latin American Political Economy**, New York: Oxford University Press, 2012, p. 101–129.

Como sugere a análise dos desembolsos do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas empreendida no quinto capítulo, nem todos esses setores receberam apoio do banco para a finalidade de realizar operações de IED. Da mesma forma, empresas de outros setores foram apoiadas para essa finalidade.<sup>71</sup> Mas a presença do BNDES no universo das grandes empresas brasileiras, assim como dos fundos de pensão de empresas estatais, aparece como algo transversal. No tocante à influência do Sistema BNDES, esta pode estar presente na governança de uma empresa por motivos variados e específicos, mas tende a incidir no longo prazo e pode significar, a depender da gestão do banco, um veículo para intervir em estratégias empresariais que extrapolem os motivos da influência estabelecida originalmente.

O perfil observado para os presidentes que passaram pelo BNDES durante os governos Lula e Rousseff adiantam algumas evidências sobre o potencial de uso da influência que o banco detém sobre as empresas e, conseqüentemente, sobre suas estratégias de internacionalização. Lessa tinha um perfil desenvolvimentista voltado para a intervenção e queria influenciar não apenas a composição de setores na carteira do Sistema BNDES, mas também as escolhas das empresas financiadas. Suas críticas ao projeto de internacionalização da Ambev, de toda forma, foram em vão. Coutinho, ao contrário de Lessa, demonstrou um perfil desenvolvimentista pela integração competitiva, que procura dar prioridade à estratégia traçada pelas próprias empresas. Supondo que a companhia realmente tinha o potencial indicado por seu controlador, é possível, por exemplo, que o pedido de financiamento para o ingresso no mercado de capitais e internacionalização negado para o grupo Independência em 2003, na gestão de Lessa, tivesse sido aprovado e exitoso se feito um pouco antes do segundo pedido, de 2007, mas já na gestão de Coutinho.<sup>72</sup>

### 6.1.1 Seleção dos casos

Conferir um sentido aos dados disponíveis sobre os fluxos e estoques de IED mundiais para os fins desta tese não foi tarefa fácil. Existem diversas fontes secundárias que avaliam o desempenho das empresas multinacionais no Brasil e no exterior. Considerando os

---

<sup>71</sup> Ver especialmente seção 5.1 do quinto capítulo.

<sup>72</sup> A discussão sobre a relação do grupo Independência com o Sistema BNDES é discutida detalhadamente no tópico 5.1.1 do quinto capítulo, acima.



propósitos da pesquisa, no entanto, a melhor fonte para identificar uma população de empresas multinacionais brasileiras com trajetória ascendente de investimentos nos anos 2000 foram os relatórios WIR da UNCTAD. Nessa série de relatórios, a UNCTAD mapeia tendências nos fluxos globais de IED e lista as maiores empresas multinacionais do mundo em dois rankings diferentes, um que contém apenas empresas sediadas em países em desenvolvimento, e um outro que lista as maiores multinacionais do mundo considerando empresas sediadas tanto em países desenvolvidos quanto em países em desenvolvimento. Em ambos os rankings, a UNCTAD lista as maiores empresas multinacionais do mundo em volume de ativos no exterior.<sup>73</sup>

O trabalho realizado pela UNCTAD nos relatórios WIR está intimamente conectado à literatura de negócios internacionais, já que, ao longo dos anos, economistas ligados a essa literatura dominaram o corpo técnico da UNCTAD responsável pelas análises anuais publicadas no WIR.<sup>74</sup> Baseada no conhecimento acumulado na literatura de negócios internacionais sobre a performance das empresas multinacionais, a UNCTAD tem calculado também um índice de transnacionalidade para comparar as empresas multinacionais desde 1994, o qual considera as médias dos seus ativos totais em relação aos ativos no exterior; dos seus empregados totais em relação aos empregados no exterior; e das suas vendas totais em relação às vendas no exterior.<sup>75</sup> A UNCTAD utiliza questionários respondidos pelos governos e dados abertos dos seus bancos centrais para obter informações sobre os fluxos e estoques de IED por país, assim como questionários com funcionários de empresas multinacionais e dados públicos de empresas multinacionais que são listadas em bolsas de valores para obter quantitativos sobre seus ativos, recursos humanos e vendas. Esse índice acabou mais popular do que os rankings de multinacionais divulgados na série WIR, já que ele representa uma informação relevante para os países receptores adiantarem o impacto que fluxos de IED podem representar em termos de investimento, emprego e receitas por setor.<sup>76</sup> Talvez por isso, após

---

<sup>73</sup> O primeiro relatório da série WIR foi publicado em 1991. Ver **World Investment Report 1991**, Geneva: United Nations Publication, 1991.

<sup>74</sup> Para dar vazão à atividade acadêmica dos seus profissionais, a UNCTAD mantém uma publicação orientada para a pesquisa, o *Transnational Corporations Journal*. Mais informações sobre essa publicação podem ser encontradas no website da UNCTAD. Disponível em: ><https://unctad.org/Topic/Investment/Transnational-Corporations-Journal>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>75</sup> **World Investment Report 1994**, Geneva: United Nations Publication, 1994.

<sup>76</sup> A produção de conhecimento sobre IED em fontes brasileiras tem priorizado analisar a saída de IED do país a partir do índice de transnacionalidade, o que prejudicou a compreensão da trajetória recente de investimentos no exterior de empresas brasileiras em termos de novos investimentos. Desde 2006, por exemplo, o instituto de

2007, a UNCTAD passou a não produzir rankings de empresas multinacionais sediadas em países em desenvolvimento todos os anos, embora tenha continuado a publicar o relatório WIR anualmente.

Os rankings das maiores empresas multinacionais de países em desenvolvimento são uma fonte apropriada para selecionar casos para esta pesquisa mesmo assim. Esse é o caso porque, entre ativos, recursos humanos e vendas no exterior, o primeiro critério é o que captura melhor a expansão via novos investimentos de uma empresa em anos subsequentes. Assim, comparando apenas o volume de ativos no exterior de uma empresa em anos subsequentes, é possível compreender se tais ativos consistem em investimentos novos, em um primeiro passo, para, em um segundo passo, investigar como foi tomada a decisão corporativa de realizar novos investimentos no exterior. Nos rankings de empresas multinacionais nos relatórios WIR, a UNCTAD usa o volume absoluto de ativos no exterior exatamente para comparar essas empresas dado seu tamanho independentemente das atividades que elas desempenham.<sup>77</sup>

Uma revisão dos rankings das maiores multinacionais de países em desenvolvimento nos relatórios WIR ano após ano, portanto, é capaz de informar sobre o crescimento ou diminuição dos ativos internacionais de uma empresa, por conta de novos investimentos ou desinvestimentos no exterior, respectivamente. Para esta pesquisa, foram catalogadas todas as empresas brasileiras que apareciam nos rankings de 2003 em diante. A

---

pesquisa brasileiro FDC publica um relatório anual com um ranking das 40 maiores empresas multinacionais brasileiras. Contudo, como a FDC lista as empresas considerando o índice final calculado a partir de todas as variáveis que o índice de transnacionalidade inclui, as empresas nas listas do ranking anual da FDC mudam bastante ano a ano. Somado a isso, a FDC não divulga quantitativos desagregados para cada variável do índice de transnacionalidade, dificultando o uso dos seus dados como base para esta pesquisa, que demanda uma compreensão do volume de ativos das empresas da amostra de um ano para o outro para selecionar casos. Para ilustrar a volatilidade dos rankings da FDC, veja-se o caso da Vale: a empresa esteve no topo da lista em 2006, 2007 e 2008, caindo para a quarta posição em 2009 e para a sétima em 2010. Contudo, por conta do crescimento contínuo dos seus ativos no exterior por meio de novas operações de IED ao longo desses anos, a Vale tornou-se a única empresa brasileira a ingressar no ranking geral das maiores empresas multinacionais dos relatórios WIR da UNCTAD também em 2010. Em tal ano, a JBS, que estava fora da lista em 2009 e ainda não aparecia no ranking da UNCTAD, liderou a lista das 40 maiores multinacionais brasileiras, como calculado pela FDC. O repositório de relatórios anuais da FDC com as 40 maiores multinacionais brasileiras está disponível no seu website. Disponível em: <<https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>77</sup> Em relação ao ranking das maiores empresas multinacionais sediadas em países em desenvolvimento, a UNCTAD listava as 50 maiores até 2005, começando a listar as 100 maiores, como faz para as multinacionais sediadas em países desenvolvidos, em 2006. Isso ocorreu porque, a partir de 2004, os estoques de investimento das empresas multinacionais de países emergentes aumentaram consideravelmente. Ver **World Investment Report 2004**, Geneva: United Nations Publication, 2004; **World Investment Report 2006**, Geneva: United Nations Publication, 2006.

lista das maiores empresas multinacionais de países em desenvolvimento foi escolhida ao invés da lista geral das maiores multinacionais do mundo porque o Brasil é classificado como um país em desenvolvimento e uma empresa multinacional precisa deter volume muito inferior de ativos para ingressar na primeira lista.<sup>78</sup> A percepção, ao tomar-se esta decisão, foi de que a lista de empresas resultante se aproxima de uma verdadeira população de multinacionais brasileiras com trajetórias ascendentes de investimento no exterior entre 2003 e 2012, apesar de, como resultado, terem sido obtidas apenas seis empresas.

Nos rankings de empresas multinacionais de países em desenvolvimento relativos a anos entre 2002 e 2009, apenas três empresas brasileiras estavam presentes: a Petrobrás, a Vale e a Gerdau. Considerando que não houveram rankings de multinacionais de países em desenvolvimento publicados relativamente a 2008, 2010 e 2011, a exploração foi estendida para o próximo ranking dos relatórios da série WIR da UNCTAD, com dados relativos ao ano de 2012, em que outras duas empresas brasileiras aparecem, a Embraer e a JBS. Após isso, um novo ranking listando empresas multinacionais de países em desenvolvimento foi publicado apenas em 2019, com dados relativos a 2017. Essa lista exclui a Embraer e inclui a empresa de alimentos BRF S.A. (ver Tabela 6.5).

---

<sup>78</sup> Considerando ser os estoques de IED de empresas sediadas em países desenvolvidos muito superiores aos estoques de IED de empresas sediadas em países em desenvolvimento, existe a possibilidade de as empresas brasileiras presentes no último ranking entre 2004 e 2012 representarem uma verdadeira população de empresas com trajetórias ascendentes de internacionalização nesse período. Em 2002, a última empresa da lista geral tinha 13,040 bilhões de Dólares americanos em ativos no exterior, 21 vezes o valor dos ativos no exterior da última empresa da lista de empresas de países em desenvolvimento, que tinha 623 milhões de Dólares americanos em ativos no exterior. Em 2006, quando a UNCTAD resolveu começar a listar as maiores 100 ao invés das maiores 50 empresas multinacionais de países em desenvolvimento, a última empresa dessa lista tinha 1,103 bilhões de Dólares americanos em ativos no exterior, diante de 18,603 bilhões de Dólares americanos em ativos detidos pela última listada no ranking geral - diferença que reduziu, mas continuou considerável. Ver **World Investment Report 2004**; **World Investment Report 2006**.

**Tabela 6.5. Multinacionais brasileiras nos rankings da UNCTAD por ordem do volume de ativos no exterior (em milhões de Dólares)**

	Petrobras		Vale		Gerdau		JBS		Embraer		BRF	
	Colocação	Ativos no exterior	Colocação	Ativos no exterior	Colocação	Ativos no exterior	Colocação	Ativos no exterior	Colocação	Ativos no exterior	Colocação	Ativos no exterior
<b>2002</b>	17	2.863	21	2.265	22	2.089						
<b>2003</b>	8	7.827	23	3.155	31	2.056						
<b>2004</b>	12	6.221	25	4.025	33	3.358						
<b>2005</b>	13	8.290	18	5.545	33	4.158						
<b>2006</b>	12	10.454	11	14.974	39	4.070						
<b>2007</b>	14	11.674	12	18.846	28	7.372						
<b>2009</b>	17	14.914	4	38.848	21	13.926						
<b>2012</b>	29	16.927	4	45.721	30	15.684	59	8.804	79	5.707		
<b>2017</b>	73	10.160	13	37.369	92	7.978	38	17.206			85	8.666

Elaborado pela autora.

Fonte: **World Investment Report**, vários anos.

A partir dos dados dos relatórios WIR, fica claro que a Petrobras, a Vale e a Gerdau já eram empresas multinacionais com uma quantidade considerável de ativos no exterior antes de 2002 e que seu volume de ativos internacionais cresceu consistentemente por um período de tempo durante os governos do PT. Também fica claro que a JBS e a Embraer se tornaram grandes multinacionais entre 2010 e 2012, durante o primeiro governo Rousseff. Contudo, a JBS parece ter sustentado sua trajetória de internacionalização, não sendo possível dizer o mesmo da Embraer, que não aparece no ranking relativo a 2017. Finalmente, os dados da UNCTAD mostram que a BRF chegou a um ponto de intensa internacionalização na sua trajetória em 2017, aparecendo no ranking do relatório da série WIR publicado em 2019.<sup>79</sup>

Das empresas brasileiras nas listas dos relatórios da série WIR com as maiores multinacionais de países em desenvolvimento, cabe excluir primeiramente a Petrobras. Apesar de ser uma companhia aberta, com ações negociadas em bolsa de valores no Brasil e no exterior, a Petrobras é constituída, de acordo com as leis brasileiras, como uma sociedade de

<sup>79</sup> **World Investment Report 2019**, Geneva: United Nations Publication, 2019.

economia mista. Por ter controle corporativo detido pela União, a Petrobras é na verdade uma estatal submetida a grau de influência privada,<sup>80</sup> um fenômeno não investigado nesta tese. Como discutido na seção 2.2 do segundo capítulo, acima, o conhecimento sobre as empresas multinacionais de países em desenvolvimento ainda está em processo incipiente de delimitação na literatura, que tem oferecido generalizações com foco principalmente na experiência das multinacionais chinesas.<sup>81</sup> Os estudos sobre a internacionalização de empresas em outros contextos de países em desenvolvimento são mais raros na literatura recente, e um desses raros exemplos é o estudo de Dau sobre a expansão internacional de empresas sediadas em países da América Latina, no qual o autor procurou compreender o impacto das reformas liberalizantes dos anos 1990 na saída de IED de tais países.<sup>82</sup> Nesse estudo, Dau separou na sua amostra as empresas de controle privado das empresas de controle estatal e concluiu que as reformas regulatórias para liberalizar o comércio e os fluxos de capital nos países latino-americanos tiveram impacto mais expressivo na performance no exterior das empresas privadas do que das empresas estatais.<sup>83</sup>

O achado de Dau sugere que diferenciar as empresas de controle privado das empresas de controle estatal é relevante para o estudo das empresas multinacionais, ao menos no contexto da América Latina. Nesse sentido, esta tese se volta ao estudo das empresas multinacionais brasileiras de controle privado, já que o estudo das multinacionais de controle estatal e das suas conexões com o governo já foi amplamente explorado.<sup>84</sup> O estudo da Petrobrás é bastante recorrente nas análises qualitativas sobre a internacionalização das empresas brasileiras. Guedes e Faria apontam, por exemplo, que a internacionalização da Petrobrás teria sido sempre uma prioridade do governo brasileiro, que teria utilizado recursos

---

<sup>80</sup> A Petrobras teve sua constituição autorizada pela Lei n.º 2.004, de 3 de outubro de 1953, que hoje está revogada pela Lei n.º 9.478, de 6 de agosto de 1997. Seu estatuto social atual foi aprovado por decreto de 30 de setembro de 1991. Ver discussão sobre a criação da Petrobrás e seu papel na industrialização do Brasil na seção 3.1 do terceiro capítulo, acima.

<sup>81</sup> Ver discussão no final da seção 2.2 do segundo capítulo, acima.

<sup>82</sup> DAU, Luis Alfonso, Pro-market reforms and developing country multinational corporations, **Global Strategy Journal**, v. 2, n. 3, p. 262–276, 2012.

<sup>83</sup> *Ibid.*

<sup>84</sup> Como discutido na parte final da seção 2.3 do segundo capítulo desta tese, acima, a literatura de negócios internacionais tem caminhado para observar a experiência das multinacionais de países em desenvolvimento com boa performance como um resultado explicado pelo “capitalismo de estado” que caracterizaria a economia de tais países.

diplomáticos para negociar a entrada da estatal em vários países desde a década de 1950.<sup>85</sup> Um desses países foi a Bolívia, com o qual o Brasil pactuou vários acordos bilaterais para regular a exploração conjunta e comércio de petróleo desde a década de 1950, e de gás natural desde a década de 1990.<sup>86</sup> O projeto de IED da Petrobrás para a construção e exploração do gasoduto Brasil-Bolívia em 1992 só teria sido possível após a negociação de um acordo de isenção fiscal para a Petrobrás entre Brasil e Bolívia, e após o BNDES ter subsidiado a operação, ao garantir crédito para a importação de parte do gás boliviano pelo governo brasileiro.<sup>87</sup>

Até mesmo na literatura jurídica aparecem análises mais tradicionais sobre a internacionalização da Petrobrás, de modo a avaliar a capacidade do governo brasileiro para resolver disputas envolvendo as atividades da estatal no exterior, mesmo sem BITs. Conforme analisado no estudo de Badin e Corrêa, a Bolívia aprovou, em 2006, uma nova lei que nacionalizou as suas reservas de hidrocarbonetos e teve um impacto imediato no investimento da Petrobrás no país e no preço final dos hidrocarbonetos extraídos em território boliviano para comercialização pela estatal brasileira.<sup>88</sup> O governo brasileiro reconheceu que aprovar a nova lei para nacionalizar a exploração de hidrocarbonetos era um direito da Bolívia no exercício da sua soberania nacional. De toda forma, mesmo sem um BIT ou uma previsão para tanto na lei de hidrocarbonetos boliviana, a Petrobrás e o próprio governo brasileiro iniciaram negociações para a compensação pela expropriação indireta sofrida com a aprovação dessa lei, tendo o governo da Bolívia readquirido duas refinarias de petróleo da Petrobrás no país a título de compensação em 2007.<sup>89</sup>

Diante dessa avaliação sobre a Petrobrás, das empresas encontradas nos relatórios da série WIR no lapso temporal que importa para os estudos de caso, a Vale, a Gerdau, a JBS, a Embraer e a BRF seriam elegíveis. Entre tais casos elegíveis, a Vale se destaca como um “caso mais provável”, tendo em vista que nenhuma outra entre as empresas encontradas apresentou trajetória de internacionalização tão consistente em termos de volume

---

<sup>85</sup> GUEDES, Ana; FARIA, Alex, Internationalization of a Brazilian corporation: Recognizing business-government and governance-management issues, *in: The list of abstracts is based on submissions received by 31 May 2005.*, [s.l.: s.n.], 2005, p. 57.

<sup>86</sup> *Ibid.*

<sup>87</sup> *Ibid.*

<sup>88</sup> CORRÊA, André Rodrigues; BADIN, Michelle Rattón Sanchez, A regulamentação da propriedade no setor de gás natural na Bolívia: impactos para o desenvolvimento?, *in: Derecho y propiedad - Seminario en Latinoamérica de Teoría Constitucional y Política (edited by Paola Bergallora)*, Buenos Aires: Librería, 2008, p. 302–321.

<sup>89</sup> *Ibid.*

de ativos no exterior entre 2003 e 2012. Se o governo brasileiro foi capaz de influenciar a trajetória de internacionalização de alguma empresa nos anos 2000, tal empresa, intuitivamente, deveria ter sido a Vale. Essa intuição se justifica também pelos canais societários reservados a investidores institucionais ligados ao Estado na governança corporativa da Vale, como discutido acima. Tais canais societários também estão presentes por meio da BNDESPAR e de fundos de pensão de empresas estatais na JBS, como brevemente discutido no quinto capítulo e nesta seção, acima. Quanto à Gerdau, como também já indicado nesta seção, a companhia contou com participação minoritária da BNDESPAR no seu capital durante os anos 2000, mas em proporção menor comparada à Vale e à JBS.

A literatura sobre a metodologia do estudo de caso comparado oferece algumas categorias para a seleção de casos em uma população que se pretende observar. Tais categorias incluem casos típicos, diversos, extremos, desviantes e influentes, assim como os casos “mais similares” e “mais destoantes” em uma dada amostra.<sup>90</sup> Nesta tese, a Vale foi observada inicialmente como um misto de caso extremo e mais similar. Como caso extremo, a Vale, comparativamente, representa uma trajetória extrema de internacionalização, assim como são comparativamente extremos os canais para a influência governamental na sua governança. A Vale também poderia funcionar como um caso “mais similar” comparada a outras empresas, pois, com o potencial de influência governamental sobre ela incidente, o esperado a partir da literatura era que o caso da Vale confirmasse a generalização já existente sobre a relação entre a influência governamental e a internacionalização de empresas de países emergentes. Ocorre que a Vale, como explorado na seção 6.3, funciona na realidade como um caso mais provável, pois sua internacionalização e o potencial de influência governamental sobre sua governança são ambos extremos, mas a influência governamental não funcionou nesse caso como um fator causal da internacionalização.

A respeito da Embraer, trata-se de uma ex-estatal com estrutura acionária simples, mas de governança complexa de ser compreendida. O governo brasileiro incluiu a companhia na primeira fase do PND e vendeu seu controle acionário com esforços de

---

<sup>90</sup> Sobre tais categorias, ver SEAWRIGHT, Jason; GERRING, John, Case Selection Techniques in Case Study Research: A Menu of Qualitative and Quantitative Options, *Political Research Quarterly*, v. 61, n. 2, p. 294–308, 2008.

dispersão acionária em 1994.<sup>91</sup> Três investidores institucionais nacionais acabaram por adquirir participações mais expressivas do capital da Embraer no seu leilão de privatização, sendo estes: o fundo de pensão Previ, que adquiriu 17% das ações ordinárias; o fundo de pensão Sistel, que adquiriu 19,72% das ações ordinárias; assim como uma empresa do grupo econômico do Banco Bozano, Simonsen, a *Bozano, Simonsen Privatization Limited*, que adquiriu 17,66% das ações ordinárias.<sup>92</sup>

Tais investidores institucionais reuniram-se em acordo de acionistas para exercer formalmente o controle societário da Embraer em 1997, o qual servia para regular, entre eles: os direitos de preferência na aquisição de ações vinculadas das demais partes do acordo; a forma de eleição dos membros do conselho de administração da companhia, para o qual cada acionista controlador indicaria um número igual de conselheiros após as nomeações cabíveis à União, aos empregados e aos acionistas minoritários; e as diretrizes gerais para a gestão da companhia, pelas quais os controladores deveriam priorizar a eleição de funcionários de carreira da Embraer para os seus órgãos de administração.<sup>93</sup> Esse acordo de acionistas, além de reconhecer que a *golden share* emitida por conta do processo de privatização conferia à União o direito de indicar um dos membros do conselho de administração da Embraer,<sup>94</sup> indicava

---

<sup>91</sup> A Embraer foi incluída no Plano Nacional de Desestatização pelo Decreto n.º 423, de 14 de janeiro de 1992. O processo de venda do seu controle acionário não impôs restrições às ações de controle no tocante à venda em bloco ou à adesão dos adquirentes do poder de controle a um acordo de acionistas. A companhia passava por dificuldades financeiras no momento da sua privatização e a venda das suas ações acabou ocorrendo apenas em dezembro de 1994, após um aumento de capital realizado pela União para melhorar sua estrutura de capital e valorizar suas ações para o leilão de privatização. Ver o Decreto s/n, de 24 de junho de 1994. A venda do controle acionário da Embraer foi feita na forma do Edital n.º PND-A-05/94-EMBRAER, da Comissão Diretora do Programa Nacional de Desestatização, publicado no Diário Oficial, Seção 3, de 04 de abril de 1994, às páginas 5.774 a 5.783, o qual é observado no estatuto social da companhia até os dias atuais. A companhia foi privatizada sob a égide da Lei n.º 8.031, de 1990. Ver também explicações mais detalhadas sobre o processo de privatização da companhia em EMBRAER - EMPRESA BRASILEIRA E AERONAVES S.A., IAN - Informações Anuais 1997.

<sup>92</sup> Ver *Ibid.* No ano 2000, o Banco Bozano, Simonsen, que havia sido fundado pelos brasileiros Júlio Bozano e Mário Henrique Simonsen, foi adquirido pelo grupo Santander, passando a ter controle estrangeiro. Ver informações sobre o controle societário da Embraer em EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

<sup>93</sup> BOZANO, SIMONSEN PRIVATISATION LIMITED; PREVI -CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIO DO BANCO DO BRASIL; FUNDAÇÃO SISTEL DE SEGURIDADE SOCIAL, Acordo de Acionistas, 1997.

<sup>94</sup> Como voltará a ser discutido na seção 6.4, abaixo, a regulação da *golden share* reservada como uma possibilidade legal à União evoluiu com as novas legislações que foram sendo aprovadas para nortear as privatizações no Brasil. Atualmente, o estatuto social da Embraer reserva à União uma “ação de classe especial” que visa atender, ao mesmo tempo, os preceitos da Lei n.º 9.491, de 1997, no seu artigo 8º, bem como os preceitos da Lei n.º 6.404, de 1976, no seu artigo 17, parágrafo 7º. EMBRAER S.A., Estatuto Social Aprovado pela Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 29 de abril de 2020, 2020. Como brevemente discutido na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima, o trabalho de Juliana Krueger Pela avalia a evolução do uso das *golden*



também que os empregados da companhia sempre poderiam eleger ao menos um outro conselheiro, independentemente dos direitos dos empregados como acionistas, e que o Banco do Brasil era o representante dos acionistas minoritários, podendo por isso eleger um membro do conselho de administração diretamente.<sup>95</sup> O Banco do Brasil acabava por escolher diretamente dois dos conselheiros, pois o acordo de acionistas previa que ele exerceria os direitos de controle da Previ, por ser seu patrocinador.<sup>96</sup>

A Embraer passou por reestruturação societária em 2006, pela qual os seus acionistas controladores diluíram sua participação na companhia.<sup>97</sup> Ao lado disso, da privatização em diante, vários acionistas e investidores institucionais com conexões com o Estado brasileiro detiveram ações da Embraer em percentual suficiente para conferir canal de influência significativa, notadamente a BNDESPAR e fundos de pensão de empresas estatais (ver Figura 6.2, abaixo). Durante o período investigado nesta tese, investidores institucionais de origem internacional também detiveram parcelas significativas do capital da Embraer. A Figura 6.2, abaixo, mostra, sobretudo, que a composição acionária da Embraer flutuou bastante entre 2006 e 2012. Os documentos da companhia indicam que nenhum acionista chegou a exercer o seu controle nesse período.<sup>98</sup> Da mesma forma, nenhum acordo de acionistas voltou a ser depositado para regular direitos de voto associados à governança da Embraer, nem para a finalidade de exercício de poder de controle, nem para a finalidade de estabelecer uma coalizão para um exercício de influência societária, ainda que não absoluto sobre as decisões da companhia.<sup>99</sup> Fica claro, assim, que entender o processo de tomada de decisão da Embraer,

---

*shares* pela Embraer, pela Vale, e por outras empresas brasileiras, submetidas ou não a processos de privatização, e avalia a legalidade no uso de tais instrumentos societários em cada caso. Ver PELA, Juliana Krueger, **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**, 1ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

<sup>95</sup> BOZANO, SIMONSEN PRIVATISATION LIMITED; PREVI -CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIO DO BANCO DO BRASIL; FUNDAÇÃO SISTEL DE SEGURIDADE SOCIAL, Acordo de Acionistas.

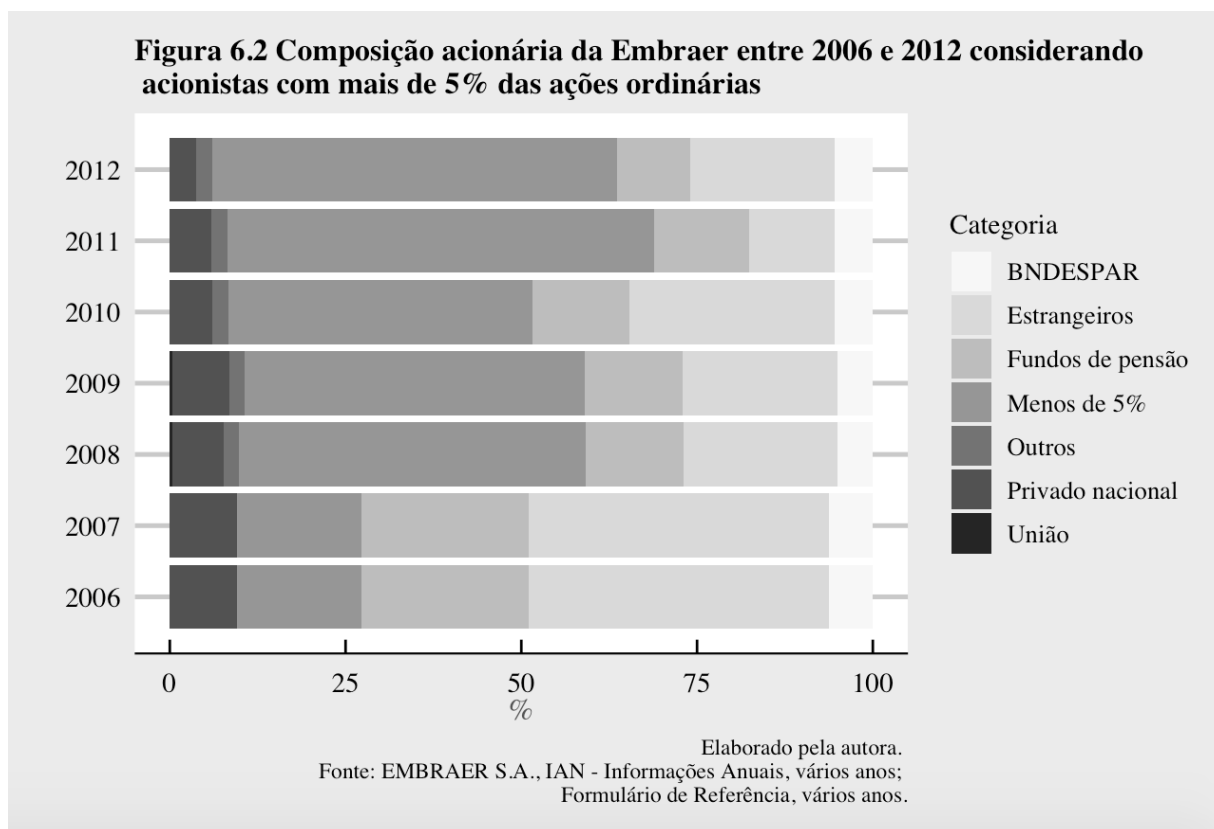
<sup>96</sup> *Ibid.*

<sup>97</sup> EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

<sup>98</sup> A jurisprudência da CVM sugere que se reconheça como acionistas controladores os acionistas ou grupos de acionistas capazes de direcionar as decisões de uma sociedade anônima em ao menos três assembleias de acionistas seguidas. Nesse sentido, ver COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; OLIVEIRA, Reginaldo Pereira de, Memorando nº 16/2015-CVM/SRE/GER-1, 2015. O regulamento de listagem do Novo Mercado adota o mesmo conceito para apurar o eventual exercício do controle societário por acionista ou grupo de acionistas em sociedades com capital disperso. Ver B3, Regulamento do Novo Mercado, 2017.

<sup>99</sup> Conforme os artigos 118 e seguintes da Lei n.º 6.404, de 1976, os acordos de acionistas devem ser registrados na companhia para serem obrigatoriamente observados quando das assembleias, mas não necessariamente se voltam à regulação do exercício do controle societário.

no geral e sobre a sua internacionalização, demanda um estudo de caso, com a avaliação mais detida de outras evidências qualitativas.



Por fim, a BRF veio a se tornar uma grande empresa multinacional, reconhecida no ranking das 100 maiores multinacionais de países em desenvolvimento, apenas em 2017, após o período investigado nesta tese. De qualquer forma, a companhia, que é o resultado de uma fusão iniciada em 2009 da Sadia S.A. com a Perdigão S.A., duas líderes no mercado de alimentos industrializados no Brasil, teve ampla influência societária de uma coalizão de fundos de pensão durante sua trajetória de internacionalização, que iniciou em 2009, assim como teve um canal mais restrito para a influência societária da BNDESPAR, que subscreveu ações do seu capital para financiar essa fusão.<sup>100</sup> Um grupo de investidores dominado por fundos de pensão de empresas estatais atuava, na realidade, no controle da Perdigão, que foi

<sup>100</sup> Conforme informações obtidas na seção BNDES Transparente do website do Sistema BNDES, a BNDESPAR subscreveu e integralizou em 2009 ações no valor de 400 milhões de Reais na BRF a fim de possibilitar sua consolidação com a Sadia. Tal subscrição representou a aquisição de 2,5% do capital social da BRF e não foi associada a um acordo de acionistas. Nesse caso, um acordo de acionistas certamente não faria sentido, já que nesse momento a intenção era dispersar o controle acionário da companhia. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/consulta-a-operacoes-bndes/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

adquirido em 1994, momento em que a empresa, então controlada pelas famílias brasileiras Ponzoni e Brandalise, passava por crise financeira.<sup>101</sup> Com a listagem da companhia, já sob a denominação BRF, no Novo Mercado, os fundos de pensão que exerciam seu controle terminaram o acordo de acionistas pactuado para esse fim e dissolveram sua participação nas várias ofertas públicas empreendidas nos anos subsequentes, permanecendo, quando da fusão com a Sadia, apenas a Previ e o Petros com participações mais expressivas, de 12,6% e 10% do capital da companhia, respectivamente, as quais não permitiam a nenhuma dessas entidades o exercício de controle.<sup>102</sup>

O processo de internacionalização da BRF via IED iniciou somente no final dos anos 2000 e tem sinergias com o processo da JBS, que também atua no setor de alimentos, embora com foco em carne in natura. Assim, algumas reflexões sobre a internacionalização da BRF e o papel que os fundos de pensão tiveram no processo como controladores, bem como o papel que o BNDES pode ter tido como financiador da fusão da Sadia com a Perdigão, serão objeto de análise na narrativa do caso JBS.

## **6.2 Desenho de pesquisa**

Já foi abordado acima que, comparada às demais empresas elegíveis para estudo de caso a partir dos rankings dos relatórios da série WIR, a Vale é o caso que melhor representa a possibilidade de influência governamental sobre o processo de internacionalização via IED para os fins desta tese. Esse é o caso por duas razões que tornam a Vale um caso extremo entre as multinacionais com internacionalização ascendente em termos de IED nos anos 2000, precisamente durante o período estendido que a tese compreende como Era PT. Primeiramente, os ativos no exterior da Vale cresceram em valor mais do que os de qualquer outra empresa brasileira nos anos 2000, de acordo com os dados da UNCTAD consultados.

---

<sup>101</sup> Esse grupo de investidores era composto pelo seguintes fundos de pensão: Previ, Petros, Sistel, Fundo de Assistência e Previdência Social do BNDES, Real Grandeza, Valia, Previ - Banerj, e Telos; sendo os dois últimos voltados aos funcionários do Banerj e da Embratel, respectivamente. Também fazia parte do grupo de investidores a companhia WEG, cuja internacionalização foi discutida na seção 5.1.2 do quinto capítulo, acima. Ver PERDIGÃO S.A., IAN - Informações Anuais 2000.

<sup>102</sup> BRF S.A., Formulário de Referência 2010.

Além disso, os estudos de Lazzarini e Lazzarini e Musacchio discutidos na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima, relatam o caso da Vale como um exemplo típico do que significou a influência governamental sobre as empresas brasileiras após as privatizações, especificamente durante os governos do PT.<sup>103</sup> A Vale é, de uma só vez, um caso extremo de internacionalização nos anos 2000 e um caso extremo de influência governamental sobre as empresas privadas no Brasil no mesmo período, tendo a operação prática de ambas as variáveis flutuado em termos de intensidade entre 2003 e 2012, como será explorado na próxima seção.<sup>104</sup>

O caso da Vale também se destaca por conta do seu valor acadêmico. A companhia é a multinacional brasileira mais reconhecida na literatura de negócios internacionais sobre os fluxos de IED de países emergentes.<sup>105</sup> De todo modo, os estudos que observaram a Vale a partir de evidências empíricas divergem sobre ter sido a influência governamental um fator de apoio ou de resistência para a sua internacionalização. Assim, um novo estudo de caso da trajetória de internacionalização da Vale nos anos 2000 representa contribuição válida para avançar no conhecimento disponível sobre o processo de internacionalização das empresas brasileiras no período e sobre a influência governamental sobre as empresas brasileiras em ação. A partir do estudo mais detalhado da Vale, obteve-se lições válidas para interpretar também o papel da influência governamental, ou mesmo a sua ausência, nos demais casos.

O desenho de pesquisa se apoia inicialmente no modelo de um outro estudo de caso da Vale, disponível na literatura de negócios internacionais. Nesse estudo, as economistas Rodrigues e Dieleman compararam a influência governamental sobre a Vale em lapso temporal que vai de 2001 a 2013, antes e depois de 2008, ano em que elas sugerem ter a

---

<sup>103</sup> MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio G., **Reinventing state capitalism**, Cambridge MA: Harvard University Press, 2014; LAZZARINI, Sergio G., **Capitalismo de Laços**, Edição: 3ª. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier, 2010.

<sup>104</sup> Sobre a seleção de casos com base na observação de valores extremos tanto no resultado a ser explicado quanto na variável de interesse que se pretende explicar, ver GERRING, John, **Case Study Research: Principles and Practices**, 2 edition. Cambridge, United Kingdom New York, NY: Cambridge University Press, 2016. Ver também SEAWRIGHT, Jason; GERRING, John, Case Selection Techniques in Case Study Research: A Menu of Qualitative and Quantitative Options, **Political Research Quarterly**, v. 61, n. 2, p. 294–308, 2008.

<sup>105</sup> Para um estudo recente na literatura de negócios internacionais que mapeia as maiores multinacionais de países emergentes e situa a Vale como o exemplo mais importante de multinacional brasileira capaz de sustentar sua trajetória no exterior, ver CUERVO-CAZURRA, Alvaro; NEWBURRY, William; PARK, Seung Ho, **Emerging Market Multinationals: Managing Operational Challenges for Sustained International Growth**, Reprint edition. New York: Cambridge University Press, 2016.

trajetória de internacionalização da Vale iniciado uma desaceleração, com uma série de desinvestimentos no exterior.<sup>106</sup> Embora não indiquem a fonte que evidencia esse apoio financeiro, as autoras afirmam que a Vale se beneficiou do crédito do BNDES para se internacionalizar via IED entre 2001 e 2007.<sup>107</sup> Ao mesmo tempo, elas dizem que o banco não foi uma fonte efetiva de influência governamental a orientar o destino dos investimentos da Vale no exterior. Com base em entrevistas realizadas com funcionários de vários escalões da Vale, as autoras sugerem que, ao contrário, as conquistas internacionais da empresa em termos de IED nesse período foram resultado da estratégia de administração do CEO da Vale na época, Roger Agnelli.<sup>108</sup>

Rodrigues e Dieleman explicam que a indústria de mineração estava passando por um superciclo na demanda no ano 2000, por minério de ferro principalmente, mas também por outros minerais; superciclo este dominado pelo aumento da demanda chinesa.<sup>109</sup> Agnelli teria percebido tal superciclo antes da administração das principais concorrentes da Vale na exportação de minério de ferro, que são a *Rio Tinto* e a *BHP Billiton*, e encarado essa circunstância como favorável para a Vale expandir internacionalmente via IED, para proporcionar o crescimento do retorno sobre as vendas de minério de ferro. Na narrativa das autoras, a expansão internacional da Vale ao longo dos anos 2000 chamou a atenção do ex-presidente Lula, que segundo as autoras usou os poderes de veto do governo sobre a Vale com as *golden shares* da União para promover uma administração mais nacionalista dos negócios da empresa, incluindo a reversão de vários dos seus projetos internacionais.<sup>110</sup> Apesar de Rodrigues e Dieleman reconhecerem que o superciclo na demanda por minério de ferro começou a mostrar sinais de exaustão em 2008, e que as concorrentes da Vale também estavam realizando desinvestimentos no momento para mitigar prejuízos, as autoras interpretam que a influência do governo Lula, ao invés dos fatores de mercado, foi o fator determinante da desaceleração da internacionalização da Vale.<sup>111</sup>

---

<sup>106</sup> RODRIGUES, Suzana B.; DIELEMAN, Marleen, The internationalization paradox: Untangling dependence in multinational state hybrids, *Journal of World Business*, v. 53, n. 1, p. 39–51, 2018.

<sup>107</sup> *Ibid.*

<sup>108</sup> *Ibid.*

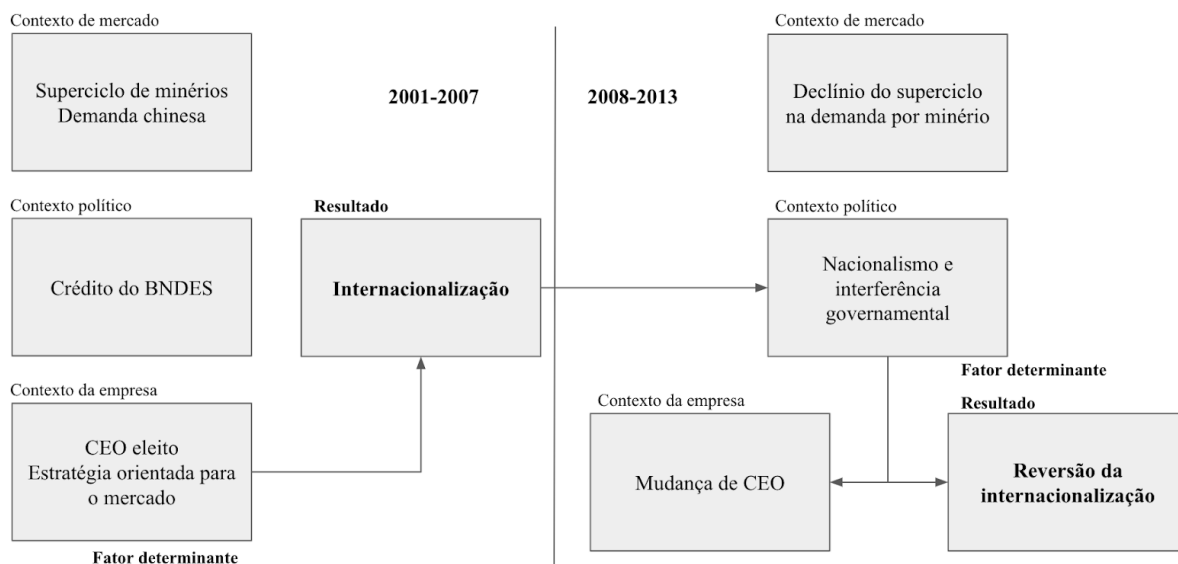
<sup>109</sup> *Ibid.*

<sup>110</sup> *Ibid.*

<sup>111</sup> *Ibid.*

O estudo de Rodrigues e Dieleman se baseou em documentos corporativos e em entrevistas conduzidas com 32 funcionários da Vale entre 2008 e 2015 como fontes do seu estudo de caso sobre a internacionalização da empresa. Esse estudo é uma contribuição relevante para o campo acadêmico, uma vez que a literatura de negócios internacionais sobre a expansão das multinacionais raramente se baseia em evidências qualitativas. Contudo, o papel da influência governamental na trajetória de desinvestimentos internacionais da Vale pode ter sido superestimada. As autoras usam o testemunho de funcionários da Vale como evidência da habilidade de Agnelli como CEO para administrar o crescimento da Vale no exterior durante o superciclo de minério de ferro, mas falta no seu estudo evidências qualitativas da influência do governo Lula em ação no sentido de incentivar a reversão da internacionalização da Vale, algo que ocorreu junto do fim do superciclo na demanda de minério de ferro. A Figura 6.3, abaixo, ilustra o modelo causal do estudo de Rodrigues e Dieleman para a Vale.

**Figura 6.3 Modelo causal do estudo de Rodrigues e Dieleman para a internacionalização da Vale**



Elaborado pela autora.  
 Fonte: RODRIGUES; DIELEMAN, The Internationalization Paradox, 2018.

Um novo estudo de caso longitudinal que analise a trajetória de internacionalização da Vale ao longo do tempo, como o desta tese, representa uma contribuição válida para explicar a influência governamental em ação. No desenho de pesquisa desta tese, o resultado observado consiste na internacionalização, ou na reversão da internacionalização de uma empresa, por meio, respectivamente, de novos investimentos diretos ou desinvestimentos no exterior, em várias observações ao longo do lapso temporal que

vai de 2003 a 2012. O fator causal de interesse teórico na pesquisa é o efeito que a influência governamental pode ter tido nos eventos de realização de IED e de realização de desinvestimentos no exterior pela Vale no período investigado. As hipóteses da pesquisa em relação à Vale, após todas as revisões realizadas em capítulos anteriores, se desdobram em duas observações possíveis: uma sugere a demanda no mercado internacional de minérios como um determinante, enquanto a outra sugere que a influência governamental, se ocorreu na prática, deve ter tido um impacto negativo ou nulo, já que a internacionalização de empresas esteve fora das prioridades dos governos do PT, que ao mesmo tempo priorizaram a política do pleno emprego e o investimento no Brasil.<sup>112</sup>

O modelo do estudo da Vale representa a mesma relação esperada entre a influência do governo e a internacionalização no caso da Gerdau. Mas aplicado o modelo do estudo da Vale aos outros casos, a internacionalização das empresas brasileiras pode comportar uma terceira hipótese, representada pelo caso da JBS. A companhia possivelmente teve seu potencial de internacionalização impactado pelo apoio à consolidação de empresas no setor de alimentos, associado à disponibilidade de crédito para a internacionalização no Sistema BNDES, e aos investimentos em renda variável de alguns fundos de pensão de empresas estatais em prol da consolidação de empresas brasileiras, fatores que em confluência foram vistos como a política de formação de empresas campeãs nacionais.<sup>113</sup> A consolidação empresarial experimentada pelo setor de alimentos e proteína animal no plano doméstico não teve paralelo com o desenvolvimento dos setores de mineração e siderurgia no Brasil, nos quais estão situadas a Vale e a Gerdau, empresas que tiveram seu crescimento e sua viabilidade pautados principalmente pela demanda internacional. O processo de internacionalização da

---

<sup>112</sup> Esse tipo de desenho põe mais ênfase na hipótese nula que na hipótese positiva para expandir o conhecimento disponível sobre um certo fenômeno. Estudos de caso com foco em compreender a hipótese nula são raros e pouco documentados na literatura de ciências sociais, mas são apropriados para pesquisas que pretendem rejeitar uma inferência causal já bem estabelecida na literatura. Ver GERRING, **Case Study Research**.

<sup>113</sup> Para estudos que na literatura indicam que existiu tal política de formação de empresas campeãs nacionais no Brasil, ver AMANN, Edmund, Technology, public policy, and the emergence of Brazilian multinationals, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**, Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 187–220; SCHNEIDER, Ben R., Big Business in Brazil: Leveraging Natural Endowments and State Support for International Expansion, *in*: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.), **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**, Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 159–186; CARVALHO, Vinicius Marques de; CASTRO, Ricardo Medeiros de, Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira: uma avaliação crítica, *in*: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. (Orgs.), **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 315–50.

Embraer também pode ter sido impactado por uma influência governamental, mas nesse caso cabe uma quarta hipótese, consistente no potencial impacto da diplomacia de alto nível conferida pelo governo brasileiro à competitividade da companhia, a qual foi transversal entre os governos FHC e Lula.<sup>114</sup>

Sendo concluído, como esperado para a JBS e a Embraer, que a influência governamental teve um efeito positivo, isso estaria de acordo com a interpretação da literatura de negócios internacionais sobre o apoio governamental ser uma vantagem comparativa das multinacionais de países emergentes. Mas tal achado passaria longe de ser generalizável. Na Vale, a influência governamental pode ter tido, ao contrário, um impacto negativo sobre a internacionalização e isso confirmaria uma correlação entre a influência governamental e a internacionalização. Contudo, a relação de causalidade nesse caso estaria conforme a percepção de Rodrigues e Dieleman sobre a internacionalização da Vale e contestaria a generalização das diferentes literaturas revisadas em capítulos anteriores sobre ser o apoio governamental uma vantagem comparativa para a internacionalização em países emergentes. Nos casos da Vale e da Gerdau, também aparece como viável a hipótese de a influência governamental ser presente em potencial, mas nula na trajetória de internacionalização, o que também contestaria as visões da literatura sobre a relação entre influência governamental e internacionalização. Qualquer dessas conclusões em potencial representaria uma contribuição relevante para o direito societário na abordagem em direito e sociedade, por explicitar como se opera na prática a influência de investidores institucionais e financiadores ligados ao Estado sobre a governança de empresas privadas.

O estudo de caso comparado empreendido tendo a Vale, a Gerdau, a JBS e a Embraer como unidades principais comporta, de um lado, os mesmos níveis de análise utilizados no estudo de Dieleman e Rodrigues,<sup>115</sup> que são: i) a trajetória de internacionalização das empresas analisadas ao longo do tempo, incluindo os investimentos e desinvestimentos no exterior; ii) as fontes de influência governamental na governança corporativa das empresas ao

---

<sup>114</sup> Ver BADIN, Michelle R. S., Developmental Responses to the International Trade Legal Game: Cases of Intellectual Property and Export Credit Law Reforms in Brazil, *in*: TRUBEK, David M. *et al* (Orgs.), **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**, New York: Cambridge University Press, 2013, p. 246–300; SANTOS, Alvaro, Carving Out Policy Autonomy for Developing Countries in the World Trade Organization: The Experience of Brazil & Mexico, **Virginia Journal of International Law**, v. 52, n. 3, p. 551–632, 2011.

<sup>115</sup> RODRIGUES; DIELEMAN, The internationalization paradox.



longo do tempo, que podem existir por conta de participação societária, dívida ou pela presença de membros do conselho de administração e da diretoria com conexões com o governo; iii) os eventos de efetiva intervenção governamental na trajetória de internacionalização das empresas, seja para apoiar ou reprimir a expansão destas no exterior; bem como iv) as condições do ambiente de mercado em que as empresas analisadas se inseriram ao longo do mesmo período das suas trajetórias de internacionalização observadas. De outro lado, além destes níveis de análise, o modelo de pesquisa da presente tese acrescenta outras dimensões de análise para o fim de produzir um contrafactual sobre a presença e efetividade da influência governamental na governança das empresas analisadas. Tal contrafactual muda a depender da empresa analisada, consistindo na trajetória de investimentos no Brasil no caso da Vale e da Gerdau, na comparação com a trajetória de outras empresas do mesmo mercado no caso da JBS, e na comparação da trajetória de internacionalização com a proteção comercial conferida pelo governo federal no caso da Embraer.

A influência governamental é considerada potencial pela via societária nas empresas analisadas quando algum investidor institucional ligado ao Estado faz parte do grupo de controle ou detém ao menos 5% do capital social. Esse foi o limite mínimo considerado para verificar a influência potencial de um acionista por conta da legislação brasileira para as sociedades anônimas e da regulação da CVM. De acordo com a Lei n.º 6.404, de 1976, acionistas com pelo menos 5% de participação no capital social, seja de ações ordinárias ou preferenciais, acumulam direitos especiais de monitoramento, podendo, por exemplo, realizar a convocação da assembleia-geral de acionistas em casos nos quais o conselho de administração foi omissivo;<sup>116</sup> solicitar informações aos administradores diante do seu dever de informar;<sup>117</sup> pedir a instalação do conselho fiscal;<sup>118</sup> bem como mover ação de responsabilidade contra os administradores e a sociedade controladora mesmo se em assembleia-geral os acionistas por maioria resolverem não mover tal ação.<sup>119</sup> Além dos poderes conferidos pela Lei n.º 6.404, de 1976, aos acionistas com pelo menos 5% do capital social das sociedades anônimas no geral, as instruções normativas da CVM que ao longo dos anos foram passadas

---

<sup>116</sup> Ver artigo 123, alíneas “c” e “d”, da Lei n.º 6.404, de 1976.

<sup>117</sup> Ver o artigo 157, parágrafo 1º, e o artigo 163, parágrafo 6º, da Lei n.º 6.404, de 1976.

<sup>118</sup> Ver o artigo 277 da Lei n.º 6.404, de 1976.

<sup>119</sup> Ver o artigo 159, parágrafo 5º, e o artigo 246, parágrafo 1º, alínea “a”, da Lei n.º 6.404, de 1976.

para regular as informações a serem apresentadas pelas companhias abertas no Brasil sempre solicitaram que os acionistas ou grupo de acionistas que individualmente detém a partir de 5% das ações ordinárias ou preferenciais sejam identificados, o que torna possível mapear tais acionistas.<sup>120</sup>

### **6.3 Campeões nacionais independentes? A Vale e a Gerdau**

Além da presença marcante nas listas das maiores empresas multinacionais de países emergentes, existem mais alguns elementos em comum entre a Vale e a Gerdau. Se observadas do ponto de vista dos principais mercados em que atuam, as duas empresas participam da mesma cadeia de valor, a qual inicia na produção de minério de ferro. As duas, igualmente, tinham assumido tamanho porte até o ano 2000 que a expansão exclusivamente dentro do Brasil se mostrava ineficiente diante das oportunidades de negócios do mercado internacional. Ambas as empresas possuem também conexões estreitas com o governo brasileiro pela via societária, do crédito bancário, e dos seus administradores, assim como com o mercado de capitais e bancário internacional, onde levantam, apesar do seu acesso ao BNDES, a maior parte do capital de terceiros que necessitam para suas operações.

Contudo, as semelhanças entre a Vale e a Gerdau reduzem diante de uma observação mais aprofundada. Como será explorado nesta seção, ambas internacionalizaram e são grandes empresas multinacionais de controle brasileiro e passaram a operar em bases internacionais em contexto similar. Mas apesar de fazerem parte, em boa medida, da mesma cadeia de valor, o aumento da demanda por minério de ferro e por aço impulsionada nos anos 2000 pelo crescimento da China influenciou de forma diferente o mercado de minério de ferro e o de aço. Apesar de estar na base da cadeia de valor, a demanda e o preço do minério de ferro, base principal das receitas da Vale, aumentaram consistentemente ao longo dos anos, recuperando-se rapidamente dos efeitos da crise de 2008. A demanda por aço também foi crescente, mas não o seu preço, o que ocorreu pelo excesso de oferta, intensificado,

---

<sup>120</sup> Ver a Instrução CVM n.º 202, de 6 de dezembro de 1993, consolidada de acordo com as instruções que posteriormente a modificaram, com as informações obrigatórias a ser prestadas pelas companhias abertas no Brasil no documento Informações Anuais - IAN. Ver também a Instrução CVM n.º 480, de 7 de dezembro de 2009, com suas alterações posteriores, que revogou a Instrução CVM n.º 202, e passou a exigir não mais o documento Informações Anuais - IAN, pedindo que as companhias abertas no Brasil elaborassem agora anualmente um Formulário de Referência a partir do modelo padrão da instrução.

possivelmente, pela capacidade crescente das empresas chinesas de atender a demanda do seu país de origem ao longo dos anos.

### 6.3.1 A internacionalização da Vale

A Vale foi criada em 3 de março de 1942, após a assinatura de uma série de acordos bilaterais entre Estados Unidos, Inglaterra e Brasil, com as regras regentes de um empréstimo do *Eximbank* estadunidense para estabelecer duas novas companhias estatais no Brasil: a Vale, originalmente chamada CVRD, e a CSN, no setor siderúrgico. O governo brasileiro de então criou a Vale para explorar reservas de minério de ferro existentes, mas ainda inexploradas no país, enquanto a CSN foi criada para transformar o minério de ferro da Vale em produtos siderúrgicos. Durante a II Guerra Mundial, todo o minério extraído pela Vale e todos os bens produzidos pela CSN eram destinados como exportação aos Aliados a preços fixos pré-estabelecidos nos acordos de Washington de 1942.<sup>121</sup>

O governo brasileiro constituiu a Vale como uma sociedade de economia mista aberta,<sup>122</sup> com ações negociadas no mercado de capitais no Brasil, e por isso um grau de investimento privado sempre esteve presente na sua estrutura acionária. Assim, a governança da Vale sempre teve alguma influência privada, mesmo quando a companhia ainda era uma sociedade de economia mista. O *Eximbank* podia eleger dois dos membros do conselho de administração da Vale até 1951, enquanto foi seu credor.<sup>123</sup> Isso representava uma influência estrangeira significativa sobre a governança da Vale na sua primeira década de existência como CVRD.

Conforme os acordos de Washington de 1942, que regeram a criação da Vale, a empresa estava comprometida com metas de exportação para os Aliados por um período até

---

<sup>121</sup> Ver o verbete sobre a Vale do Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil da Fundação Getúlio Vargas. BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (CVRD)**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/companhia-vale-do-rio-doce-cvrd>>, acesso em: 12 jan. 2021. Ver também VALE, **Nossa História**, [s.l.]: Vale, 2012.

<sup>122</sup> Ver o Decreto-Lei n.º 4.352, de 1º de junho de 1942, que autoriza a criação e o estatuto social da CVRD a partir da encampação da Companhia Brasileira de Mineração e Siderurgia S.A. e da Itabira Mineração S.A.

<sup>123</sup> VALE, **Nossa História**.

depois de terminada a II Guerra Mundial, mas a preços de mercado. Mesmo após terminada a obrigação de cumprir essas metas de exportação, as vendas da Vale continuaram direcionadas preponderantemente para os Estados Unidos e a Inglaterra, até que o golpe de 1964 instaurou o governo militar no Brasil. Por meio de um programa de ação econômica, o PAEG, o governo militar aumentou a participação do Estado como controlador da Vale, com o propósito de expandir a capacidade de exportação da empresa e conquistar novos destinos para os seus produtos. Em 1967, a Vale era uma das seis maiores mineradoras do mundo, exportando 26 produtos derivados de minério para outros países. A relevância das importações dos Estados Unidos decresceu conforme a exportação para diversos países aumentou, na Europa e na União Soviética, incluindo a Alemanha, a Hungria, a Iugoslávia, a Romênia e a Polônia. As exportações para o Japão também aumentaram no período, e investidores japoneses se tornariam parceiros de longo prazo da Vale em vários projetos, antes e depois da sua privatização.<sup>124</sup>

De 1967 em diante, a Vale captou contratos de exportação de longo prazo e criou novas subsidiárias para apoiar sua expansão como uma empresa exportadora. Uma dessas subsidiárias foi constituída para atuar no setor de navegação e oferecer serviço de entrega para os clientes da Vale diretamente. A Vale também providenciou a construção de um novo porto no Estado do Espírito Santo, já que a infraestrutura portuária existente não permitia que os novos navios de calado profundo por esta atracassem. Outras duas subsidiárias foram estabelecidas na Alemanha e no Caribe para oferecer serviços de atendimento aos clientes em bases mais próximas aos Estados Unidos, ao Canadá e à Europa. De qualquer forma, nenhuma dessas subsidiárias realizava produção no exterior.<sup>125</sup>

Entre 1969 e 1979, o governo brasileiro orientou a Vale a diversificar sua produção por meio da criação de 20 novas subsidiárias no Brasil. Com essas subsidiárias e algumas joint ventures, a Vale expandiu suas atividades para incluir a exploração de depósitos de bauxita, alumínio, manganês, titânio, fosfato, fertilizantes, madeira, celulose, ouro, entre outros minerais ferrosos e não ferrosos em adição ao minério de ferro, cuja extração nunca deixou de ser sua principal atividade. Como os preços de vários dos minérios produzidos aumentaram nos anos 1970, principalmente o preço do minério de ferro, a Vale se tornou a

---

<sup>124</sup> Ver BRASIL, COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (CVRD).

<sup>125</sup> Ver *Ibid.*

principal provedora de reservas internacionais para o Brasil em parte dessa década. A empresa foi também a maior exportadora de produtos minerais do mundo entre 1969 e 1979. Mesmo quando várias outras empresas públicas e sociedades de economia mista estavam passando por crises financeiras no final da década 1970, por conta dos choques nos preços do barril de petróleo,<sup>126</sup> a Vale sustentou sua trajetória de crescimento. O fato de a Vale não ter mais sido exposta a preços controlados após a II Guerra Mundial e sua preferência por exportar ao invés de suprir o mercado interno talvez explique o seu sucesso.<sup>127</sup>

Em acréscimo a algumas fusões promovidas para diversificar seu portfólio de produtos, a Vale adquiriu a Amazônia Mineração S.A. da *US Steel* em 1979 para explorar novas reservas minerais de cobre descobertas em Carajás, na Amazônia.<sup>128</sup> A Vale passou os próximos cinco anos investindo na infraestrutura necessária para explorar Carajás e na construção de uma nova rodovia na região, para transportar sua produção. O BIRD conferiu um empréstimo para a Vale investir em Carajás em 1982 e, como condição, exigiu que a companhia emitisse títulos de dívida conversíveis em ações no mercado de capitais e, assim, paulatinamente aumentasse seu grau de investimento privado, como uma preparação para se submeter a um processo de privatização no futuro.<sup>129</sup>

Apesar das recomendações do BIRD em relação a privatizar a Vale, o governo brasileiro só incluiu a CVRD no programa nacional de desestatização em 1995, no primeiro governo FHC.<sup>130</sup> A essa altura, as outras estatais do setor de mineração e do setor siderúrgico, inclusive a CSN, já estavam privatizadas.<sup>131</sup> Mas o governo estava numa situação delicada com a Vale. Na realidade dos anos 1990, era inviável para o governo federal ser controlador de uma mineradora, pois o mercado de mineração era nesse momento composto por empresas do setor

---

<sup>126</sup> Sobre a crise do petróleo dos anos 1970 e seu impacto na economia brasileira, ver discussão no início da seção 3.2 do terceiro capítulo, acima.

<sup>127</sup> Ver BRASIL, **COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (CVRD)**.

<sup>128</sup> A Vale já era sócia da *US Steel* no empreendimento de Carajás, vindo a adquirir a parcela da *US Steel* no projeto em 1979. Ver discussão sobre a parceria da Vale, então denominada CVRD, com a *US Steel* para explorar as jazidas de Carajás, que haviam sido descobertas pela *US Steel*, na seção 3.1 do terceiro capítulo, acima.

<sup>129</sup> Ver Loan agreement between International Bank for Reconstruction and Development and Companhia Vale do Rio Doce, 1982.

<sup>130</sup> A Vale foi incluída no PND pelo Decreto n.º 1.510, de 1º de junho de 1995.

<sup>131</sup> Ver discussão sobre os resultados das privatizações no Brasil na seção 3.2 do terceiro capítulo, acima. Sobre a evolução do processo de privatizações, ver especialmente VELASCO JR, Licínio, Documento histórico: A privatização no Sistema BNDES - BNDES, **Revista do BNDES**, n. 33, p. 307–383, 2010; PINHEIRO, Armando Castelar; BONELLI, Regis; SCHNEIDER, Ben Ross, Pragmatic Policy in Brazil: the political economy of incomplete market reform, **IPEA-Texto para Discussão**, v. TD 1035, 2004.

privado mundialmente. A Vale não demandava subsídios e conseguia levantar crédito com bancos privados, mas, tendo o Estado como seu acionista controlador, o qual pagava mais caro ao emitir dívida, sua estrutura de capital acabava por se tornar ineficiente em relação à de suas concorrentes.<sup>132</sup> Ademais, a Vale não explorava serviços públicos e a Constituição Federal de 1988, nesse momento já promulgada, regulou a intervenção direta do Estado na economia de forma a evitar que esse tipo de atividade fosse explorada diretamente pelo setor público.<sup>133</sup>

De toda forma, os leilões de privatização da Vale iniciaram apenas em 1997. Apesar dos aspectos institucionais que tornaram o controle público da Vale inviável, o ex-presidente FHC precisou atuar pessoalmente em campanhas de comunicação a favor da sua privatização, que foi objeto de forte oposição por grupos da sociedade civil organizada que viam na empresa uma espécie de patrimônio nacional.<sup>134</sup> Grupos de oposição ingressaram com mais de 100 ações civis públicas, ações populares e mandados de segurança contra a privatização da Vale antes e depois dos leilões. Na maior parte das ações, os autores sugeriam que o preço de venda da Vale era muito baixo e representava prejuízo aos cofres públicos.<sup>135</sup>

Apesar de várias dessas ações judiciais ainda estarem em curso até hoje,<sup>136</sup> o governo brasileiro conseguiu realizar os leilões de privatização da Vale, tendo sido o primeiro em 5 de maio de 1997. O Tesouro Nacional e o BNDES, nesse dia, primeiramente transferiram 40% das ações ordinárias da Vale para uma companhia de propósito específico, a Valepar, incorporada de acordo com o edital de privatização para exercer o controle societário da Vale por pelo menos 20 anos. Após, o Tesouro e o BNDES venderam as ações da Valepar para um consórcio de acionistas que incluía: i) a CSN, já privatizada desde 1993 e agora sob o controle da família brasileira Steinbruch; ii) a Litel, sociedade de investimento dos fundos de pensão de estatais Previ, Funcef, Petros e Fundação Cesp; iii) a *Sweet River Investments Ltd.*, empresa de investimento detida pelos bancos estadunidenses *Lehman Brothers*, *Goldman Sachs* e *Bank of*

---

<sup>132</sup> BRASIL, **COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (CVRD)**.

<sup>133</sup> Ver discussão sobre os propósitos da reforma do Estado nos anos 1990 no Brasil na seção 4.1 do quarto capítulo, acima. Sobre as limitações constitucionais impostas à exploração direta de atividades econômicas pelo Estado, ver especialmente o artigo 173 da Constituição Federal de 1988.

<sup>134</sup> BRASIL, **COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (CVRD)**.

<sup>135</sup> Ver *Ibid.* Ver também a auto-avaliação da administração da Vale sobre tais ações judiciais em COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

<sup>136</sup> Ver VALE S.A., Form 20-F, CVRD, annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2019.

*America*, sendo controlada por este último; e iv) outras empresas de investimento estrangeiras com parcelas menos significativas do capital da Valepar.<sup>137</sup>

Pouco depois, em 20 de maio de 1997, o governo brasileiro e o BNDES continuaram a privatização da Vale, vendendo outros 4,5% das suas ações ordinárias, assim como 6,3% das suas ações preferenciais, em leilão restrito aos empregados da Vale, por intermédio de uma associação, a Investvale. Subsequente a essa oferta, a Investvale trocou parte das suas ações ordinárias na Vale por uma participação de 0,9% na Valepar, o que permitiu o seu ingresso no consórcio controlador da Vale, por ter assim aderido ao acordo de acionistas que o edital de privatização da Vale impôs aos acionistas da Valepar. Quatro anos depois, em 20 de março de 2002, ocorreu, finalmente, um leilão internacional, no qual o Tesouro Nacional e o BNDES venderam 32,1% das ações ordinárias da Vale na forma de *American Depositary Receipts* na NYSE.<sup>138</sup>

Em 2001, o consórcio que assumiu o controle da Vale por intermédio da Valepar mudou pela primeira vez. A Vale também detinha uma participação no grupo de controle da CSN, adquirida quando da privatização desta em 1993.<sup>139</sup> Quando a Vale foi privatizada, o CADE já estava convertido em autarquia e operando de acordo com os ditames da Lei n.º 8.884, de 1994, o que tornou sua privatização um ato de concentração passível de verificação, submetido voluntariamente pelos acionistas da Valepar para apreciação antitruste.<sup>140</sup> Os pareceres técnicos sobre a transferência do controle da Vale com a privatização apontaram para um potencial anticoncorrencial na participação cruzada da Vale com a CSN, visto que a Vale já era a líder de mercado no Brasil no fornecimento de minério de ferro, amplamente empregado na produção de aço pela CSN.<sup>141</sup> O impasse gerado no plano do

---

<sup>137</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

<sup>138</sup> Ver *Ibid.* Além da NYSE e da B3, a Vale também veio a ser listada depois na Latibex, uma bolsa de valores para empresas sediadas na América Latina, baseada em Madri; e na NYSE Euronext Paris. Ver VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2018.

<sup>139</sup> Ver notas sobre a participação da Vale no leilão de privatização da CSN no formulário 20-F apresentado pela administração da companhia à SEC relativo a 2001. COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

<sup>140</sup> Ver o Ato de Concentração n.º 08000.013801/97-5, j. 30.5.2001.

<sup>141</sup> Para um resumo conjunto dos pontos levantados também no parecer produzido pela Secretaria de Assuntos Econômicos do Ministério da Fazenda sobre os problemas concorrenciais relacionados à integração vertical entre a Vale e a CSN, ver o Parecer do Departamento de Proteção e Defesa Econômico nos autos do Ato de Concentração n.º 08000.013801/97-5, j. 30.5.2001.

processamento da privatização da Vale como um ato de concentração no CADE somou-se às visões crescentemente discrepantes entre a administração da CSN e a da Vale, o que culminou na saída da CSN do grupo de controle da Vale em 2001. A CSN tinha foco no mercado nacional de siderurgia, o que foi intensificado na gestão da família Steinbruch, enquanto a Vale sempre teve o perfil exportador voltado ao mercado de minérios que seria intensificado na gestão de Roger Agnelli como CEO, iniciada em 2001.<sup>142</sup>

O julgamento pelo plenário do CADE sobre o ato de concentração que a privatização da Vale representou acabou por deixar de fora uma apreciação final sobre a integração vertical com a CSN, que vendeu suas ações de controle antes de tal evento.<sup>143</sup> Para viabilizar a venda das ações de controle da CSN, a Litel e outros acionistas ingressantes na estrutura acionária da Valepar receberam um empréstimo do BNDES para adquirir a participação CSN. Os novos acionistas se organizaram em duas sociedades de participação, a Babié Participações S.A. e a Eletron S.A. e incluíam: i) o banco Bradesco, por intermédio das subsidiárias Bradespar S.A. e Bradesplan Participações S.A.; e ii) a sociedade de participações Opportunity Amafi Participações S.A., do empresário Daniel Dantas, que também era dono da Eletron junto com a Bradespar. A Eletron logo quitou seu empréstimo com o BNDES, oferecendo em pagamento parte da sua participação acionária na Valepar, que foi transferida para a BNDESPAR.<sup>144</sup>

Entre 2002 e 2003, ocorreu outra mudança relevante na estrutura acionária da Valepar. No fim de 2002, a *Sweet River* decidiu usar uma opção de venda detida, originalmente contra a CSN, que havia sido repassada para suas sucessoras Litel e Bradespar. Por trás dessa decisão está uma ação judicial movida pelo *Bank of America* e pela *Sweet River* contra Aldo Flores, que havia sido indicado pela *Sweet River* para o conselho de administração da Valepar. A ação envolvia um impasse externo à Vale, já que os demandantes acusavam Flores de ter superfaturado um investimento realizado em nome da *Sweet River* no banco brasileiro Liberal

---

<sup>142</sup> Ver notas da administração da Vale sobre a falta de sinergia da companhia com a CSN em COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

<sup>143</sup> A CSN vendeu suas ações da Valepar em março de 2001 e o ato de concentração correspondente à constituição da Valepar para exercer o controle da Vale com a sua privatização foi julgado pelo CADE em maio do mesmo ano. Sobre a venda das ações da CSN na Valepar, ver *Ibid.* Ver também o Ato de Concentração n.º 08000.013801/97-5, j. 30.5.2001.

<sup>144</sup> Ver *Ibid.*



e queriam demiti-lo por má administração.<sup>145</sup> Nesse cenário, a *Sweet River* resolveu exercer seu direito de venda como previsto no acordo de acionistas da Valepar como uma das medidas tomadas para encerrar seus investimentos envolvendo a gestão de Flores. Ademais, concomitantemente à demanda judicial envolvendo Flores, a *BHP Billiton*, concorrente estrangeira da Vale, adquiriu parcela do capital da *Sweet River*, garantindo que a empresa de investimento teria exposição às rendas proporcionadas pela exportação de minérios por outra via.<sup>146</sup> Com o desinvestimento da *Sweet River*, a Bradespar e a Litel adquiriram todas as ações anteriormente detidas pela *Sweet River* e aumentaram seu percentual de ações votantes na Valepar.<sup>147</sup>

Ao longo de 2003, outras transferências de ações relevantes ocorreram na Valepar. Em setembro de 2003, a Bradespar e o empresário Daniel Dantas venderam quase a totalidade das suas ações detidas em conjunto por intermédio da Eletron para a subsidiária do grupo homônimo japonês *Mitsui & Co, Ltd.*, que se tornou o mais novo controlador indireto da Vale, submetido ao acordo de acionistas que rege o seu controle societário. Em novembro do mesmo ano, a Investvale vendeu todas as suas ações na Valepar para a BNDESPAR. Fontes da imprensa indicam que já havia um acordo prévio entre os acionistas controladores da Valepar, com a dissidência da BNDESPAR em relação ao seu direito de preferência e a ciência do então Ministro do MDIC, Furlan, para a venda das ações da Eletron e da Investvale para a Mitsui, a qual ocorreria em duas operações diferentes. Entre o acordo e a data da operação, no entanto, a BNDESPAR, sob a gestão de Carlos Lessa, exerceu seu direito de preferência, com o objetivo de reduzir a capacidade de influência da *Mitsui* sobre a Vale.<sup>148</sup> Em relação a essa operação, análises da imprensa também sugerem que Dantas discordava da estratégia de internacionalização iniciada pelo CEO da Vale eleito em 2001, Roger Agnelli, e preferia concentrar os investimentos do banco Opportunity em projetos mais voltados para a economia nacional.<sup>149</sup>

---

<sup>145</sup> JOHNSTON, Eric; NEWSWIRE, Dow Jones, Foreign Holders Exit CVRD, Selling Stake for \$516 Million, **Wall Street Journal**, 2002.

<sup>146</sup> Em entrevista concedida à imprensa internacional, o executivo da *BHP Billiton* no Brasil, Wilson Nelio Brumer, disse que não faria sentido para a *Sweet River* manter a participação na Vale. Ver *Ibid*.

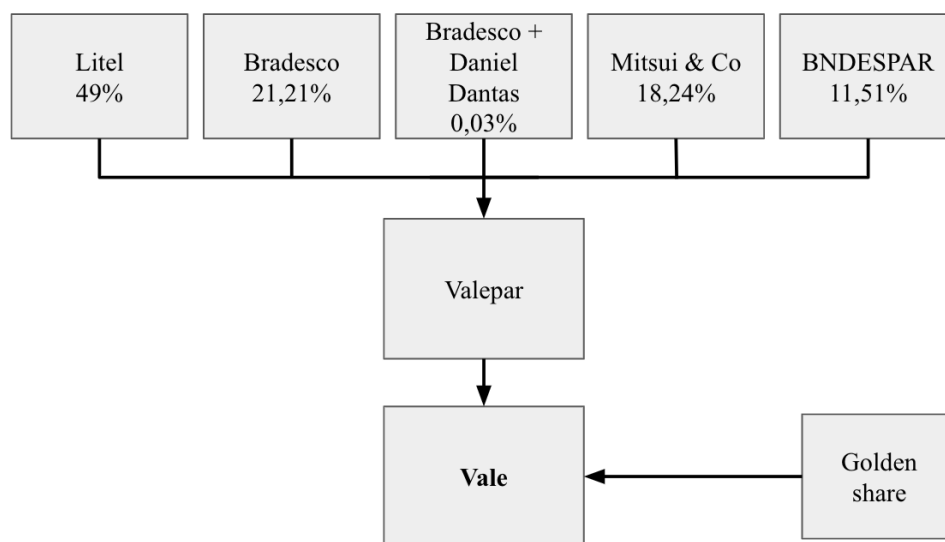
<sup>147</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002.

<sup>148</sup> Ver discussão na seção 6.1, acima.

<sup>149</sup> A discussão empreendida em matérias jornalísticas sobre o tema são revisadas em BRASIL, COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (CVRD).

Diante de todas as mudanças que se operaram no grupo de controle da Vale após a sua privatização, em 30 de abril de 2004, a Valepar tinha os seguintes acionistas na sua estrutura de propriedade, submetidos ao acordo de acionistas imposto pelo edital de privatização da Vale: i) a Litel, com 49% das ações; ii) a Bradespar e o empresário Daniel Dantas, com apenas 0,03% das ações, agora detidas em conjunto; iii) a Bradespar, detendo sozinha 21,21% das ações; iv) a Mitsui & Co., com 18,24% das ações; e a v) BNDESPAR, com 11,51% das ações.<sup>150</sup> Pelos dois anos seguintes essas participações societárias permaneceram substancialmente as mesmas, exceto por reorganizações promovidas pela Bradespar para simplificar suas participações. Assim, em 26 de abril de 2006, a Valepar tinha na sua estrutura de propriedade e submetidos ao acordo de acionistas imposto pelo edital de privatização da Vale os acionistas descritos na Figura 6.4, abaixo.

**Figura 6.4 Grupo de controle da Vale**



Elaborado pela autora.

Fonte: VALE S.A., Formulário 20-F, vários anos.

Após a privatização, a BNDESPAR continuou a deter diretamente participação minoritária na Vale, a qual flutuou ao longo dos anos, nunca passando de 7,2% das ações preferenciais. O Tesouro Nacional também continuou como um acionista minoritário, com

<sup>150</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002.

3,7% das ações preferenciais da Vale conforme as informações divulgadas pela administração da companhia ao longo dos anos. As regras da privatização da Vale conferiram ao governo federal, por meio do Tesouro Nacional, *golden shares* estabelecidas diretamente no estatuto social e que proporcionavam poderes de veto sobre: i) a mudança do nome social da Vale;<sup>151</sup> ii) a mudança da sede da Vale para outro país; iii) a mudança do propósito social da Vale de explorar depósitos minerais no Brasil; e iv) a descontinuidade das explorações de minério de ferro em curso no Brasil. As *goldens shares* aumentaram de uma para 12 entre 2001 e 2006 e permaneceram sem alterações depois disso.<sup>152</sup> Mas, embora o número de *golden shares* tenha aumentado, os poderes de veto a ela associados permaneceram os mesmos.<sup>153</sup> E tais poderes de veto chegam a parecer insignificantes comparados aos complexos poderes dos acionistas controladores da Valepar.

Como já indicado, o edital de privatização da Vale tornou mandatório aos acionistas adquirentes de ações do seu bloco de controle firmar um acordo de acionistas que deveria valer por ao menos os próximos 20 anos.<sup>154</sup> Esse acordo de acionistas previa todos os acionistas da Valepar, não importa o percentual de ações detido, com poderes de veto sobre a transferência de ações da Valepar e: i) confere direito de preferência aos acionistas signatários para adquirir ações a ser transferidas ou novas ações emitidas; ii) proíbe os acionistas signatários de adquirir ações da Vale diretamente, a não ser se autorizado por unanimidade pelos demais acionistas; iii) proíbe dar ações da Valepar em garantia, a não ser que seja em garantia de empréstimos tomados em conexão com transações envolvendo as ações da Vale;

---

<sup>151</sup> Em 2009, no auge da influência do governo Lula sobre as atividades da Vale no Brasil, o governo autorizou, de toda forma, a mudança do nome social da companhia de CVRD para Vale, denominação ainda fiel às origens da empresa, mas com mais apelo global. Ver VALE S.A., Vale muda seu nome legal para Vale S.A., 2009. Uma nova comunicação visual global que usava a marca “Vale” para identificar a companhia havia sido explorada em uma campanha de marketing produzida em 2007. Ver REGALADO, Antonio, Vale Seeks to Expand Name Recognition, *Wall Street Journal*, 2007.

<sup>152</sup> Ver VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2016.

<sup>153</sup> Ver *Ibid.*

<sup>154</sup> O acordo de acionistas tinha seu conteúdo divulgado todos os anos no *Form 20-F* submetido à SEC e, desde 2009, no formulário de referência submetido à CVM. Ver, por exemplo, COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2005. A sua validade mínima ia até 2017, quando os acionistas da Vale aprovaram a incorporação da Valepar e iniciaram a diluição das suas ações de controle. Concomitantemente, um processo de conversão voluntária das ações preferenciais da Vale em ações ordinárias iniciou, de forma a listar a companhia no Novo Mercado. Um acordo de acionistas continuou em vigor até 9 de novembro de 2020, quando seu término foi pactuado após a diluição da participação dos controladores da Valepar. Ver VALE S.A., Formulário de Referência 2020.

iv) exige que o controle societário das partes permaneça inalterado, a não ser que seja dada a opção do direito de preferência às demais partes; v) estabelece que cada acionista signatário vai indicar ao menos um membro ao conselho de administração; vi) exige que os acionistas signatários apoiem uma política de dividendos que distribua ao menos 50% do lucro líquido em cada ano fiscal, a não ser que estes acordem por unanimidade por outra política de dividendos; vii) determina que a estrutura de capital da Vale não pode exceder certos limites dívida em relação ao patrimônio líquido, a ser estabelecidos por unanimidade entre as partes do acordo; e, finalmente, viii) requer que os acionistas signatários votem de acordo com as deliberações da Valepar quando votarem como acionistas diretos da Vale.

O acordo continua e estabelece um quorum mínimo de 75% para passar as seguintes decisões sobre a Vale na assembleia geral da Valepar: i) alteração do Estatuto Social da Vale, salvo em caso de exigência legal; ii) aumento do capital social da Vale através de subscrição de ações, criação de nova classe de ações, mudança nas características das ações existentes ou redução do capital; iii) emissão pela Vale de debêntures, conversíveis ou não em ações, bônus de subscrição, opções para compra de ações ou qualquer outro título mobiliário; iv) determinação do preço de emissão de novas ações do capital social da Vale e de quaisquer outros valores mobiliários de sua emissão; v) operações de incorporação, cisão ou fusão da qual a Vale seja parte, assim como sua transformação; vi) requerimento pela Vale ou a respectiva suspensão de processos de liquidação, dissolução, falência, insolvência ou atos voluntários de reorganização financeira; vii) eleição e destituição do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva da Vale; viii) eleição e destituição do Presidente do Conselho de Administração da Vale; ix) alienação ou aquisição pela Vale de participação acionária em qualquer outra sociedade, bem como a aquisição de ações de emissão da Vale para manutenção em tesouraria; x) participação da Vale em grupo de sociedades ou consórcio de qualquer natureza; xi) celebração de acordo de distribuição, investimento, comercialização, exportações, transferência de tecnologia, licença de marcas, exploração de patentes, concessão de uso e/ou arrendamento em que a Vale seja parte; xii) aprovação e alterações ao plano de negócios da Vale; xiii) fixação da remuneração dos membros do Conselho de Administração e Diretoria Executiva, assim como de suas atribuições; xiv) atribuição de participação nos lucros aos administradores da Vale; xv) mudança no objeto social da Vale; xvi) distribuição de dividendos em montante diverso do

previsto em no Estatuto Social da Vale ou sua não distribuição, e pagamento de juros sobre o capital próprio; xvii) escolha e destituição de auditor independente da Vale; xviii) constituição de ônus reais ou prestação de garantias, inclusive fianças, pela Vale, para garantir obrigações de terceiros, inclusive de suas controladas e coligadas; xix) adoção de deliberação acerca de qualquer matéria que, por lei, conceda ao acionista o direito de retirar-se da Vale mediante o reembolso de suas ações; xx) eleição e destituição, pela Diretoria Executiva da Vale, de seus representantes nas sociedades por ela controladas, ou a ela coligadas, ou, ainda, em outras sociedades nas quais a Vale tenha o direito de indicar administradores; e xxi) alteração do limite máximo de endividamento e da respectiva relação dívida/patrimônio líquido.<sup>155</sup>

O edital de privatização da Vale também deu à BNDESpAR uma *golden share* transitória, que constava no estatuto da Valepar, conferindo poderes de veto sobre: i) qualquer mudança pretendida no objeto social da Valepar; ii) a liquidação da Valepar; iii) mudanças na estrutura acionária da Valepar se tais mudanças significassem que um acionista com outras participações no setor de mineração e/ou siderurgia nacionais passaria a ter uma fatia maior do capital da Valepar; e iv) qualquer transferência de ações pretendida pelos acionistas do consórcio de controle da Vale até 31 de maio de 2002, se essa transferência resultasse em concentração superior a 45% das ações de controle em apenas um acionista. Essa *golden share* e, conseqüentemente, esses poderes de veto, tiveram seus efeitos jurídicos terminados em 31 de dezembro de 2002.<sup>156</sup>

De 2004 em diante, antes que a marca internacional da Vale como uma empresa brasileira começasse a se formar, a sua estrutura acionária se manteve sem mudanças. A Litel acumulou 49% das ações de controle da Vale nesse período, dependendo da Mitsui (que detinha 18,24% das ações de controle) e da Bradespar (que detinha, por sua vez, 21,21% das ações de controle) para aprovar as decisões para as quais o acordo de acionistas da Valepar exigia 75% de ações votantes. Entre essas decisões, como foi visto, está a aprovação de fusões e aquisições e outras situações que impactam a capacidade de realizar novos investimentos e a estratégia anual da empresa. Em acréscimo estão as decisões que exigem supermaioria,

---

<sup>155</sup> Ver cláusulas do acordo de acionistas como divulgadas no Formulário de referência submetido pela Vale à CVM em 1º de janeiro de 2010. Ver VALE S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>156</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

dependendo de unanimidade para passar, como o resultado da relação dívida/patrimônio líquido, que limita o endividamento que pode ser tomado pela Vale. A BNDESPAR, sozinha, detém apenas 11,51% das ações de controle da Vale, contribuindo pouco para as coalizões que alcançam o quorum de 75% e podendo, com independência dos demais acionistas, indicar somente um membro do conselho de administração da Vale.

O relato do histórico da Vale é importante na medida que permite a compreensão da sua estrutura acionária e da sua inserção no mercado, voltada às exportações, antes e após sua privatização. O consórcio de acionistas controladores da Vale mudou algumas vezes entre 1997 e 2004, a partir de quando o grupo finalmente permaneceu estável por longos anos, até os dias atuais. Percebe-se, então, que as fontes de influência societária via participação acionária, sejam as ligadas ao Estado ou as ligadas ao setor privado, foram as mesmas durante quase todo o período que importa para o estudo de caso, que vai de 2003 a 2012. E, considerando as regras de governança corporativa que regem a relação dos controladores da Vale no acordo de acionistas da Valepar, fica claro que a influência governamental sobre os negócios da Vale não está garantida. Os acionistas ligados ao Estado, especialmente a Litel, com sua participação expressiva, podem vetar, mas não passar com independência dos demais controladores decisões importantes. Assim, a participação acionária de atores originados do setor privado, por mais que inferior em termos quantitativos, é igual à participação dos acionistas ligados ao Estado em termos de poder de controle, o que torna a influência governamental sobre a Vale longe de ser óbvia na prática.

O controle societário da Vale, assim, tem sido igualmente dividido entre acionistas ligados ao Estado e ao setor privado. Juntos, por sua vez, tais acionistas têm de chegar a um acordo sobre os membros do conselho de administração e da diretoria da Vale. No âmbito da companhia, as deliberações dos acionistas, dos conselheiros e dos diretores são mais ou menos decisivas a depender da matéria em questão e da fase do processo de decisão de uma dada proposta. Assim, compreender a composição do conselho de administração e da diretoria da Vale é tão relevante quanto a compreensão da sua estrutura acionária para analisar o peso da influência privada e da influência governamental sobre a empresa ao longo dos anos.<sup>157</sup>

---

<sup>157</sup> As diferentes versões do estatuto social da Vale, como reformado em assembleias de acionistas, foram consultadas para o período entre 2003 e 2012. Nesse período, não foram empreendidas mudanças no processo de decisão e da divisão de tarefas entre administradores e acionistas descritos a seguir. Ver, por exemplo, VALE

Um tipo de decisão corporativa cujo processo de aprovação vale a pena explorar diz respeito a fusões e aquisições, já que a realização de IED comumente envolve aquisições. Embora os acionistas devam aprovar em assembleia a realização de aquisições específicas, os diretores são os responsáveis pela submissão de propostas de aquisição, primeiramente para o conselho de administração, que opina sobre a proposta, após o que a assembleia geral pode decidir por aprovar ou rejeitar a proposta. O mesmo procedimento se aplica para qualquer novo investimento de porte que a diretoria julgue ser uma boa estratégia para a Vale, no Brasil ou no exterior.

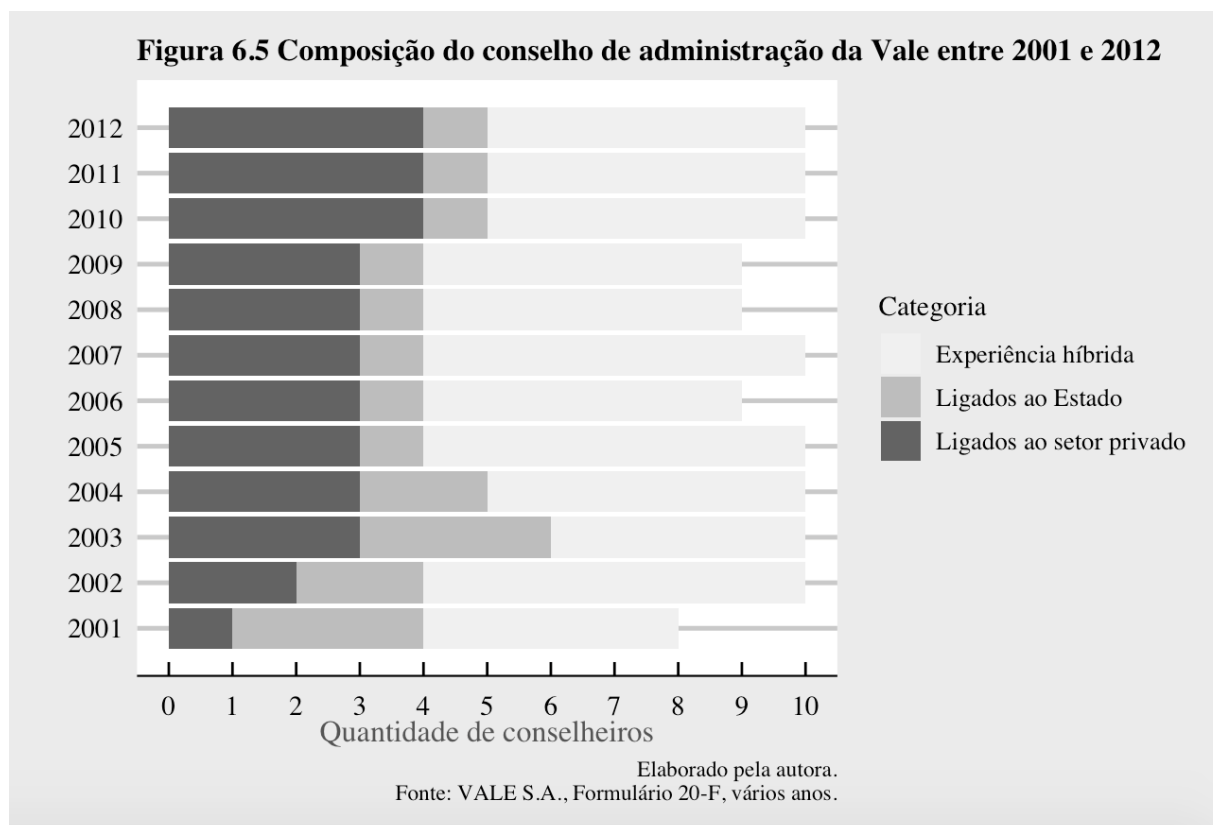
Um processo de decisão diferente se aplica para a aprovação dos planos de investimento anuais e multianuais, do orçamento anual e das prioridades estratégicas da Vale. Nesse caso, a diretoria envia uma proposta para aprovação pelo conselho de administração, ficando a assembleia de acionistas fora desse processo decisório. Com as *golden shares* do Tesouro Nacional, o governo pode vetar uma proposta que retire as atividades relacionadas à exploração de minério de ferro no Brasil das prioridades estratégicas da Vale, por exemplo, mas não pode intervir em proposta de captar oportunidades de investimento na produção de minérios diretamente na China ou no Canadá. Nesse caso, o conselho de administração tem de aprovar ou vetar, em parte ou no todo, a proposta de negócios geral enviada pela diretoria, e os acionistas, por sua vez, têm de aprovar ou rejeitar investimentos individualizados que, ao longo do tempo, a diretoria proponha na execução do plano de negócios. Assim, fica claro que a governança corporativa da Vale funciona como esperado em grandes empresas privadas com ações negociadas em bolsas de valores, em que a diretoria tem o papel ativo de propor estratégias, enquanto o conselho de administração e a assembleia geral têm papéis consultivos e de fiscalização, podendo, dentro das suas competências, vetar propostas.

A Figura 6.5 descreve a composição do conselho de administração da Vale no período entre 2003 e 2012. No período investigado, os conselheiros da Vale eram eleitos para mandatos de dois anos, mas a composição do conselho mudou com mais frequência que isso entre 2002 e 2007. Os conselheiros foram classificados como ligados ao Estado, ligados ao setor privado, ou como de experiência híbrida. Eles foram considerados como ligados ao Estado quando a sua experiência profissional antes de ingressar no conselho de administração

---

S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

da Vale foi declarada como completamente concentrada em outros postos ligados ao governo, como cargos no executivo e posições em empresas públicas. Outros conselheiros foram considerados ligados ao setor privado quando sua experiência prévia declarada estava toda concentrada em posições no mercado de trabalho das empresas privadas.<sup>158</sup>



A categoria “experiência híbrida” foi criada porque a maioria dos conselheiros da Vale nesse período não eram nem exclusivamente ligados ao Estado, nem ao setor privado na sua experiência profissional prévia declarada. A maioria deles, na verdade, tinha acumulado experiência profissional prévia relevante tanto em postos públicos ou de empresas estatais, como em posições no mercado de trabalho das empresas privadas antes de ingressar no conselho de administração da Vale. Um economista alinhado com a literatura de negócios internacionais veria aí evidência suficiente de influência governamental incidindo sobre a Vale,

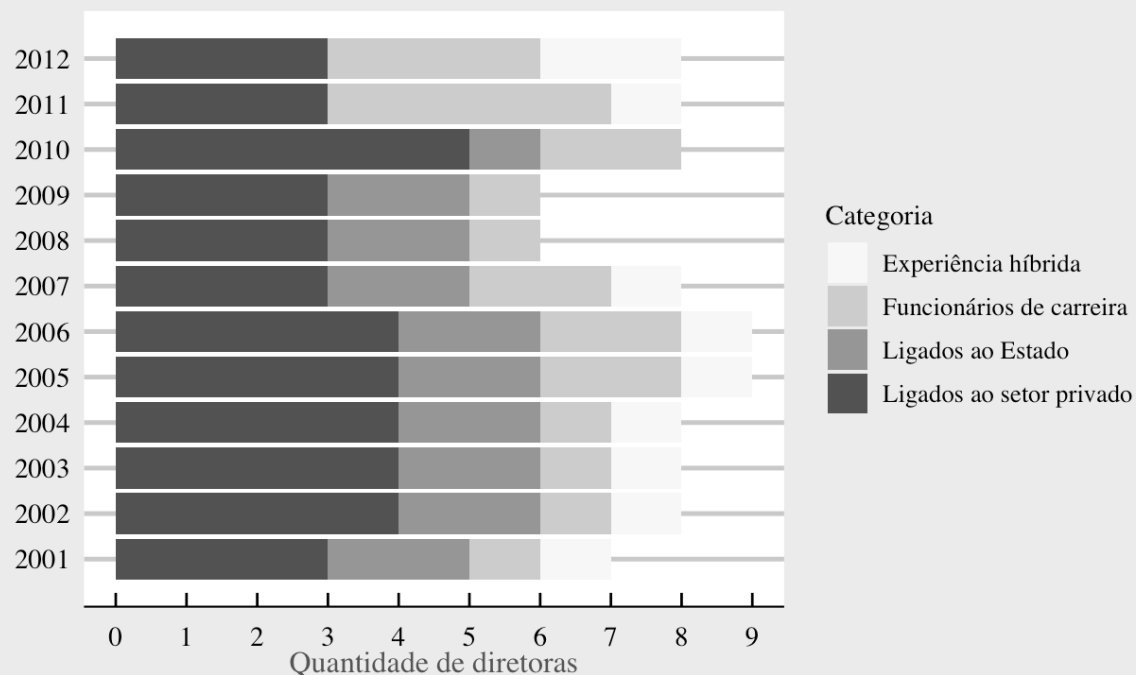
<sup>158</sup> Um conselheiro é eleito pelos empregados da Vale e foi considerada a possibilidade de classificá-lo em categoria própria. Mas, entre 2003 e 2012, nenhum desses conselheiros tinha experiência profissional prévia concentrada na Vale. Muitos deles, na verdade, declararam ter experiência profissional prévia exclusiva em postos ligados ao governo ou ao mercado de trabalho privado. Assim, os conselheiros indicados pelos empregados da Vale foram classificados como ligados ao Estado, ligados ao setor privado ou híbridos, conforme a sua experiência profissional prévia como efetivamente declarada em cada documento consultado.



o que seria uma avaliação correta. Contudo, é preciso reconhecer que os conselheiros com experiência profissional prévia concentrada exclusivamente no setor privado têm presença relevante na composição do conselho de administração da Vale no período investigado e que os conselheiros com experiência profissional híbrida foram maioria em todos os anos.

Avaliar a composição da diretoria da Vale, então, revela-se como informação-chave para compreender se a orientação esperada dos conselheiros ligados ao Estado ou dos conselheiros ligados ao setor privado prevaleceu. Afinal, os diretores foram indicados pelo híbrido conselho de administração encontrado na Vale no período investigado, sendo eles, e não os conselheiros, os administradores ativamente engajados na elaboração de propostas para as atividades da empresa. Como na análise do conselho de administração, os diretores da Vale foram classificados em ligados ao Estado, ligados ao setor privado ou de experiência híbrida. Na análise da diretoria, foi importante ainda acrescentar uma categoria, a de funcionários de carreira da Vale, já que em todos os anos entre 2003 e 2012 havia pelo menos um diretor com experiência profissional declarada exclusivamente na Vale. Como mostra a Figura 6.6, finalmente foi encontrada uma tendência mais conclusiva para a orientação dos negócios da Vale no período investigado: diretores com experiência profissional prévia concentrada em outras posições no mercado de trabalho privado dominaram a diretoria da Vale entre 2003 e 2010. Após isso, funcionários de carreira da Vale passaram a ser maioria.

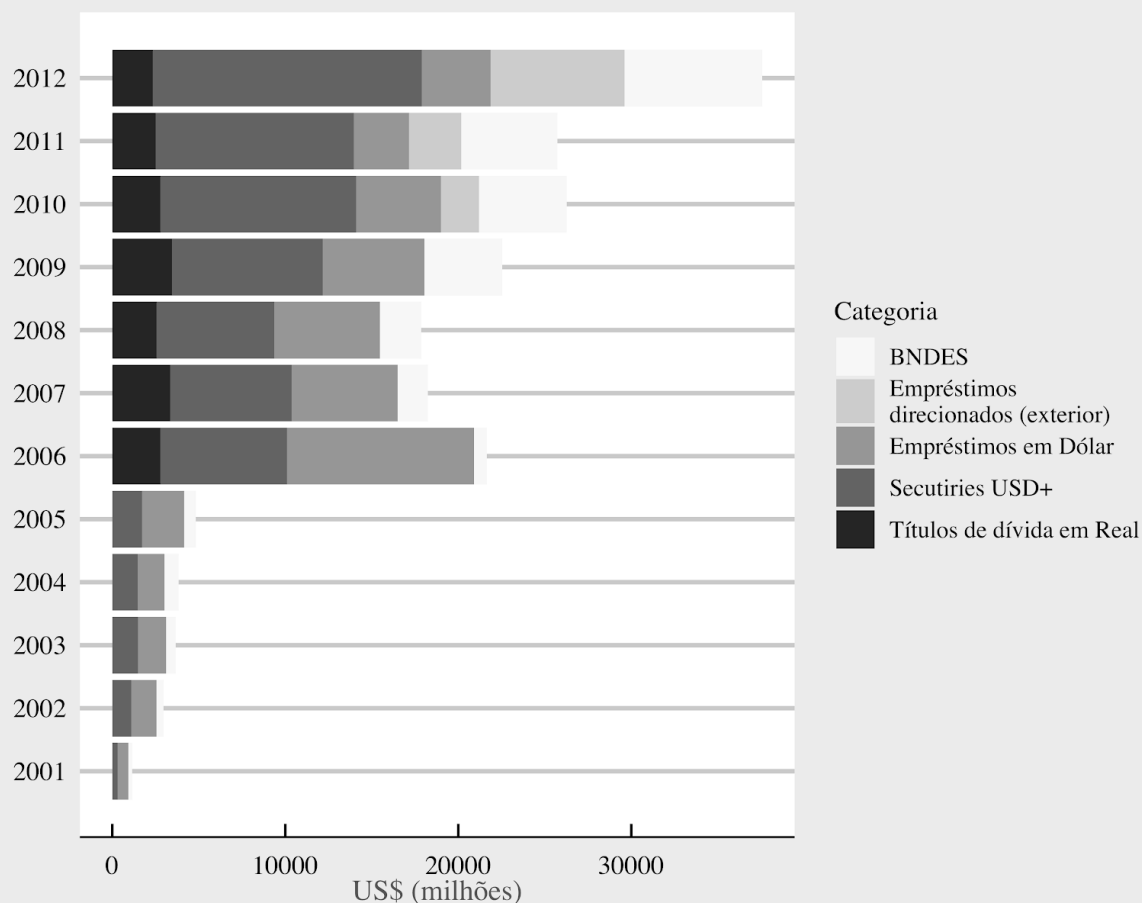
**Figura 6.6 Composição da diretoria da Vale entre 2001 e 2012**



Elaborado pela autora.  
Fonte: VALE S.A., Formulário 20-F, vários anos.

As Figuras 6.5 e 6.6 fazem mais sentido com a avaliação conjunta da trajetória de investimentos da Vale. Mas, antes de seguir adiante com a narrativa da trajetória de internacionalização via IED da Vale, é relevante também descrever a estrutura de capital da empresa entre 2003 e 2012, já que os credores também tendem a ter voz na governança corporativa das empresas. Apesar de a Vale ter emitido novas ações uma vez no período investigado, os seus documentos corporativos indicam que apenas fontes de dívida foram usadas para cobrir seus investimentos e suas necessidades de capital de giro. Assim, a Figura 6.7 descreve apenas as fontes de dívida da Vale entre 2003 e 2012, cuja composição reforça a percepção de que a Vale foi uma empresa orientada por fortes valores de mercado no período investigado, já que fontes de débito privadas, especialmente internacionais, dominaram a sua estrutura de capital ao longo desses anos.

**Figura 6.7 Estrutura de capital da Vale entre 2001 e 2012**



Elaborado pela autora.  
 Fonte: VALE S.A., Formulário 20-F, vários anos.

Em relação a outras fontes, o crédito do BNDES se tornou mais expressivo de 2007 em diante. A Vale também declarou ter começado a usar com mais frequência crédito direcionado de outros governos entre 2010 e 2012. Esse crédito veio do Canadá, do Japão e da China através, respectivamente, dos bancos públicos: o *Export Development Canada*; o *Japan Bank for International Cooperation*; o *Nippon Export and Investment Insurance*; o *Export-Import Bank of China*; e o *Bank of China Limited*. Títulos de dívida emitidos no mercado de capitais brasileiro também cobriram parte das necessidades de capital da Vale, especialmente entre 2006 e 2012. Contudo, empréstimos tomados em Dólar com bancos estrangeiros e títulos de dívida emitidos em moeda estrangeira dominaram a estrutura de capital da empresa entre 2002 e 2005 e foram sempre mais relevantes que outras fontes entre 2006 e 2012.

### 6.3.1.1 A estratégia da Vale como empresa privada

Ao longo dos ajustes na estrutura acionária da Valepar e, conseqüentemente, no controle societário da Vale em curso no início dos anos 2000, Roger Agnelli foi eleito o primeiro CEO da companhia após a sua privatização, em 2002, cargo que ocupou até 2011. Agnelli renunciou ao posto de CEO após o aumento das pressões governamentais sobre os negócios da Vale, como documentado em fontes jornalísticas, o que será explorado adiante. Ele havia construído uma carreira exitosa no grupo Bradesco, no qual ocupou várias posições de confiança ao longo dos anos 1990. A imprensa especializada recebeu positivamente a nomeação de Agnelli como CEO no contexto da privatização da Vale por ter tido ele uma longa e bem-sucedida carreira no setor privado até então, o que criou entre os investidores privados da Vale a expectativa de que os valores de mercado seriam a partir dali promovidos com prioridade na empresa.<sup>159</sup>

Depois de assumir o cargo como CEO da Vale, Agnelli primeiramente propôs a reorientação das atividades da empresa no sentido de reduzir seu escopo de atividades e concentrar esforços na extração de minérios novamente, já que, no contexto da sua privatização, a Vale tinha negócios mais diversificados. Como consequência, os novos investimentos da Vale no início dos anos 2000 no Brasil se concentraram bastante em produtos minerais, principalmente minério de ferro, carvão, alumina e bauxita. Até 2008, a Vale manteve apenas investimentos transitórios de valores limitados em outras atividades, como siderurgia, rodovias e energia, vistas como complementares às atividades centrais de mineração (Ver Anexo IV). Um desses investimentos ocorreu na companhia siderúrgica brasileira CST, em 2003, por exemplo, da qual a Vale desinvestiu já em 2004, em negócio que gerou fluxo de caixa imediato.<sup>160</sup>

<sup>159</sup> Roger Agnelli morreu tragicamente num acidente de avião em 2016, junto da sua esposa, seus dois filhos, assim como sua nora e seu genro. Seu obituário no *The Wall Street Journal* narra a sua carreira em detalhes, incluindo o contexto da sua nomeação como o primeiro CEO da Vale após a privatização da empresa e, posteriormente, as circunstâncias da sua renúncia ao cargo. Ver LEWIS, James R. Hagerty and Jeffrey T., Roger Agnelli Transformed Vale Into One of the World's Biggest Miners: 1959-2016, **Wall Street Journal**, 2016.

<sup>160</sup> Ver nota sobre esse desinvestimento no formulário 20-F submetido pela Vale à SEC relativo ao encerramento do ano fiscal de 2004: “Em julho de 2004, a companhia vendeu para a Arcelor, a maior siderúrgica do mundo, 4,42% das ações ordinárias e 29,96% das ações preferenciais da Companhia Siderúrgica Tubarão, ou CST, por US\$ 415 milhões. Em dezembro de 2004, a companhia vendeu o restante da sua participação na CST para a Arcelor por US\$ 164 milhões. Isso foi possível diante da concordância das demais partes do acordo de acionistas da CST, que não exerceram seu direito de preferência. Isso resultou no desinvestimento total da participação da companhia na CST”. Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F

Ao longo da reorientação da Vale para um foco mais preciso nas suas atividades de mineração, Agnelli propôs outras duas iniciativas que marcariam a trajetória da empresa nos anos seguintes, que foram o desinvestimento em massa de outros negócios sem complementaridades com as atividades de mineração e o investimento em pesquisa e desenvolvimento para explorar as possibilidades de crescer por meio de IED. Nesse contexto, os desinvestimentos da Vale no Brasil entre 2002 e 2007 foram mais diversificados que os seus investimentos da empresa no país e incluíram várias vendas de ativos e participações nos setores de siderurgia; papel e celulose; transporte marítimo; rodovias; fertilizantes; energia; logística; e até mesmo alguns minerais cuja extração foi descontinuada (Ver Anexo V). A trajetória de investimentos e desinvestimentos no exterior nesse período, por outro lado, foi mais lenta.

Até 1995, alguns anos antes da sua privatização, a Vale já tinha realizado alguns investimentos diretos no exterior, estando, por conta disso, presente nos Estados Unidos, no Reino Unido, no Japão e na Libéria por meio de subsidiárias integrais ou joint ventures.<sup>161</sup> Durante o seu processo de privatização, em 1997, a Vale assinou um Contrato de Risco para Investimentos em Pesquisa Mineral, para explorar, com apoio financeiro do BNDES, novas possibilidades de exploração de minérios no Brasil e no exterior. Esse primeiro contrato de risco com o BNDES para financiar pesquisa e desenvolvimento no setor mineral esteve em vigor pelos próximos 10 anos, durante os quais a Vale tinha a opção de receber recursos do BNDES na forma de dívida. Entre 2002 e 2003, a Vale realizou investimentos em pesquisa e desenvolvimento no Peru, no Chile e no Gabão, usando o equivalente a 19 milhões de Dólares americanos dos fundos aprovados pelo BNDES.<sup>162</sup> Depois disso, a Vale não chegou a usar o contrato de risco com o BNDES em outras atividades no exterior, destinando-o completamente às atividades de pesquisa e desenvolvimento no Brasil.<sup>163</sup> Esse contrato de risco com o BNDES

---

annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2004.

<sup>161</sup> Conforme apuração feita pelo BNDES em 1995. Ver BONELLI, Regis (coord.), **Caracterização do processo de internacionalização de grupos econômicos privados brasileiros**, [s.l.]: AP/DEPES, GEPES 1, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1995.

<sup>162</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2003.

<sup>163</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.

foi renovado em 2007, por mais 10 anos, mas a Vale não chegou a usar os recursos vinculados a tal renovação em atividades de pesquisa no exterior.<sup>164</sup>

Entre 2001 e 2005, a Vale declarou ter realizado algumas operações de IED. As mais relevantes foram a aquisição da Caemi e da Elkem Rana AS, assim como o investimento em joint ventures para explorar reservas de carvão em Moatize e Belvedere. A Vale adquiriu a Caemi em várias operações diferentes entre 2001 e 2006, pelo preço final de 2,5 bilhões de Dólares americanos na época. A Caemi foi constituída no Brasil, apesar de ter controladores sediados no Canadá, e era uma companhia aberta no Brasil e no Canadá, sendo titular de vários investimentos em minério de ferro e pelotas em ambos os países. Inicialmente, a Vale adquiriu apenas 50% do capital da Caemi e, entre 2001 e 2005, compartilhou seu controle societário com uma subsidiária do grupo Mitsui, que passou a integrar seu próprio grupo de controle ao longo desse período. Após, em 2006, a Vale adquiriu a parte da Mitsui no capital da Caemi, fundindo suas ações às da companhia adquirida. A Vale considerava que as operações da Caemi seriam essenciais para liderar a oferta de minério de ferro durante o superciclo gerado pela demanda chinesa, pois avaliava ser capaz de suprir no mercado global o melhor tipo de minério de ferro existente para uso na indústria siderúrgica com a aquisição da Caemi.<sup>165</sup>

A aquisição da Caemi prometia aumentar a fatia global detida pela Vale no fornecimento de minério de ferro mundial de tal forma que a Comissão Europeia para a Competição condicionou a operação à venda de uma das subsidiárias da Caemi, em Quebec, no Canadá.<sup>166</sup> Ao longo dos anos 2000, o minério de ferro fornecido pela Vale de fato se provou mais competitivo que o fornecido pelas suas principais concorrentes, a *Rio Tinto* e a *BHP Billiton*, mesmo considerando que estas últimas eram capazes de transportar seu minério de ferro de menor qualidade para a China a custos inferiores.<sup>167</sup> Enquanto as operações que resultaram na aquisição total da Caemi estavam em curso, a Vale adquiriu também a produtora de ferroligas norueguesa Elkem Rana AS em 2003, subsequentemente renomeada como

---

<sup>164</sup> Ver *Ibid.*

<sup>165</sup> COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD Finalizes the Acquisition of CAEMI, 2001.

<sup>166</sup> COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

<sup>167</sup> Isso foi declarado pela Vale nos formulários 20-F submetidos à CVM em 2001 e 2008. Ver *Ibid.*; COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

RDMN.<sup>168</sup> A Vale investiu 16,7 milhões de Dólares para adaptar a infraestrutura da RDMN para a produção de ferroligas de manganês. Essa aquisição foi menos expressiva em termos de valor de mercado comparada à da Caemi, mas expandiu significativamente os negócios da Vale no setor de ferroligas na Europa continental. A Vale havia recentemente vendido uma subsidiária integral na Europa, a Rio Doce Manganese Europa, e era esperado que a RDMN suprisse o vazio deixado por esta na capacidade da Vale de fornecer ferroligas de manganês.<sup>169</sup>

Outros investimentos no exterior em pesquisa e desenvolvimento, menos expressivos em termos de valor, estavam em curso nesse período, incluindo as explorações internacionais mencionadas acima e, mais importante, o investimento da Vale na joint venture de Moatize para explorar reservas de carvão em Moçambique. Em 2003, durante a gestão de Carlos Lessa, o BNDES sinalizou seu interesse em prover crédito para tal investimento de pesquisa da Vale em Moçambique, onde o governo local havia lançado uma concorrência pública para contratar uma mineradora capaz de realizar estudos de viabilidade nas reservas de Moatize.<sup>170</sup> Mas a Vale dispensou a oferta de crédito do BNDES nessa ocasião e enviou uma proposta para a concorrência pública em consórcio com a *Iscor*, uma estatal sul-africana, com financiamento da *Industrial Development Corporation*, uma instituição internacional com foco em projetos em países em desenvolvimento.<sup>171</sup>

Em 2004, pela primeira vez, a Vale declarou em seus documentos corporativos a intenção de se tornar mais competitiva no fornecimento mundial de minerais com a expansão para outros países do Sul global. Nesse momento, a empresa tinha investimentos em pesquisa e desenvolvimento em curso não apenas no Brasil, mas também no Peru, no Chile, na Argentina, na Mongólia, no Gabão, em Angola e em Moçambique.<sup>172</sup> Ao mesmo tempo que essa estratégia foi formalizada nas comunicações oficiais da Vale, o ex-presidente Lula, no seu primeiro mandato, vinha priorizando as relações bilaterais com a China e endossou pessoalmente em ocasiões públicas investimentos conjuntos da Vale com parceiras chinesas.<sup>173</sup>

---

<sup>168</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2003.

<sup>169</sup> Ver *Ibid.*

<sup>170</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale, CVRD, IDC and ISCOR sign Memorandum of Understanding to Develop Moatize Coal mine., 2003.

<sup>171</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Further Clarification on Moatize Coal Project, 2003.

<sup>172</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2004.

<sup>173</sup> Ver fatos relevantes e comunicados ao mercado da Vale em 2004 submetidos à CVM, especialmente o seguinte, indicando que a Vale firmou uma joint venture com a companhia chinesa Chalco para explorar reservas

Esses investimentos conjuntos eram limitados a projetos no Brasil naquele momento, mas já existiam negociações em curso para expandir o uso de joint ventures em parceria com empresas chinesas para os negócios da Vale no exterior.<sup>174</sup>

Contudo, embora a Vale tenha continuado a realizar ações de marketing em torno das atividades de pesquisa e desenvolvimento em outros países do Sul global, os investimentos efetivamente realizados nos anos posteriores se concentraram em países desenvolvidos. Em 2005, a Vale investiu em joint venture com as empresas *Aquila Resources Limited* e *AMCI Holdings Australia Pty* para explorar um projeto de extração de carvão em Belvedere, na Austrália.<sup>175</sup> A Vale esperava encontrar em torno de 2,7 bilhões de toneladas de carvão metalúrgico na reserva de Belvedere. Terminados os estudos de viabilidade, a empresa teria a opção de adquirir 51% da joint venture pactuada a um preço fixo, ou 100% da joint venture por valor de mercado.<sup>176</sup> Em 2007, a Vale optou por adquirir 51% desse investimento conjunto por 45 milhões de Dólares,<sup>177</sup> assim como logrou adquirir 100% do capital da sua parceira australiana *AMCI Holdings*, por outros 656 milhões de Dólares americanos.<sup>178</sup>

Ao lado das atividades estabelecidas na Austrália, a expansão internacional da Vale continuou com foco em reservas de níquel e minério de ferro presentes em várias localidades do mundo através da aquisição de duas concorrentes canadenses entre 2005 e 2006, a *Canico* e, mais importante que qualquer outra aquisição, a *Inco*. A Vale primeiramente adquiriu, no início de 2005, 93% do capital votante da *Canico* por 750 milhões de Dólares.<sup>179</sup> A *Canico* era sediada no Canadá, mas tinha o propósito de explorar a mina de níquel de Onça-Pruma, no Brasil. Em dezembro de 2005, a Vale adquiriu mais 6,2% do capital votante da *Canico* por 50 milhões de Dólares. E, finalmente, em fevereiro de 2006, a Vale concluiu a

---

de alumínio no Brasil. Essa joint venture foi anunciada em missão diplomática oficial do Brasil na China, com a presença do ex-presidente Lula. Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD e Chalco Assinam Acordo para Investimento Conjunto em Refinaria de Alumina no Brasil, 2004.

<sup>174</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD associa-se para a produção de coque metalúrgico na China, 2004; COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD Assina Acordo para a Produção de Carvão na China, 2004.

<sup>175</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2005.

<sup>176</sup> Ver *Ibid.*

<sup>177</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD exercises option for Belvedere, 2007.

<sup>178</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.

<sup>179</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2005.



aquisição da *Canico*, levando ao cancelamento da listagem da companhia na bolsa de valores de Toronto.<sup>180</sup> Com isso, a *Canico* tornou-se uma subsidiária integral da *Vale*.

Em novembro de 2006, a *Vale* iniciou o processo de aquisição da *Inco*. Primeiramente, a *Vale* adquiriu 75,66% do capital da companhia, então a segunda maior produtora de níquel do mundo, em oferta hostil no mercado de capitais canadense. Até o fim de 2006, a *Vale* havia conseguido aumentar sua participação no capital da *Inco* para 87,73%. Em janeiro de 2007, a fusão da *Inco* com a subsidiária da *Vale* no Canadá, a *Itabira Canada Inc.*, resultou na aquisição de 100% do capital da *Inco*, cujo nome social passou a ser *CVRD Inco Limited*. A *Vale*, finalmente, cancelou a listagem da *Inco* das bolsas de valores em que esta era listada no Canadá e nos Estados Unidos. O custo total da aquisição da *Inco* foi 18,931 bilhões de Dólares.<sup>181</sup>

A *Vale* usou fluxos de caixa gerados pela venda de minério de ferro e fontes estrangeiras de financiamento em todas as aquisições e investimentos realizados no exterior entre 2003 e 2012. A aquisição da *Inco*, em particular, demandou um empréstimo-ponte de um consórcio de 30 bancos estrangeiros, incluindo os bancos líderes *Credit Suisse*, *UBS*, *ABN AMRO* e *Santander*.<sup>182</sup> Subsequentemente, a *Vale* emitiu títulos de dívida no Brasil e no exterior, em 2007, para pagar este empréstimo-ponte antecipadamente.<sup>183</sup> Salvo melhor juízo e com base nas várias fontes documentais consultadas ao longo da pesquisa, a aquisição da *Inco* é, até o presente momento, a maior operação de IED já realizada por uma empresa brasileira, tendo sido também uma das maiores aquisições internacionais realizadas no mundo em 2006. Mas, no geral, foi a imprensa especializada internacional que documentou a aquisição da *Inco* pela *Vale* em maiores detalhes entre 2005 e 2006 e não houve campanha contra a operação no Brasil a partir da voz dos acionistas da *Vale*, seja dos investidores institucionais presentes no grupo de controle que são ligados ao Estado ou dos demais acionistas controladores. Assim, não foram encontradas evidências de oposição à aquisição da *Inco* articulada por grupos de interesse no Brasil.

A aquisição da *Inco* foi um ponto de inflexão na trajetória da *Vale*. Apesar de várias operações de IEDs terem sido realizadas concomitantemente, ou em curto período, os

---

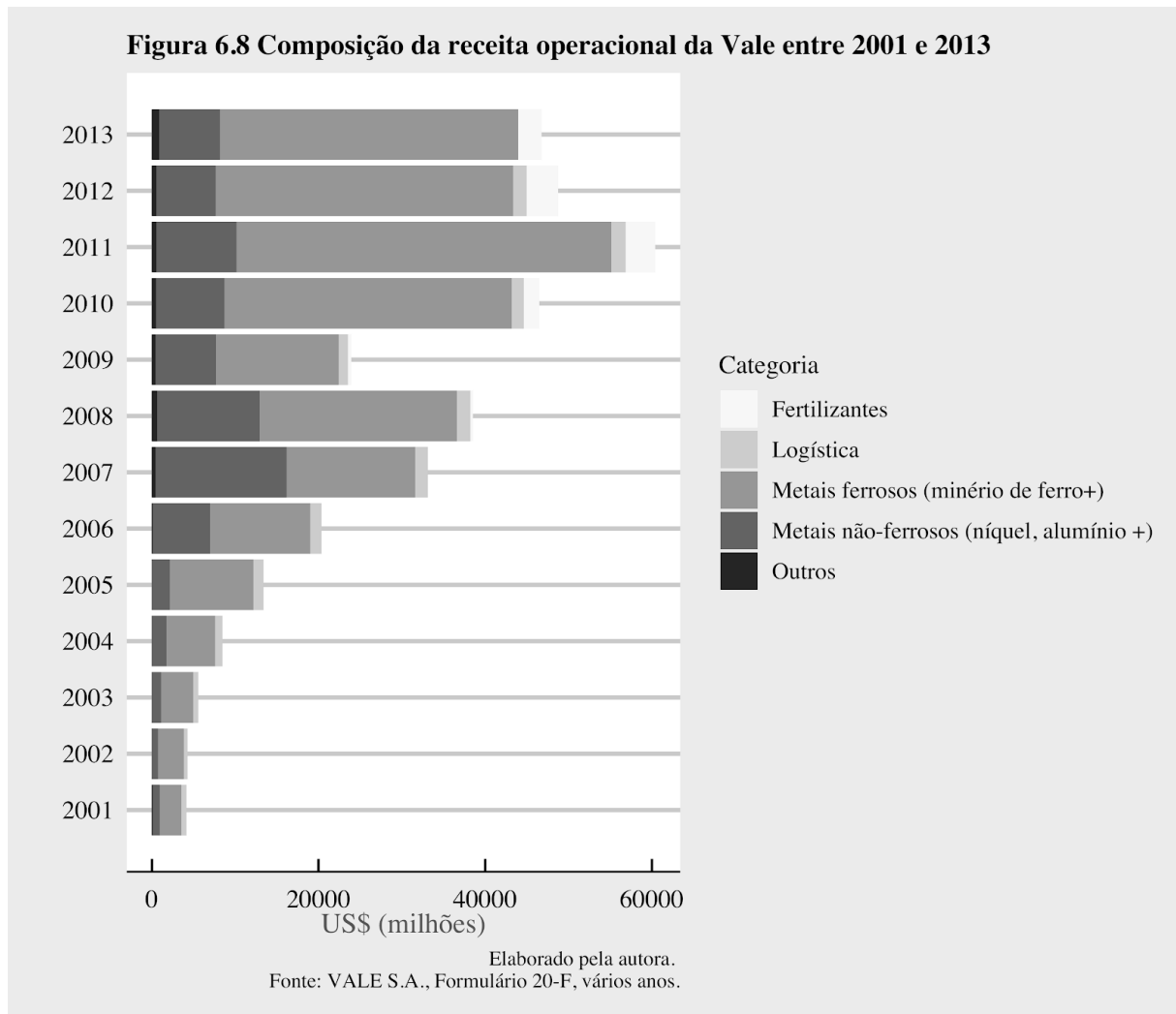
<sup>180</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD conclui aquisição da *Canico*, 2006.

<sup>181</sup> Ver *Ibid.*

<sup>182</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD announces proposed all-cash offer to acquire *Inco*, 2006.

<sup>183</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD concludes the take out of the bridge loan, 2007.

ativos adquiridos com a *Inco* foram capazes de impactar a composição das receitas da Vale no curto prazo. Como mostra a Figura 6.8, minerais ferrosos, principalmente por conta das receitas com a comercialização de minério de ferro, responderam pela maior parte dos ganhos brutos da Vale entre 2001 e 2006. De 2006 em diante, receitas com metais não-ferrosos cresceram a taxas maiores, em parte por conta das vendas de alumínio, mas principalmente por causa do acréscimo gerado pelas vendas de níquel oriundas da aquisição da *Inco*. Em 2007, as receitas com a venda de minério de ferro e níquel foram praticamente as mesmas, 11,908 e 11,789 bilhões de Dólares, respectivamente.<sup>184</sup> As outras aquisições e investimentos internacionais realizados na extração de carvão, ferroligas e manganês antes de 2006 não foram capazes de impactar as receitas da Vale da mesma forma, em prazo tão curto.



<sup>184</sup> COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

As relações da Vale com o governo e a sociedade civil organizada no exterior também mudaram por causa da aquisição da *Inco*. Complexas negociações tiveram de ser empreendidas com sindicatos de trabalhadores e autoridades governamentais para viabilizar essa aquisição, além da obtenção de licenças ambientais e aprovações de autoridades antitruste no Canadá e na Europa.<sup>185</sup> A Vale também teve de obter a aprovação do Ministro da Indústria do Canadá por força do *Investment Act of Canada*. Consideradas em conjunto, as negociações com sindicatos e as aprovações governamentais impuseram as seguintes condições à aquisição da *Inco* pela Vale: i) manter localmente em Toronto a gestão dos negócios da Vale relacionados à extração de níquel no Canadá; ii) manter o número de empregados da Vale nas unidades adquiridas no Canadá inalterado, sem a realização de demissões nos primeiros três anos após a aquisição, e sem realizar demissões, em nenhum momento, acima de 15% dos postos de trabalho totais mantidos pela *Inco* no Canadá no momento da aquisição; iii) cumprir com os termos do acordo firmado pela *Inco* e o governo do Canadá para completar o projeto de níquel em *Voisey's Bay*, na região de Newfoundland e Labrador, em pelo menos 18 meses; iv) aumentar os investimentos em pesquisa e desenvolvimento no Canadá por pelo menos os três anos subsequentes à aquisição da *Inco*; v) assegurar o cumprimento dos contratos de fornecimento de níquel em curso firmados com empresas canadenses; e vi) manter a política de responsabilidade social da *Inco*, assim como continuar os projetos sociais em curso no Canadá.<sup>186</sup> Por causa da aquisição da *Inco*, a Vale declarou em 2007 que as condições econômicas, políticas, regulatórias e sociais não apenas do Brasil, mas também do Canadá, da Nova Caledônia e da Indonésia poderiam impactar sua produção e performance financeira.<sup>187</sup>

A primeira operação de IED da Vale na China também ocorreu em 2006, quando um investimento de 4 bilhões de Dólares foi realizado para adquirir 25% de uma joint venture de pelotas no país.<sup>188</sup> As parceiras da Vale nessa joint venture eram as empresas chinesas *Zhuhai Yueyufeng Iron e Steel Co. Ltd.* (com 40% da joint venture) e *Pioneer Iron &*

---

<sup>185</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

<sup>186</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, CVRD obtém aprovação para aquisição da *Inco*, 2006.

<sup>187</sup> Nos formulários de referência submetidos à SEC em anos anteriores, a administração da Vale havia relatado o impacto possível apenas das condições econômicas, políticas e sociais do Brasil nos seus negócios. Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.

<sup>188</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

*Steel Group Co. Ltd.* (com 35% da joint venture). Esse investimento foi relevante para a Vale manter sua liderança como fornecedora no mercado de pelotas e minério de ferro demandados pela indústria siderúrgica chinesa. Mas não houve muita publicidade ou repercussão sobre esse investimento em 2006, já que ele ocorreu enquanto tanto a Vale quanto a imprensa se concentravam em documentar em detalhes a aquisição da *Inco*, a qual envolveu a reação do governo e de grupos de interesse organizados no Canadá.

Não parece ter havido intervenção governamental sobre a aquisição da *Inco* no Brasil, muito embora esse investimento tenha submetido a Vale a uma influência governamental maior no Canadá por um período. As primeiras divergências públicas entre Agnelli e Lula sobre a administração da Vale vieram a público apenas em 2008, quando a Vale encomendou 12 navios à empresa chinesa *Rongsheng Shipbuilding and Heavy Industries* por 1,6 bilhões de Dólares.<sup>189</sup> A Vale pretendia usar tais navios em um novo serviço de entrega expressa na Ásia. A insatisfação do ex-presidente com a escolha da Vale de adquirir navios na China e não no Brasil se tornaria pública depois, em 2009, como explorado no próximo tópico desta seção.<sup>190</sup>

O superciclo na demanda mundial de minério de ferro acabou em 2008. A demanda chinesa era originada, principalmente, pela demanda da indústria siderúrgica, que produzia insumos para a indústria de construção civil no mundo inteiro. A crise financeira global de 2008 desacelerou a demanda mundial por serviços de infraestrutura, impactando indiretamente na demanda global por minério de ferro e outros produtos relacionados. A crise também impactou negativamente a demanda mundial pelo níquel da Vale, usado preponderantemente na indústria de países desenvolvidos, que sentiram os efeitos da crise de forma mais aguda que os países emergentes.<sup>191</sup> A redução causada pela crise nas margens de lucro da Vale não chegou, de toda forma, a reduzir o apetite da empresa por aquisições internacionais no curto prazo.

Ainda em 2008, a Vale tentou um investimento no exterior ainda maior que a aquisição da *Inco*, que seria a aquisição da mineradora suíça *Xtrata Pic*.<sup>192</sup> Fontes jornalísticas

---

<sup>189</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale sets a dedicated Brazil-Asia shuttle service.

<sup>190</sup> Pres. Lula says Vale should buy Brazilian ships, **Reuters**, 2009.

<sup>191</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

<sup>192</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale discontinues negotiations for the acquisition of Xstrata, 2008.

indicaram que Agnelli chegou a explorar primeiramente a opinião do governo brasileiro sobre uma oferta hostil para adquirir a Xstrata.<sup>193</sup> Fontes da imprensa sugeriram que Agnelli explorou primeiramente com Lula e Mantega, já Ministro da Fazenda nesse momento, a posição do governo sobre essa aquisição. Essa atitude do CEO da Vale para obter um aval informal do governo fazia sentido naquele momento, considerando que já existiam sinais de que as relações governamentais da Vale no Brasil estavam estremecidas. De acordo com a imprensa, Lula consultou Luciano Coutinho, presidente do BNDES na ocasião, que considerou a aquisição da *Xtrata* uma boa estratégia para a Vale. Diante disso, Lula teria prometido não intervir nesse negócio. Contudo, em assembleia geral, os acionistas da *Xtrata* rejeitaram a oferta da Vale, que descontinuou as negociações em curso com a administração da mineradora suíça após esse evento.<sup>194</sup>

Em maio de 2010, a Vale ainda chegou a adquirir 51% do capital votante de uma empresa exploradora de concessões públicas de mineração em Simandou do Sul, na Guinéa.<sup>195</sup> Em conexão com essa aquisição, a Vale se comprometeu a investir no melhoramento de 660 quilômetros da rodovia Trans-Guinéa para o transporte de passageiros e cargas. Na Figura 6.9, abaixo, são descritos os investimentos e desinvestimentos no exterior realizados pela Vale entre 2003 e 2012. Todos os investimentos declarados pela Vale nos formulários enviados à SEC nesses anos estão também descritos no Anexo VI.

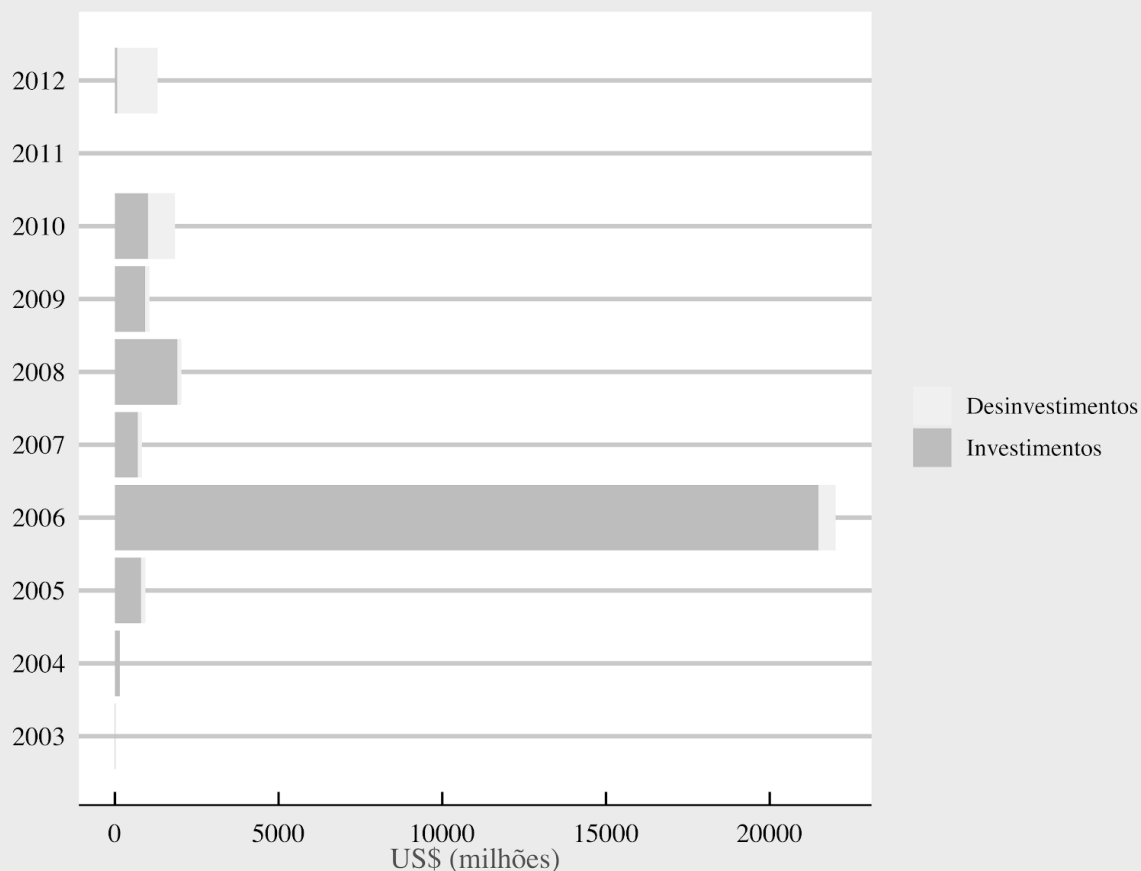
---

<sup>193</sup> LAGE, Janaina, Governo sinaliza apoio aos planos da Vale para a compra da Xstrata, **Folha de S.Paulo**, 08/02/2008. ed. 2008.

<sup>194</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale denies rumors about acquisition, 2008.

<sup>195</sup> Ver VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.

**Figura 6.9 Trajetória de investimentos e desinvestimentos no exterior da Vale entre 2003 e 2012**



Elaborado pela autora.  
 Fonte: VALE S.A, Formulário 20-F, vários anos.

De 2003 a 2012, a Vale realizou desinvestimentos no Canadá, nos Estados Unidos, na Indonésia e na Austrália, em algumas situações por motivos regulatórios, em outras para se desfazer de negócios que não vinham gerando retorno financeiro (Ver anexo VII). Ao contrário do avaliado por Rodrigues e Dieleman, tais desinvestimentos parecem indicar uma reversão na presença internacional da Vale.<sup>196</sup> Durante a administração de Agnelli, a Vale se tornou uma grande multinacional no setor de mineração, com foco na mineração de minério de ferro, que era tradicionalmente sua principal atividade, assim como na mineração de níquel. A internacionalização da empresa para tais finalidades permanece inalterada. Alguns desinvestimentos ocorridos entre 2003 e 2012 foram apenas parciais, como quando a Vale

<sup>196</sup> Ver RODRIGUES; DIELEMAN, The internationalization paradox. Ver discussão na seção 6.2, acima.

vendeu parte de sua participação na *Mosaic*, empresa estadunidense do setor de fertilizantes com operações em vários países, e de sua participação na *Bayovar*, empresa que explora fosfato no Peru, ambos os desinvestimentos ocorridos em 2010.<sup>197</sup> Antes disso, em 2009, a Vale vendeu também parte de seu investimento na sua subsidiária de níquel na Indonésia, para cumprir com os requisitos mínimos de ações em circulação no mercado de capitais de acordo com as leis locais.<sup>198</sup>

Outra parte dos desinvestimentos ocorreu para escapar de más condições locais para investimento no país receptor. Em 2006, por exemplo, no auge da internacionalização da Vale, a empresa decidiu vender sua participação na produtora de pelotas *Gulf Industrial Investment Company*, no Bahrain, para sua parceira local, a estatal *Gulf Investment Corporation*, por 418 milhões de Dólares. A Vale atribuiu esse desinvestimento a diferenças de visão com a administração da *Gulf Investment Corporation* sobre como gerir a produtora de pelotas com esta controlada em conjunto.<sup>199</sup> Ao longo de 2009, para conter os prejuízos sofridos dada a crise financeira de 2008, a Vale vendeu participações em subsidiárias de níquel nos Estados Unidos e na China.<sup>200</sup> A venda da subsidiária *Oman Pelletizing LLC*, em 2012, ocorreu por razões de mercado, diante da oportunidade de realizar um desinvestimento com lucro.<sup>201</sup>

Mesmo com esses desinvestimentos, um decréscimo substantivo nas atividades da Vale no exterior na mineração de níquel e minério de ferro nunca ocorreu e a Figura 6.7, acima, mostra que as receitas das vendas desses produtos minerais permaneceram centrais para a Vale no longo prazo. Apesar da retração na demanda causada pela crise, as vendas no exterior da Vale continuaram a responder por percentual significativo da sua receita operacional de 2009 em diante, o qual foi sempre superior a 80% da receita total, em bases similares ao observado antes de 2008<sup>202</sup> (ver Tabela 6.6).

---

<sup>197</sup> Ver VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.

<sup>198</sup> Ver VALE S.A., Vale vende 2,07% da PTI, 2009.

<sup>199</sup> Ver COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

<sup>200</sup> VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.

<sup>201</sup> VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

<sup>202</sup> Os documentos corporativos relativos ao exercício social de 2008 da Vale não separam as receitas obtidas com vendas a partir do Brasil das receitas obtidas com vendas diretamente no exterior.

**Tabela 6.6. Receita operacional bruta da Vale no Brasil e no exterior entre 2006 e 2013 (%)**

	2006	2007	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Brasil</b>	18.40%	14.60%	15.60%	16.80%	17.10%	16.80%	13.10%
<b>Receita exterior</b>	81.60%	85.40%	84.40%	83.20%	82.90%	83.20%	86.90%

Elaborado pela autora.

Fonte: COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, IAN - Informações Anuais 2008; VALE S.A., Formulário de Referência, vários anos.

A Vale também continuou a ser considerada uma multinacional bem estabelecida na opinião pública internacional, mantendo sua posição na série WIR da UNCTAD<sup>203</sup> e em outras listas de multinacionais.<sup>204</sup> Assim, a trajetória de novos investimentos internacionais da Vale desacelerou permanentemente em meados de 2010, mas sua presença internacional se manteve. Ademais, o estacionamento da trajetória de novos investimentos no exterior parece ser explicada por circunstâncias de mercado, ao invés da influência governamental que incidia sobre a governança corporativa da Vale.

### 6.3.1.2 A trajetória de investimentos no Brasil 2003-2012

A performance da Vale no Brasil, ao invés da sua trajetória internacional, é essencial para compreender como a influência governamental operou sobre a empresa no Brasil durante os governos do PT. Existe na trajetória de negócios da Vale no Brasil nesse período um ponto de inflexão que gerou reação no segundo governo Lula, em 2009. Como explorado no tópico anterior, a crise financeira de 2008 teve um efeito imediato nos negócios da Vale. A empresa teve de reduzir a produção de minério de ferro e de níquel para conter os prejuízos gerados pela redução da demanda global por esses produtos. As condições regulatórias impostas à Vale na aquisição da *Inco* ainda limitavam parcialmente a realização de demissões no Canadá, que ainda assim foram realizadas no limite do possível, sendo

<sup>203</sup> Ver Tabela 6.5, acima, mostrando que a Vale passou da décima segunda posição em 2007 para a quarta posição em 2009 na lista das maiores empresas multinacionais de países em desenvolvimento em relação ao volume de ativos detido no exterior.

<sup>204</sup> Em 2014, por exemplo, o Boston Consulting Group considerou a Vale uma multinacional “graduada”, pois a empresa nunca deixou de investir na sua marca internacional e não promoveu uma reversão dos seus negócios no exterior mesmo depois da crise de 2008. Ver AGUIAR, Marcos *et al*, **Meet the 2014 BCG Global Challengers**, [s.l.]: Boston Consulting Group, 2014.



intensificadas em 2009.<sup>205</sup> Tais demissões, no entanto, foram sentidas imediatamente no Brasil, mediante desemprego indireto gerado pela Vale com a descontinuidade de algumas das suas operações locais, como mostra a Tabela 6.7, abaixo.

**Tabela 6.7 Número de empregados da Vale entre 2007 e 2013**

	Brasil		Canadá		Outros países	
	Empregos diretos	Empregos indiretos	Empregos diretos	Empregos indiretos	Empregos diretos	Empregos indiretos
<b>2007</b>	45593	78420	7364	2300	7448	11599
<b>2008</b>	50080	71693	7994	2261	7918	10711
<b>Variação (%)</b>	9,84	-8,58	8,56	-1,70	6,31	-7,66
<b>2009</b>	48600	63229	6757	1189	8104	18934
<b>Variação (%)</b>	-2,96	-11,81	-15,47	-47,41	2,35	76,77
<b>2010</b>	56012	74857	6390	3583	8837	18090
<b>Variação (%)</b>	15,25	18,39	-5,43	201,35	9,04	-4,46
<b>2011</b>	62667	83723	6609	5149	10370	19212
<b>Variação (%)</b>	11,88	11,84	3,43	43,71	17,35	6,20
<b>2012</b>	67580	85246	6766	6959	10959	18138
<b>Variação (%)</b>	7,84	1,82	2,38	35,15	5,68	-5,59
<b>2013</b>	65971	83030	6522	7351	10773	26355
<b>Variação (%)</b>	-2,38	-2,60	-3,61	5,63	-1,70	45,30

Elaborado pela autora.

Fonte: VALE S.A., Formulário de Referência, vários anos.

Depois, em 2009, a Vale demitiu 1.480 empregados diretos e causou a demissão de 8.464 empregados indiretos no Brasil. Isso ocorreu no final do segundo governo Lula, quando o pleno emprego era uma bandeira relevante nas campanhas do PT e uma prioridade governamental central. Não é surpresa que as divergências pessoais entre Lula e Agnelli tenham despontado na imprensa nacional e internacional no mesmo ano. A insatisfação do ex-presidente Lula com a encomenda de navios chineses pela Vale em 2008, por exemplo, veio junto a uma menção à construtora naval nacional Atlântico Sul, que Lula sugeriu ser capaz de construir os navios encomendados pela Vale.<sup>206</sup>

<sup>205</sup> Ver VALE S.A., Formulário de Referência 2010; VALE S.A., Formulário de Referência 2013.

<sup>206</sup> Veja-se entrevista concedida por Lula à agência Reuters, na qual a fala do ex-presidente foi traduzida para o inglês: “It’s impossible that Vale do Rio Doce should continue buying ships in China when we are setting up a

No mesmo mês, veio a público que o empresário Eike Batista, bem conectado com o governo, pretendia adquirir parte do controle acionário da Vale. A mídia especializada indicou que Batista explorou a possibilidade de adquirir todas as ações da Bradespar, enquanto outras fontes de imprensa indicaram que Batista também adquiriria parte das ações da Litel.<sup>207</sup> Em declarações públicas no período, Batista criticou a gestão de Agnelli e disse que a Vale deveria investir em atividades com maior valor agregado no Brasil.<sup>208</sup> Fontes jornalísticas no Brasil e no exterior sugeriram que Lula e Mantega haviam endossado a iniciativa de Batista.<sup>209</sup> Mas, considerando as suas conexões com o governo por meio de participações no controle de outras empresas, pressões de mercado cresceram contra uma oferta de Batista pelas ações da Valepar. O empresário chegou a dar entrevista para enfatizar que seu interesse na Vale era movido por bases de mercado, e não por bases políticas.<sup>210</sup> Contudo, de acordo com os rumores da imprensa, a Bradespar se recusou a entrar em negociações com Batista, que desistiu de realizar uma oferta formal pelo controle da Vale.<sup>211</sup>

Mesmo antes das intervenções públicas de Lula, a administração da Vale já havia percebido que sinalizar ações para conter as demissões no Brasil seria relevante. Em 10 de abril de 2008, a Vale anunciou uma ampliação das suas linhas de crédito com o BNDES para investir na infraestrutura de novas instalações no Brasil, cuja construção geraria milhares de empregos no curto prazo.<sup>212</sup> Meses depois, em 14 de agosto de 2008, a Vale anunciou que um novo investimento em siderurgia no Estado do Pará geraria 16.000 novos empregos imediatamente e outros 17.500 empregos quando as operações iniciassem.<sup>213</sup> Finalmente, em 24 de setembro de 2008, a Vale anunciou que iria iniciar a construção de novas instalações para a produção de alumínio, também no Pará, a qual esperava gerar 9.000 novos empregos imediatamente e outros 1.500 quando as operações começassem.<sup>214</sup>

---

naval industry here, (...). They said they are ready and made the commitment that next week there would be a meeting between Atlantico Sul, (Vale Chief Executive Officer) Roger Agnelli and the naval industry to find out if it is possible, because I told comrade Roger we need to think about Brazil.” Ver Pres. Lula says Vale should buy Brazilian ships.

<sup>207</sup> Para um resumo desses rumores, ver ZEPHYR, Report on the deal No. 1601070600 - Mr. Batista may acquire a stake in CVRD.

<sup>208</sup> Eike Batista negocia fatia da Vale e critica Agnelli - Economia, **Estadão**, 2009.

<sup>209</sup> ALENCAR, Kennedy, Lula pressiona por troca de diretores da Vale, **Folha de S.Paulo**, 2009.

<sup>210</sup> Brazil's Eike Batista gives up on Vale bid-report, **Reuters**, 2009.

<sup>211</sup> LIMA, Samantha; SCARRETTA, Toni, Bradesco recusa a proposta de Eike Batista pela Vale, **Folha de S.Paulo**, 2009.

<sup>212</sup> COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale assina contrato com BNDES, 2008.

<sup>213</sup> COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale promove investimento em siderurgia, 2008.

<sup>214</sup> COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale aprova novos projetos de bauxita e alumina, 2008.

Também antes que a influência governamental pós-crise se tornasse pública, a Vale já tinha anunciado no seu plano de investimentos de 2009 que voltaria a diversificar suas atividades no Brasil, o que foi divulgado em outubro de 2008.<sup>215</sup> Primeiramente, foi anunciada uma expansão dos investimentos em serviços de logística e em pesquisa e desenvolvimento. Contudo, seriam também realizados cortes em investimentos em atividades que estivessem gerando prejuízo. Diante disso, o ex-presidente Lula continuou a recorrer à imprensa ao longo de 2009 com o objetivo de intervir não apenas nos negócios da Vale, mas também nos de outras empresas que anunciaram recuos nos seus investimentos no Brasil, especialmente se tais empresas atuassem em setores intensivos em recursos humanos.<sup>216</sup> Especificamente em relação à Vale, Lula voltou a criticar a compra de navios fabricados no exterior e o foco da empresa em exportações com baixo valor agregado, como ocorrido no discurso do ex-presidente em evento para a comemoração do aniversário de 45 anos da criação do IPEA:

Vocês estão acompanhando uma pseudodivergência minha com a Vale. Eu apenas quero que a Vale exporte um pouco de valor agregado, que gere mais riqueza nos estados que têm mais minérios, que compre navios no Brasil, e não na China. Qual é a chance de desenvolvermos a nossa indústria e gerarmos empregos se nós mesmos compramos lá fora? (...) Embora tenha ocorrido modernização do setor, do ponto de vista quantitativo produzimos por ano 35 milhões de toneladas [de aço], e a China, 545 milhões. O mais grave é que parte dessa produção da China é [feita] com nosso minério.<sup>217</sup>

Como consequência, no seu orçamento de investimento de 2010, divulgado em outubro de 2009, uma nova atividade se tornou prioridade para a Vale, a indústria brasileira de fertilizantes.<sup>218</sup> Entre 2009 e 2010, a Vale reafirmou em documentos corporativos essa nova estratégia em várias ocasiões e justificou a aquisição de produtoras bem estabelecidas no setor de fertilizantes no Brasil pela necessidade de realinhar seus investimentos em mercados com ciclo ascendente, o que era o caso do mercado de fertilizantes, que não tendia ter queda de demanda pela tendência de crescimento pela demanda mundial por alimentos.<sup>219</sup> A Figura 6.7,

---

<sup>215</sup> COMPANHIA VALE DO RIO DOCE, Vale aprova orçamento de investimentos para 2009, 2008.

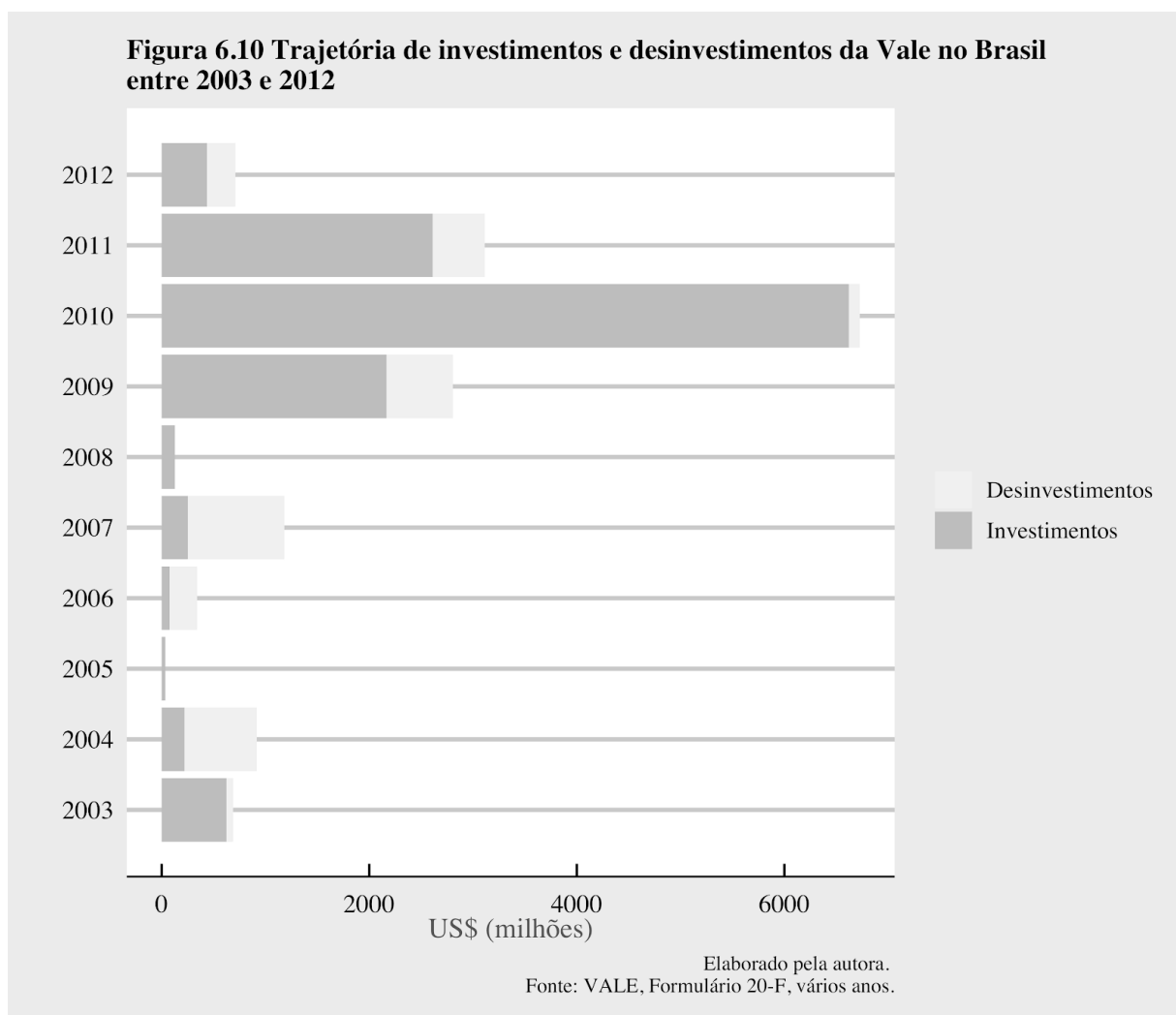
<sup>216</sup> Lula fala com Agnelli, presidente da Vale, sobre investimentos, **O Globo**, 2009.

<sup>217</sup> Esses trechos do discurso de Lula na ocasião da comemoração dos 45 anos de criação do IPEA foram transcritas em matéria da Folha de S. Paulo publicada em 17 de setembro de 2009. Ver Lula volta a cobrar Vale e pede diversificação de exportações, **Folha de S. Paulo**, 2009.

<sup>218</sup> VALE S.A., Vale to invest US\$ 12.9 billion in 2010, 2009. Um dia depois do anúncio do orçamento da Vale para 2010, Lula deu declaração à imprensa indicando que os novos investimentos anunciados no Brasil deixaram país “bem na fita”. Ver Lula diz que investimentos anunciados deixam País bem na fita, **Terra**, 2009.

<sup>219</sup> Ver VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.; VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.

acima, mostra que as vendas de fertilizantes estavam fora das principais vendas da Vale antes de 2009. Depois desse ano, no entanto, as vendas de produtos no mercado de fertilizantes passaram a responder por parcelas maiores das receitas operacionais da Vale todos os anos. A Figura 6.10, abaixo, descreve a trajetória de investimentos e desinvestimentos da Vale no Brasil em termos quantitativos entre 2003 e 2012.



Como esperado, aquisições no setor de fertilizantes no Brasil foram responsáveis por 82% das despesas da Vale com novos investimentos em 2010. Nesse ano, a empresa adquiriu a participação da *Mosaic* na empresa brasileira Fosfértil, por 1,029 bilhões de Dólares, assim como uma das subsidiárias da Bunge no Brasil, a Bunge Fertilizantes S.A., por 4,7 bilhões de Dólares. Um investimento de porte no setor siderúrgico também ocorreu um pouco antes, em 2009, quando a Vale aumentou seu investimento na joint venture

ThyssenKrupp CSA Siderúrgica do Atlântico Ltda., localizada no Estado do Rio de Janeiro. O investimento que o ex-presidente Lula esperou ser possível no setor brasileiro de construção naval, no entanto, nunca ocorreu, nem antes, nem depois que Agnelli renunciou ao cargo de CEO da Vale.<sup>220</sup> Depois de assumir a Vale em 2011, seu novo CEO continuou os investimentos no setor de fertilizantes no Brasil e os expandiu para o exterior (Ver Anexos IV e V), assim como promoveu novos investimentos no setor de energia no Brasil ao longo de 2011, como mostra o Anexo IV.

Após alguns anos de discordâncias públicas com o ex-presidente Lula sobre os negócios da Vale no Brasil, Agnelli renunciou ao cargo de CEO da Vale. No seu lugar, foi eleito Murilo Ferreira,<sup>221</sup> um empregado de carreira da Vale, considerado mais alinhado com a influência que o governo Lula vinha exercendo sobre a empresa.<sup>222</sup> Sob a gestão de Ferreira, a Vale diversificou ainda mais seus negócios, principalmente no Brasil. Ferreira provavelmente influenciou também a composição do resto da diretoria da Vale, na qual o número de funcionários de carreira da Vale aumentou consideravelmente a partir de 2011.

### 6.3.2 A trajetória de internacionalização da Gerdau

A origem da Gerdau está em uma fábrica de pregos chamada Pontas de Paris fundada em Porto Alegre, em 1901, pelo imigrante alemão Johannes Gerdau, também conhecido como João Gerdau, em conjunto com seu filho, Hugo Gerdau. Os negócios da fábrica, a única alternativa à importação de pregos no estado do Rio Grande do Sul quando da sua fundação, foram administrados por João e Hugo Gerdau até a morte do patriarca da

---

<sup>220</sup> Após sua renúncia ao posto de CEO da Vale, Agnelli concedeu entrevista a jornalistas e explicou que explorou as possibilidades de encomendar a construção dos novos navios da Vale com empresas brasileiras em 2007 e 2008. Ele afirmou que a Vale rejeitou as propostas de fornecedoras brasileiras porque os navios produzidos no Brasil custariam o dobro dos navios produzidos por fornecedoras na Coreia do Sul ou na China. Os navios de fornecedoras brasileiras também demorariam mais para ser construídos conforme as especificações técnicas demandadas pela Vale. Ver Agnelli defende compra de navios no exterior e diz que ama a Vale, **O Globo**, 2011.

<sup>221</sup> Murilo Ferreira, antes de ser eleito CEO da Vale, havia sido o presidente local da Vale no Canadá, cargo para o qual foi indicado com a aquisição *Inco*, em 2006. Ver VALE S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.

<sup>222</sup> Essa percepção vem da literatura e de fontes jornalísticas que avaliaram a troca de CEOs. Nesse sentido, ver especialmente LAZZARINI, **Capitalismo de Laços**.

família, em 1917, quando Hugo Gerdau deu continuidade à administração sozinho. Com a sua morte, em 1946, seu genro Curt Johannpeter assumiu a gestão da empresa familiar, herdada por sua esposa, Helda Gerdau. No mesmo ano, o nome social da Pontas de Paris foi modificado para Metalúrgica Gerdau S.A., para refletir as novas atividades de siderurgia que logo seriam iniciadas, já que no mesmo ano de 1946 o grupo familiar havia adquirido a Siderúrgica Riograndense S.A., também localizada em Porto Alegre.<sup>223</sup>

A expansão do grupo Gerdau intensificou-se no Brasil durante as décadas que sucederam sob a administração de Curt Johannpeter. Mediante várias aquisições de fábricas siderúrgicas já existentes e em dificuldades financeiras,<sup>224</sup> o grupo empresarial primeiro expandiu dentro do Brasil, especializando-se na produção de aços longos, para uso principalmente na construção civil, e, em menor escala, na indústria automobilística.<sup>225</sup> O setor siderúrgico brasileiro, como ocorreu em outros países do mundo,<sup>226</sup> era composto majoritariamente por empresas controladas pelo Estado, expostas a preços tabelados, como parte do planejamento das políticas de substituições de importações.<sup>227</sup> Na organização dada para o setor ao longo do século XX, as empresas estatais normalmente tinham portfólio de produtos mais diversificado, incluindo aços semi-acabados, entre os quais estão placas, blocos e tarugos; assim como aços laminados, especialmente os aços planos.<sup>228</sup> Tais produtos siderúrgicos são empregados em diversas finalidades padronizadas, destinando-se

---

<sup>223</sup> O histórico do grupo Gerdau está resumido nos vários relatórios apresentados pela Gerdau S.A. à CVM e à SEC ao longo dos anos. Ver, por exemplo, GERDAU S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>224</sup> A literatura sobre a estratégia empresarial da Gerdau aponta que o crescimento do grupo no Brasil e no exterior se dá pela estratégia preponderante de adquirir empresas em crise e saneá-las, aproveitando seu potencial produtivo. Ver, por exemplo, ATHIA, Felipe; COSTA, Armando Dalla, Grupo Gerdau: uma análise do crescimento produtivo e da expansão internacional, **Revista Economia & Tecnologia**, v. 5, n. 1, 2009; CARDOSO, Artur Monte, **Burguesia brasileira nos anos 2000 – um estudo de grupos industriais brasileiros selecionados**, Dissertação (Mestrado em Economia), Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia, Campinas, 2014.

<sup>225</sup> Para um histórico das aquisições empreendidas pela Gerdau até o final dos anos 1990, incluindo as aquisições realizadas durante as privatizações do setor siderúrgico, ver GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1997; GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1998; GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1999; GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 2000.

<sup>226</sup> Para uma análise da privatização do setor siderúrgico no Brasil e sua comparação com o processo de privatização do setor em outros países da Europa e da América Latina, ver ANDRADE, Maria Lúcia Amarante de *et al*, **Impactos da privatização no setor siderúrgico**, Rio de Janeiro: BNDES, 2001.

<sup>227</sup> Sobre o controle de preços aplicável às estatais do setor siderúrgico brasileiro até os anos 1970 e seu impacto negativo no desempenho de tais empresas, ver TREBAT, Thomas J., **Brazil's State-Owned Enterprises: A Case Study of the State as Entrepreneur**, 1st edition. Cambridge Cambridgeshire ; New York: Cambridge University Press, 1983; VELASCO JR, Documento histórico.

<sup>228</sup> Para um catálogo dos produtos da indústria siderúrgica, bem como da aplicação desses produtos em outras indústrias, ver VIANA, Fernando Luiz E., Indústria Siderúrgica, **Caderno Setorial ETENE**, v. 4, n. 92, p. 1–14, 2019.

principalmente à construção civil e à produção de máquinas e equipamentos.<sup>229</sup> As empresas privadas atuantes no setor siderúrgico brasileiro, como as inseridas no grupo Gerdau, acabaram por se concentrar na produção de aços longos, empregados principalmente na construção civil,<sup>230</sup> ou, ainda, na produção de aços especiais, que são fabricados conforme as especificações dos clientes e são comumente destinados à indústria automobilística.<sup>231</sup>

A Gerdau S.A. veio a ser constituída pelo grupo para listagem em bolsa de valores no Brasil em 1980, tornando-se uma subsidiária controlada pela Metalúrgica Gerdau. Por meio da Gerdau, o grupo adquiriu algumas das empresas siderúrgicas privatizadas entre o final dos anos 1980 e o início dos anos 1990. Em 1988, durante o saneamento promovido pelo Sistema BNDES na sua carteira de empresas adquiridas pela BNDESPAR, foram adquiridos pela Gerdau ativos leiloados, entre os quais estavam uma usina siderúrgica e duas fazendas de reflorestamento localizadas em Barão de Cocais, cidade de Minas Gerais.<sup>232</sup> Já entre 1991 e 1992, nos leilões promovidos no âmbito do PND, a Gerdau adquiriu o controle societário de duas empresas estatais, a Cosinor e a Piratini.<sup>233</sup> Mas essas foram apenas algumas das aquisições de empresas e ativos empreendidas pela Gerdau até o final da década de 1990, já que o grupo Gerdau era um dos grupos empresariais brasileiros com disponibilidade de capital para investimento no contexto da crise fiscal e da liberalização da economia brasileira e já dominava desde antes a estratégia de sanear empresas em dificuldades. Para melhor administrar as várias empresas e ativos novos adquiridos, a Gerdau promoveu uma reestruturação societária em 1997, na qual incorporou 28 empresas controladas no Brasil.<sup>234</sup>

O controle societário do grupo Gerdau jamais deixou de ser exercido pela família Gerdau Johannpeter. Na última atualização sobre o seu grupo de controle apresentada à

---

<sup>229</sup> *Ibid.*

<sup>230</sup> *Ibid.*

<sup>231</sup> Conforme a documentação técnica consultada e os documentos produzidos pela administração da Gerdau sobre a sua produção, não existe uma diferenciação técnica precisa entre os aços longos normalmente produzidos pelas empresas do grupo e os aços especiais encomendados sob medida pela indústria automobilística. Contudo, convencionou-se chamar os produtos siderúrgicos fabricados sob medida de aços especiais. Ver explicações sobre o mercado de aços especiais oferecidas ao CADE no formulário de notificação da Gerdau sobre a aquisição indireta da Aços Villares no Brasil, que se operou pela aquisição de participação no grupo de controle da empresa espanhola Sidenor. Ver GERDAU HUNGRIA HOLDINGS LIMITED LIABILITY COMPANY; CARPE DIEM SALUD, S.L. (; BOGEY HOLDING COMPANY SPAIN, S.L, Formulário de Notificação - Ato de Concentração n. 08012.011103/2005-91, 2005.

<sup>232</sup> GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1997.

<sup>233</sup> ANDRADE *et al.*, **Impactos da privatização no setor siderúrgico.**

<sup>234</sup> GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1997.

CVM, a Gerdau, que é listada no Nível 1 de governança corporativa da B3, reportou que a Metalúrgica Gerdau detinha 97,25% das suas ações ordinárias.<sup>235</sup> A Metalúrgica Gerdau, por sua vez, é hoje controlada pelos irmãos Germano, Klaus, Jorge e Frederico Carlos Gerdau Johannpeter, netos de Helda e Curt Johannpeter.<sup>236</sup> De 1997, quando a Gerdau S.A. incorporou as sociedades que controlava no Brasil até então, a 2013, um ano após encerrado o período de observação da internacionalização da Gerdau no recorte observado nesta tese, o controle societário da Gerdau evoluiu sob o comando da família Gerdau Johannpeter diante das participações de controle e das participações minoritárias apresentadas na Tabela 6.8, abaixo.

---

<sup>235</sup> GERDAU S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>236</sup> A Metalúrgica Gerdau também é uma companhia aberta no Brasil, com registro na CVM e listagem no Nível 1 da B3. O último formulário de referência apresentado à CVM pela administração da companhia indica que os irmãos Gerdau Johannpeter são os acionistas controladores finais, com um total de 75% das ações ordinárias. METALÚRGICA GERDAU S.A., Formulário de Referência 2020.



**Tabela 6.8 Grupo de controle e participações societárias relevantes na Gerdau S.A. entre 1997 e 2013**

	Metalúrgica Gerdau		BNDESPAR		BlackRock, Inc.	
	Ações ordinárias	Ações preferenciais	Ações ordinárias	Ações preferenciais	Ações ordinárias	Ações preferenciais
<b>1997</b>	82,71%	36,55%	5%	2,3%	-	-
<b>1998</b>	82,71%	36,55%	5%	2,3%	-	-
<b>1999</b>	83%	29,1%	-	-	-	-
<b>2000</b>	83%	28,5%	6,9%	-	-	-
<b>2001</b>	83%	28,4%	6,9%	-	-	-
<b>2002</b>	83,3%	24,4%	7,4%	-	-	-
<b>2003</b>	83,35%	23,23%	7,39%	2,03%	-	-
<b>2004</b>	75,73%	25,30%	-	-	-	-
<b>2005</b>	75,73%	25,10%	7,39%	1,38%	-	-
<b>2006</b>	74,73%	25,10%	7,39%	1,38%	-	-
<b>2007</b>	74,89%	24,94%	7,39%	1,38%	-	-
<b>2008</b>	76,17%	29,03%	7,23%	1,52%	-	-
<b>2009</b>	76,17%	29,03%	7,23%	1,52%	-	-
<b>2010</b>	76,61%	22,06%	6,61%	2,47%	-	-
<b>2011</b>	78,40%	22,06%	6,61%	1,85%	-	-
<b>2012</b>	76,61%	22,06%	6,61%	1,85%	-	5,02%
<b>2013</b>	76,61%	22,06%	6,61%	1,85%	-	-

Elaborado pela autora.

Fonte: GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais, vários anos; GERDAU S.A., Formulário de Referência, vários anos.

De 2014 em diante, a BNDESPAR já não aparece mais entre os acionistas relevantes da Gerdau. Não se pode afirmar ao certo se isso ocorreu por ter sido liquidada sua participação ou porque esta foi diluída a ponto de não atingir 5% do capital social total da companhia. Outros investidores institucionais com participação relevante continuaram a aparecer após esse ano, entre os quais estão a empresa de investimento estadunidense

*BlackRock, Inc.*,<sup>237</sup> o banco de investimento brasileiro BTG Pactual;<sup>238</sup> a empresa de investimentos estadunidense *Capital International Investors*;<sup>239</sup> assim como as empresas administradoras de recursos financeiros brasileiras Dynamo<sup>240</sup> e Gerval Investimentos.<sup>241</sup> As mudanças observadas no seu quadro de acionistas com participações minoritárias relevantes pode indicar que a compra e venda de ações da Gerdau é constante e que as participações minoritárias na companhia tendem a ter um perfil autêntico de investimento de portfólio.

Em relação à participação da BNDESPAR ao longo dos anos, não se pode afirmar que esta representou um mecanismo de influência societária sobre a governança da Gerdau. A participação minoritária da BNDESPAR nunca chegou a percentual que possibilitasse a indicação de membros do conselho de administração e não consta na prestação de contas da Gerdau informação sobre qualquer acordo de acionistas que já tenha sido depositado para ciência da administração da companhia. A parcela do capital social da Gerdau detida pela BNDESPAR entre 1997 e 2013 está, ao menos em parte, relacionada a financiamentos recebidos pela companhia no âmbito do Programa de Modernização da Siderurgia,<sup>242</sup> os quais foram parcialmente concedidos pelo Sistema BNDES na forma de debêntures conversíveis em ações.<sup>243</sup> O Programa de Modernização da Siderurgia consistiu no apoio financeiro reservado pelo Sistema BNDES, entre 1993 e 2002, para cobrir as necessidades de investimento das empresas siderúrgicas privatizadas. Os dados disponíveis sobre o programa são agregados, mas indicam com clareza que a Gerdau foi amplamente

---

<sup>237</sup> Além da participação de 5,02% das ações preferenciais documentada na Tabela 6.8, referente ao ano de 2012, a *BlackRock, Inc.* aparece como uma acionista relevante da Gerdau novamente em 2014, 2016 e 2017. Ver GERDAU S.A., Formulário de Referência 2014; GERDAU S.A., Formulário de Referência 2016; GERDAU S.A., Formulário de Referência 2017.

<sup>238</sup> O BTG Pactual aparece como um acionista relevante da Gerdau em 2014 e 2015. Ver GERDAU S.A., Formulário de Referência 2014; GERDAU S.A., Formulário de Referência 2015.

<sup>239</sup> A *Capital International Investors* aparece como uma acionista relevante da Gerdau em 2018, 2019 e 2020. Ver GERDAU S.A., Formulário de Referência 2018; GERDAU S.A., Formulário de Referência 2019; GERDAU S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>240</sup> A Dynamo aparece como uma acionista relevante da Gerdau em 2019 e 2020. Ver GERDAU S.A., Formulário de Referência 2019; GERDAU S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>241</sup> A Gerval Investimentos aparece como uma acionista relevante da Gerdau em 2020. GERDAU S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>242</sup> Sobre o Programa de Modernização da Siderurgia, ver ANDRADE *et al*, **Impactos da privatização no setor siderúrgico**.

<sup>243</sup> Ver informações fornecidas pela administração da Gerdau à SEC em 2001 e 2002 sobre as debêntures da companhia subscritas e integralizadas pela BNDESPAR. Ver GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002.

beneficiada, por ter adquirido, ao lado da Aços Villares, uma outra empresa privada de controle brasileiro na época, todos os ativos para a produção de aços longos vendidos durante as privatizações.<sup>244</sup> Posteriormente, a BNDESPAR também veio a adquirir ações da Gerdau em ofertas públicas de distribuição de ações realizadas em 2008.<sup>245</sup>

Por atuar em setor de base para a industrialização, a Gerdau está exposta ao crédito do BNDES há várias décadas e sua relação como cliente do banco é não apenas de longo prazo, mas também bem sucedida, já que o grupo Gerdau sobreviveu à crise fiscal dos anos 1980 sem danos aparentes. O Sistema BNDES, assim, representa um canal factível para o desenvolvimento de relações governamentais entre o grupo Gerdau e os governos do PT iniciados em 2003, embora tal canal de influência não tenha tido como se desenvolver pelo poder societário da BNDESPAR como acionista minoritária, pois o poder de voto da subsidiária nunca proporcionou influência significativa. Mas a relação desenvolvida pelo grupo Gerdau como tomador de crédito do Sistema BNDES não seria o fator decisivo para o perfil de relação governamental cultivado pela empresa familiar por décadas. O posicionamento público do herdeiro do grupo Jorge Gerdau Johannpeter é o que aparece, na realidade, como um fator chave.

Jorge Gerdau começou a trabalhar na empresa da família aos 14 anos e paralelamente às suas funções no empreendimento familiar obteve educação superior, sendo formado em ciências jurídicas e sociais pela UFRGS, assim como iniciou uma vida política ativa nos anos 1970. Sua vida política inicialmente consistiu no apoio à candidatura de políticos locais do Rio Grande do Sul, passando posteriormente para o ativismo político empresarial. Em 1980, Jorge Gerdau era presidente do então chamado Instituto Brasileiro de Siderurgia, após renomeado para Instituto Aço Brasil, relevante associação empresarial paralela ao sistema sindical oficial, fundada em 1963, e voltada a defender os interesses das empresas siderúrgicas brasileiras de controle privado.<sup>246</sup> O Instituto Brasileiro de Siderurgia era historicamente crítico à política de controle de preços do aço praticada pelo Brasil para a

---

<sup>244</sup> ANDRADE *et al.*, **Impactos da privatização no setor siderúrgico**.

<sup>245</sup> Conforme informações obtidas na seção BNDES Transparente do website do Sistema BNDES, a BNDESPAR investiu em torno de 104 milhões de Reais em ofertas públicas de distribuição de ações realizadas pela Gerdau ao longo do ano de 2008. Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/consulta-operacoes-bndes/consulta-a-operacoes-bndes/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>246</sup> Mais informações sobre o hoje designado Instituto Aço Brasil podem ser acessadas no seu website. Disponível em: <<https://acobrasil.org.br/site/sobre-o-instituto/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

substituição de importações, por ser prejudicial à inserção internacional das empresas brasileiras.<sup>247</sup>

Em seu discurso no encontro anual promovido no âmbito do instituto em 1980, Jorge Gerdau reconheceu que o subsídio público para a indústria pode ser algo necessário e desejável para gerar equilíbrio na posição de um país no comércio internacional, mas enfatizou que o governo militar da década de 1970 não teria feito bom uso do controle de preços relativo ao aço brasileiro, o que estaria afetando a capacidade exportadora do país.<sup>248</sup> De acordo com Jorge Gerdau, o preço do aço brasileiro e de outros países estava abaixo do preço de mercado praticado no comércio internacional, motivo pelo qual, nos Estados Unidos, estava em prática política antidumping para proteger a indústria siderúrgica local dos preços de exportação predatórios praticados por siderúrgicas estatais de países estrangeiros.<sup>249</sup> Ele apontou ainda para a relação entre o controle de preços e a crise que assolava o setor siderúrgico público e a economia brasileira naquele momento.<sup>250</sup> Mesmo após sair da sua presidência, Jorge Gerdau continuou ativo no Instituto Brasileiro de Siderurgia<sup>251</sup> e em outras associações empresariais, como o Instituto Liberal, fundado nos anos 1980 para influenciar reformas políticas que reduzissem a intervenção do Estado na economia brasileira.<sup>252</sup>

---

<sup>247</sup> Para uma análise sobre o ativismo do Instituto Brasileiro de Siderurgia contra o controle de preços e o subsídio estatal na década de 1970, ver MOREIRA, João Paulo de Oliveira, Carvão, Aço e Privatização: os intelectuais orgânicos do IBS, *in*: **Conhecimento histórico e diálogo social**, Natal - RN: ANPUH Brasil, 2013.

<sup>248</sup> Ver análise de João Paulo de Oliveira Moreira sobre a atuação do Instituto Brasileiro de Siderurgia, que contém transcrições do discurso de Jorge Gerdau no congresso do instituto realizado em 1980. MOREIRA, João Paulo de Oliveira, Construindo o consenso privatista em tempos de ajuste neoliberal: a atuação dos empresários no Instituto Brasileiro de Siderurgia no ano de 1980, *in*: **Marx, o Marxismo e o Estado**, Niterói - RJ: Universidade Federal Fluminense, 2013.

<sup>249</sup> Ver trechos do discurso de Jorge Gerdau transcritos por Moreira em seu estudo sobre a influência do Instituto Brasileiro de Siderurgia na privatização das siderúrgicas estatais e nas reformas liberalizantes iniciadas nos anos 1980. *Ibid.* Em tal discurso, Jorge Gerdau se referia ao “*Trigger Price Mechanism*”, política do Departamento do Tesouro estadunidense que promoveu investigações de ofício em busca de importações a preços que pudessem ser considerados predatórios conforme a lei estadunidense (precisamente, conforme o *Antidumping Act* de 1921, com suas emendas). O relatório do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos sobre os primeiros anos de aplicação do *Trigger Price Mechanism* indica que investigações formais foram promovidas contra empresas italianas, chinesas e sul-coreanas pela prática de preços predatórios nas exportações para os Estados Unidos entre 1978 e 1980. Ver OFFICE, U. S. Government Accountability, **Administration of the Steel Trigger Price Mechanism**, [s.l.: s.n.], 1980.

<sup>250</sup> Ver transcrições do discurso de Jorge Gerdau em MOREIRA, Carvão, Aço e Privatização: os intelectuais orgânicos do IBS.

<sup>251</sup> Conforme se observa no histórico dos membros do conselho diretor do Instituto Brasileiro de Siderurgia, os quadros do instituto têm sido por décadas ocupados por membros da família Gerdau e diretores que construíram carreira no grupo Gerdau. Ver informações no website do hoje designado Instituto Aço Brasil. Disponível em: <<https://acobrasil.org.br/site/sobre-o-instituto/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>252</sup> Sobre o Instituto Liberal, ver BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **Instituto Liberal**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil,

Jorge Gerdau assumiu o posto de Diretor-Presidente da Gerdau em 1983, no qual permaneceu até 2007.<sup>253</sup> Sua administração, que representou a terceira geração da família a assumir o comando do grupo, levou aos poucos a Gerdau a assumir como empresa uma postura politizada no nível da sua prestação de contas ao público e às autoridades. As informações anuais submetidas pela administração da Gerdau à CVM ao longo dos anos 1990 relacionam o bom desempenho da empresa no período às reformas econômicas em curso no Brasil.<sup>254</sup> A administração da Gerdau saudava expressamente a política monetária que havia logrado o controle da inflação desde 1994, bem como outras medidas de ajuste fiscal em curso para reduzir a intervenção do Estado na economia.<sup>255</sup>

Já a estratégia de relações governamentais do grupo Gerdau a partir do ano 2000 pode ser considerada inovadora, ou ao menos única entre as empresas observadas neste estudo de caso comparado.<sup>256</sup> A administração da Gerdau começou a reportar no seu relatório anual dados detalhados sobre o valor adicionado das suas operações no Brasil e no exterior a partir de 2001.<sup>257</sup> Nos relatórios anuais de 2001 e 2002, a mensagem do Diretor-Presidente da companhia incluía a menção aos dados do valor adicionado gerado pelas atividades do grupo Gerdau, que sempre foi mais relevante no Brasil, por conta especialmente da alta carga tributária do país e da generosa política de dividendos praticada pela Gerdau (ver tabela 6.9, abaixo).<sup>258</sup> A mensagem acompanhava críticas expressas aos juros altos praticados no Brasil e aos altos encargos previdenciários e sociais impostos à atividade empresarial no país.<sup>259</sup>

---

disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/instituto-liberal>>, acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>253</sup> GERDAU S.A., Relatório Anual 2007.

<sup>254</sup> Ver principalmente GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1997; GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1998.

<sup>255</sup> Nesse sentido, veja-se, por exemplo, o seguinte trecho das informações anuais submetidas à CVM em 1997, que demonstra um alinhamento da Gerdau com a política econômica do governo FHC no geral: “A economia brasileira, que ao longo do ano vinha cumprindo uma boa performance consolidada pelo Plano Real, viu-se abalada, em outubro, pelos reflexos negativos da crise eclodida nos países asiáticos. A rápida e adequada ação das autoridades governamentais, com medidas de contenção do déficit público e elevação das taxas de juros, protegeu a economia, neutralizando temporariamente os efeitos daquela crise”. GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1997., p. 38. Ver também as notas sobre a ação governamental nas informações anuais da Gerdau enviadas à CVM em 1998. GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1998.

<sup>256</sup> Também não se observou estratégia similar entre as empresas analisadas no quinto capítulo, acima, com a ressalva de que a observação da documentação societária de tais empresas foi mais superficial se comparada à análise documental empreendida em relação à Vale, à Gerdau, à JBS e à Embraer.

<sup>257</sup> Ver mensagem de Jorge Gerdau enquanto Diretor-Presidente da Gerdau sobre a iniciativa de explorar o valor adicionado das atividades do grupo no relatório anual de 2001. GERDAU S.A., Relatório Anual 2001.

<sup>258</sup> *Ibid.*; GERDAU S.A., Relatório Anual 2002.

<sup>259</sup> GERDAU S.A., Relatório Anual 2001; GERDAU S.A., Relatório Anual 2002.

Conforme as mensagens nos relatórios anuais da Gerdau dos anos de 2001 e 2002, uma reforma na política monetária e na política de seguridade social seriam essenciais para melhorar as condições de empreender no Brasil.

**Tabela 6.9 Valor adicionado das atividades do grupo Gerdau no Brasil e no exterior**

	Valor total (em milhões de Reais)		Impostos, contribuições e encargos sociais (%)		Salários, benefícios, participação nos resultados e treinamento (%)		Juros sobre financiamento (%)		Reinvestimento de lucros (%)		Dividendos e juros sobre capital próprio (%)	
	Brasil	Exterior	Brasil	Exterior	Brasil	Exterior	Brasil	Exterior	Brasil	Exterior	Brasil	Exterior
<b>2002</b>	3,014	1,172	44,4%	17,2%	17,2%	56,7%	15,9%	14,3%	13,6%	11,8%	8,9%	0
<b>2003</b>	4,114	1,152	36,9%	4,6%	18,7%	76,3%	15,4%	16,3%	20,7%	2,8%	8,3%	0
<b>2004</b>	6,837	2,976	50,9%	18,4%	17,9	39,2%	4,1%	1,8%	13,7%	36%	2,9%	0
<b>2005</b>	7,443	2,967	47,6%	23,2%	16,1	41,9%	1,8%	4,8%	17,1%	26,9%	15,1%	1,8%
<b>2006</b>	7,061	3,719	44,6%	19,6%	44,6	19,6%	4,8%	6%	17,5%	30,9%	0	0
<b>2007</b>	5,790	4,711	31,4%	17,92%	21,62	37,38%	2,75%	7,54%	27,2%	34,01%	16,9%	3,16%
<b>2008</b>	10,935	5,581	33,4%	8,26%	12,95	21,35%	18,1%	6,75%	19,2%	13,22%	11,3%	1,45%
<b>2009</b>	4,775	1,219	40,5%	0	24,52	70,47%	0	22,15%	31,2%	0	3,73%	7,38%
<b>2010</b>	5,659	3,668	30,7%	13,99%	30,27	54,63%	6,1%	15,16%	20,7%	14,12%	12,1%	2,10%
<b>2011</b>	5,808	3,947	33,1%	16,77%	34,06	53,48%	13,9%	17,03%	13,9%	17,03%	8,32%	0

Elaborado pela autora.

Fonte: GERDAU S.A., Balanço anual, vários anos.

Esse tipo de crítica parou de ser veiculada nos relatórios anuais da Gerdau a partir de 2003, vindo a empresa a partir de então a se posicionar favoravelmente a causas diversas, como o aperfeiçoamento tecnológico para a produção de aço do ponto de vista ambiental.<sup>260</sup> Nesse ponto, o relatório anual do grupo Gerdau relativo ao ano de 2004 aponta para a relevância das discussões internacionais em curso no plano do *International Iron and Steel Institute*, hoje chamado *Worldsteel Association*,<sup>261</sup> e das negociações da OCDE para a

<sup>260</sup> Ver especialmente GERDAU S.A., Relatório Anual 2003; GERDAU S.A., Relatório Anual 2004.

<sup>261</sup> A *Worldsteel Association* foi fundada com a denominação *International Iron and Steel Institute* em 1967 e acumulou grande reputação na defesa dos interesses das multinacionais e empresas exportadoras de minérios e aço. Jorge Gerdau foi membro do conselho da *Worldsteel* e seu filho, André Bier Gerdau Johannpeter, atual Diretor-Presidente da Gerdau, foi nomeado para cargo equivalente (o de *chairman*) da *Worldsteel* em 2018. Hoje,

produção de aço eficiente.<sup>262</sup> No cenário de 2004, a administração da Gerdau destacou os investimentos realizados pelo grupo para se adequar a uma produção de aço cada vez menos poluente, salientando ainda que no mundo inteiro o subsídio governamental seria essencial para a transição da indústria do aço para bases de produção sustentáveis.<sup>263</sup> A administração da Gerdau apostava ainda que apenas empresas globais e de grande porte, como o próprio grupo Gerdau, poderiam fazer frente à demanda por aço sustentável e que o investimento em sustentabilidade tinha o potencial de intensificar o processo de concentração em curso mundialmente no setor, com a aquisição das empresas siderúrgicas menores e menos eficientes pelas maiores.<sup>264</sup>

Apesar do seu apoio à política monetarista durante quase todo o governo FHC, na virada para o ano 2000 Jorge Gerdau ajustou suas visões políticas para um ativismo mais alinhado com a integração competitiva da indústria brasileira.<sup>265</sup> Ele seguiu como Diretor-Presidente da Gerdau por alguns anos, mas um processo de transição para selecionar o representante da quarta geração da família que assumiria tal posto iniciaria ainda no ano 2000 e culminaria com a eleição de André Bier Gerdau Johannpeter, filho de Jorge Gerdau, em 2007.<sup>266</sup> Durante esse processo de transição, Jorge Gerdau foi aos poucos se desvincilhando dos compromissos como Diretor-Presidente da Gerdau, continuando como presidente do conselho de administração da companhia e passando a dedicar-se mais à sua vida política. Por um lado, no plano do mundo empresarial, ele acumulou o cargo de presidente do conselho de administração da Gerdau com um assento do conselho de administração da Petrobrás, no qual permaneceu entre 2001 e 2014.<sup>267</sup> Por outro lado, apesar de não ter se filiado a um partido político, Jorge Gerdau assumiu para si, a partir do primeiro governo Lula, o acompanhamento das atividades do CDES em nome da Gerdau. Era participante assíduo e ativo nas reuniões do

---

a *Worldsteel Association* atua como consultora, produzindo relatórios para negociações em curso em diversas organizações internacionais, como a OCDE e as Nações Unidas. Ver informações no website da *Worldsteel Association*. Disponível em: <<https://www.worldsteel.org/about-us/who-we-are.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>262</sup> GERDAU S.A., Relatório Anual 2004.

<sup>263</sup> *Ibid.*

<sup>264</sup> *Ibid.*

<sup>265</sup> Como mostram suas mensagens como Diretor-Presidente nos relatórios anuais da Gerdau de 2001 e 2002, em que Jorge Gerdau critica a política de juros altos para a competitividade da indústria brasileira.

<sup>266</sup> GERDAU S.A., Relatório Anual 2007.

<sup>267</sup> Ver PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRÁS, IAN - Informações Anuais 2001; PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRÁS, Formulário de Referência 2014.

conselho, posicionando-se em relação à reforma previdenciária e à reforma trabalhista, entre os vários outros temas no seu âmbito tratados.<sup>268</sup>

Jorge Gerdau não apoiou a candidatura de Lula em 2002 e por isso não foi cotado para compor o governo em 2003, mas estabeleceria uma boa relação com os governos Lula e Rousseff,<sup>269</sup> embora apenas pelo prazo em que durou a Era PT. A proximidade estabelecida com o ex-presidente Lula era tamanha que a imprensa nacional especulou recorrentemente sobre a sua nomeação como ministro em 2006, para o segundo mandato de Lula. As especulações exploravam se Jorge Gerdau substituiria Furlan na pasta do MDIC, ou mesmo se assumiria a pasta do Ministério da Fazenda.<sup>270</sup> Jorge Gerdau, contudo, acabou por não ser nomeado para nenhum ministério e anos depois, já na transição para o primeiro governo Rousseff, quando seria cotado como ministro novamente, afirmou em entrevistas à imprensa que não tinha a intenção de ser ministro. Seu interesse era continuar como um conselheiro da presidência, disposto a prestar consultoria como um trabalho público em nome das visões e do interesse do empresariado brasileiro.<sup>271</sup>

Assim, Jorge Gerdau continuou como um consultor próximo e ocupou cargos menos expressivos, como o de coordenador da Câmara de Políticas de Gestão, Desempenho e Competitividade do primeiro governo Rousseff.<sup>272</sup> Em 2011, quando a Era PT já dava alguns sinais de crise e o divórcio com o empresariado iniciou, Jorge Gerdau ainda chegou a se

---

<sup>268</sup> Ver nota 89, acima, no quarto capítulo.

<sup>269</sup> Ver, por exemplo, a análise de César Felício e Cristiane Agostini sobre a aproximação de Lula com os empresários Abílio Diniz e Jorge Gerdau ao longo do seu primeiro mandato, empresários estes que não o apoiaram nas eleições presidenciais de 2002. Na mesma reportagem, que cobre a posse de Paulo Skaf como presidente da FIESP em 2006, os jornalistas exploraram as tensões que permaneciam entre o governo Lula e parte considerável do empresariado por conta da política monetária baseada em juros altos. FELÍCIO, César; AGOSTINE, Cristiane, Distanciamento é justificado pela política monetária, **Valor Econômico**, Especial. p. A10, 2006.

<sup>270</sup> Ver Jorge Gerdau deixa presidência do grupo cotado para cargo de superministro, **Gazeta do Povo**, 2006; AZEVEDO, Reinaldo, Lula recebe o “ministeriável” Gerdau, **VEJA**, 2006; Empresário Jorge Gerdau pode ser ministro.

<sup>271</sup> Ver a seguinte matéria jornalística de outubro de 2020: NAIDITCH, Suzana, Jorge Gerdau garante que não será ministro de Lula, **Exame**, 2010. Em coletiva de imprensa após reunião com Dilma Rousseff após esta já ter sido eleita como presidente para assumir em 2011, Jorge Gerdau reafirmou que não deixaria o conselho de administração da Gerdau para ser ministro, mas que teve reunião produtiva com a futura presidente sobre a continuidade do PAC no seu governo. Ver PASSARINHO, Nathalia, Jorge Gerdau se reúne com Dilma e diz que não assume ministério, **G1 - Política**, 2010.

<sup>272</sup> Ver o website da Câmara de Políticas de Gestão, Desempenho e Competitividade do governo Rousseff, ainda no ar, com seu regulamento da época, para mais informações. Disponível em: <<https://www.gov.br/casacivil/pt-br/assuntos/orgaos-vinculados/camara-de-gestao-1>>. Acesso em: 12 jan. 2021.



posicionar publicamente de forma positiva em relação ao governo.<sup>273</sup> Mas, a partir de 2014, ele se afastaria definitivamente do governo e passaria a avaliar como complicada a recuperação da economia brasileira e da reputação do governo, alinhando-se com o restante do empresariado no momento.<sup>274</sup> Jorge Gerdau continuou ativo como um influenciador político, ora favorável,<sup>275</sup> ora crítico<sup>276</sup> aos governos que sucederam, tendo reduzido sua atividade pública a partir de 2018.<sup>277</sup>

Por conta da proximidade entre o Diretor-Presidente da Gerdau e os governos da Era PT, a hipótese da influência governamental sobre a estratégia do grupo, seja a estratégia nacional ou a internacional, parece factível. Ocorre que nem a composição do controle acionário da Gerdau, observada acima, nem a composição dos órgãos de administração da companhia sugerem que o governo teria espaço na formulação da sua estratégia empresarial pelas vias societárias. As Figuras 6.11 e 6.12, abaixo, mostram que, ao longo dos anos 2000, tanto a composição do conselho de administração como a da diretoria da Gerdau experimentaram modificações. No conselho de administração, que é dominado por membros da família Gerdau Johannpeter em todos os anos, até 2002 aparecem apenas alguns conselheiros de fora da família, mas que construíram carreira na empresa, designados “funcionários de carreira”. Já de 2002 em diante, aparecem membros eleitos com perfil ligado

---

<sup>273</sup> Ver a seguinte matéria do jornal O Estado de São Paulo, de 2011, em que Jorge Gerdau elogia a política de gestão administrativa da ex-presidente Dilma Rousseff mesmo em meio à crise de governabilidade que iniciava, com a demissão e renúncia ao cargo por parte de vários dos seus ministros. ROSA, Vera, Gerdau elogia faxina: Dilma está no caminho certo, **O Estado de São Paulo**, Nacional. p. A4, 2011.

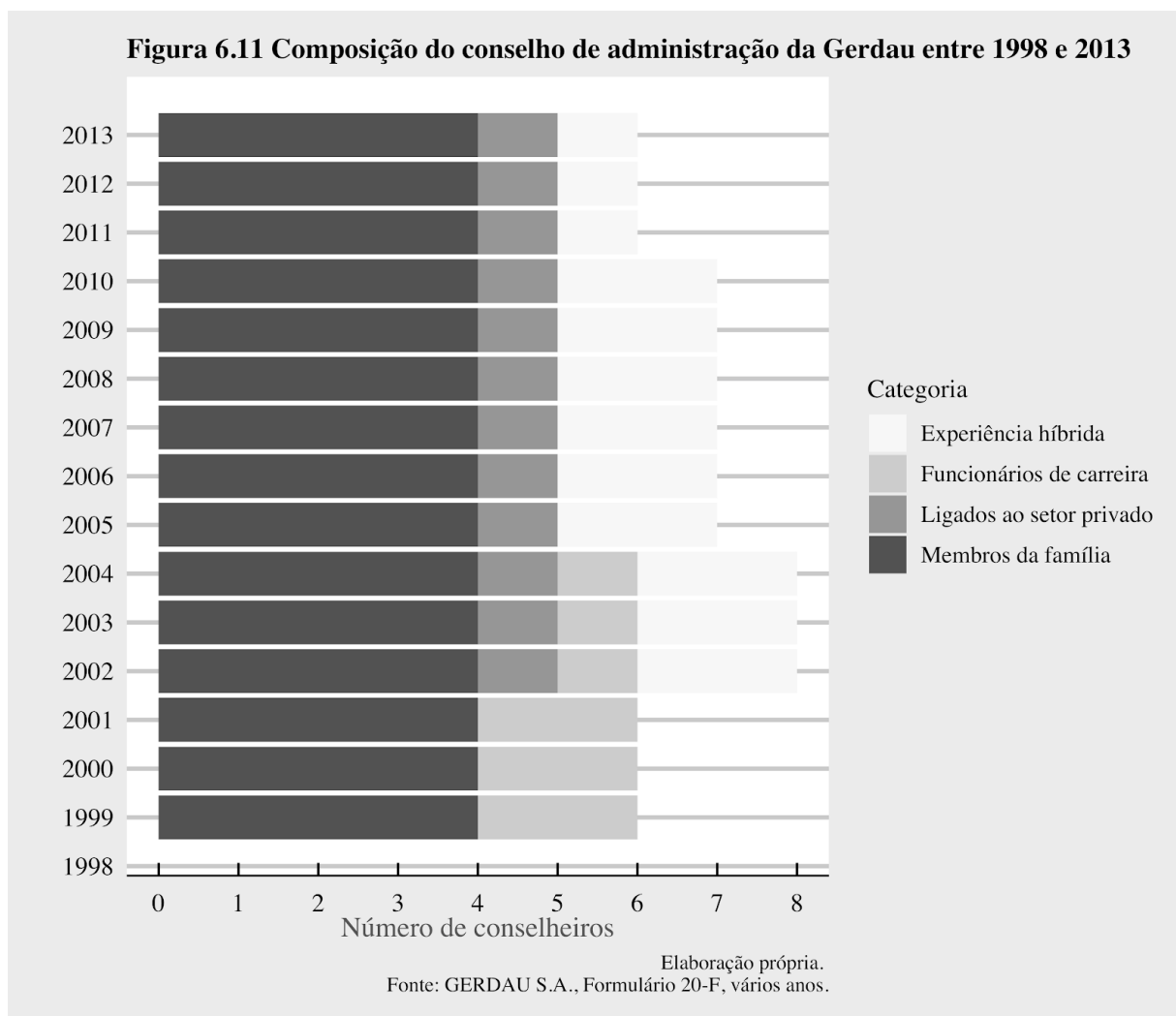
<sup>274</sup> Jorge Gerdau chegou a elogiar as escolhas da ex-presidente Rousseff para as pastas do Ministério da Fazenda (Joaquim Levy) e do MDIC (Armando Monteiro), assim como para a presidência do Banco Central (Alexandre Tombini). Contudo, ele ponderou que uma recuperação da imagem do governo seria difícil com a queda dos preços das commodities e com a crise de corrupção envolvendo a Petrobrás. Ver BUENO, Sérgio Ruck, Gerdau vê recuperação “complicada”, **Valor Econômico**, 2014.

<sup>275</sup> Durante o governo Temer, Jorge Gerdau foi um articulador político da volta do “conselhão”, um grupo formado por empresários vinculados ao CDES consultados pelo ex-presidente Lula para tomada de decisões. Ver PUPO, Fábio; JUBÉ, Andrea, Temer e Gerdau articulam volta do ‘Conselhão’, **Valor Econômico**, 2016. Ele também se posicionou favoravelmente, em 2019, ao não intervencionismo do atual presidente Jair Bolsonaro, que estaria dando espaço para os seus ministros trabalharem a partir de decisões técnicas. Ver BORGES, André, “Ele está deixando os outros trabalharem”, diz Gerdau sobre Bolsonaro, **Estadão**, 2019.

<sup>276</sup> Jorge Gerdau se posiciona publicamente por uma reforma tributária, a qual tem espaço no Congresso Nacional, mas que vem sendo dificultada pelo governo Jair Bolsonaro. Ver KLEIN, Jefferson, Jorge Gerdau defende reforma tributária no País, **Jornal do Comércio**, 2019. Ver também CHAIB, Julia, Bolsonaro veta CPMF e governo quer que Guedes deixe Congresso com ônus de buscar reforma tributária, **Folha de S.Paulo**, 2020.

<sup>277</sup> SCARAMUZZO, Mônica, Gerdau fica de fora da cena política em 2018, **Uol**, 2018.

ao setor privado e com experiência profissional prévia híbrida, os quais acumulavam experiência no setor público e no setor privado.<sup>278</sup>



Em observação superficial, o perfil de experiência profissional híbrida encontrado no conselho de administração da Gerdau pode levar a uma percepção de que a companhia se preparou para, a partir do seu conselho, facilitar as relações governamentais na Era PT, já que em 2002 a vitória de Lula era previsível mesmo antes do resultado das eleições. Mas os dois conselheiros com experiência profissional híbrida não conseguiriam cumprir uma função de interlocução com os governos do PT. Um deles era André Pinheiro de Lara Resende,

<sup>278</sup> Foram adotadas as mesmas categorias acima utilizadas para analisar a diretoria e o conselho de administração da Vale no que concerne aos administradores ligados ao setor privado e aos administradores que são funcionários de carreira de cada empresa. Diferente da Vale, que não é uma empresa familiar, a Gerdau tem muitos membros da família Gerdau Johannpeter ativos na sua administração, principalmente no conselho de administração, e não tem nenhum administrador com experiência profissional prévia exclusivamente ligada ao Estado.

que foi assessor especial da presidência no governo FHC, tendo ajudado a implementar o Plano Real, e ocupado ainda o posto de presidente do BNDES no período.<sup>279</sup> O outro conselheiro de experiência profissional híbrida que compôs o conselho de administração da Gerdau entre 2002 e 2013 foi Affonso Celso Pastore, economista de renome acadêmico que ocupou cargos públicos ligados à área econômica no governo militar e assumiu a presidência do Banco Central em 1983, com a missão de renegociar a dívida do Brasil com o FMI.<sup>280</sup> Pastore esteve fora do setor público a partir dos anos 1990 e foi um apoiador do Plano Real, embora tenha criticado os rumos dados à política monetária no final do governo FHC.<sup>281</sup> Como os adeptos da visão da integração competitiva, via a política de juros altos e valorização do Real como prejudicial à inserção do Brasil no comércio exterior. Ele não estabeleceu uma proximidade com os governos do PT iniciados em 2003. Jorge Gerdau era mais influente politicamente que Resende e Pastore na Era PT, sendo certamente o conselheiro da Gerdau mais próximo do governo no período.

A presença de André de Lara Resende e Affonso Pastore no conselho de administração da Gerdau a partir de 2002, ao lado da presença de Oscar de Paula Bernardes Neto, executivo com carreira de destaque no mercado privado, na realidade reflete o posicionamento pretendido pela companhia no mercado de capitais.<sup>282</sup> A Gerdau obteve listagem no Nível 1 do Novo Mercado quando do seu lançamento em 2001<sup>283</sup> e Resende, Pastore e Bernardes Neto foram eleitos como conselheiros independentes, de forma a mostrar o comprometimento da companhia com uma governança corporativa de alto nível para proteger os interesses dos acionistas minoritários.<sup>284</sup> A iniciativa de profissionalizar a administração da Gerdau também se refletiu na composição da sua diretoria a partir de 2002,

---

<sup>279</sup> Ver BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do, **RESENDE, André Lara**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/resende-andre-lara>>, acesso em: 12 jan. 2021. Resende era um dos ex-presidentes do BNDES que Carlos Lessa, em 2003, avaliou como um “tucano”.

<sup>280</sup> Ver BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; LOPES, Gustavo; CRUZ, Ednilson, **PASTORE, AFONSO CELSO**, CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil, disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/pastore-afonso-celso>>, acesso em: 12 jan. 2021.

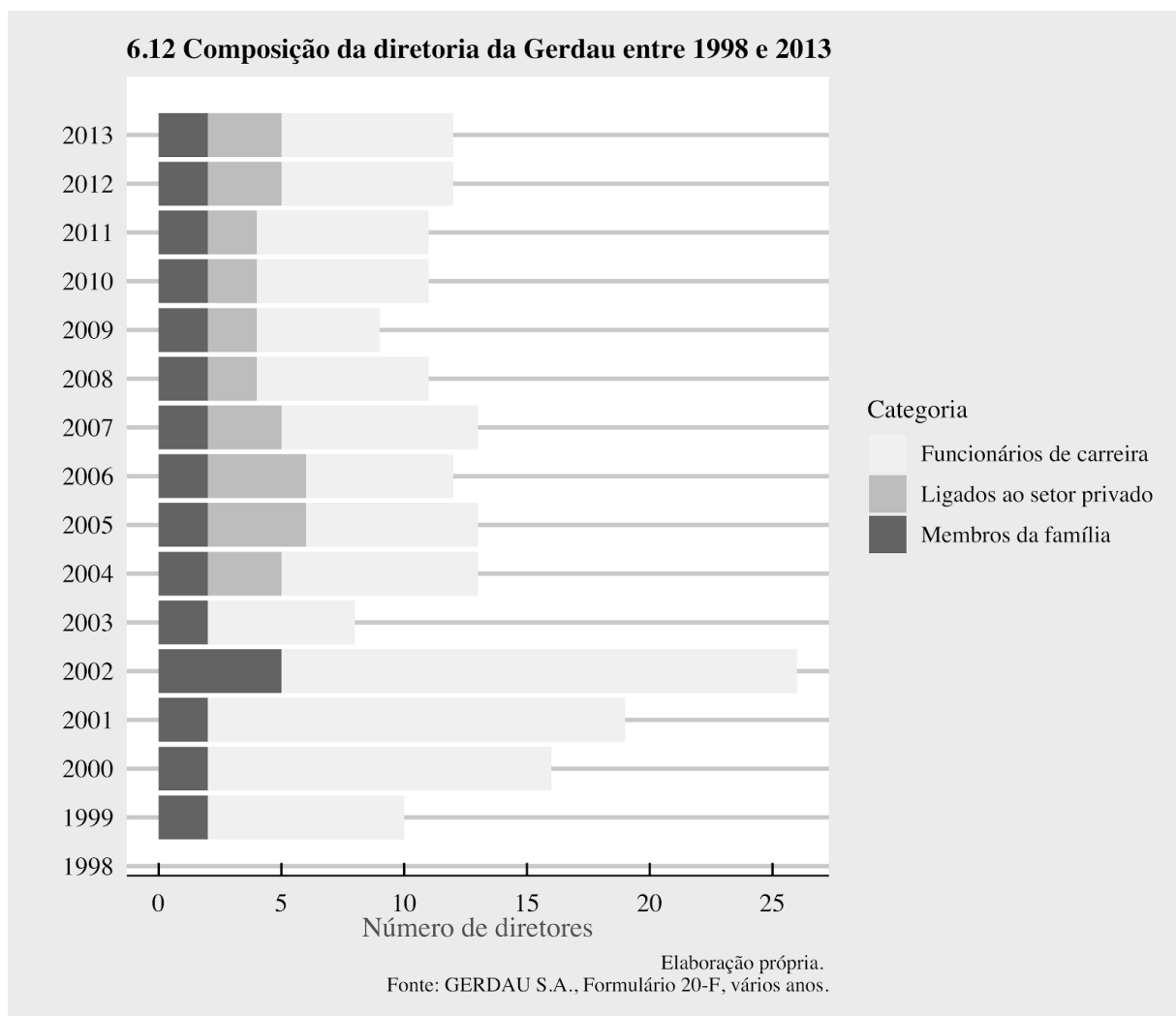
<sup>281</sup> *Ibid.*

<sup>282</sup> Ver informações sobre a experiência profissional de Resende, Pastore e Bernardes Neto em GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 2002; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002.

<sup>283</sup> Sobre o Nível 1 do Novo Mercado, ver a nota 31 do quinto capítulo, acima.

<sup>284</sup> Ver notas sobre a criação do cargo de conselheiro independente no conselho de administração da Gerdau em GERDAU S.A., Relatório Anual 2001; GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 2002.

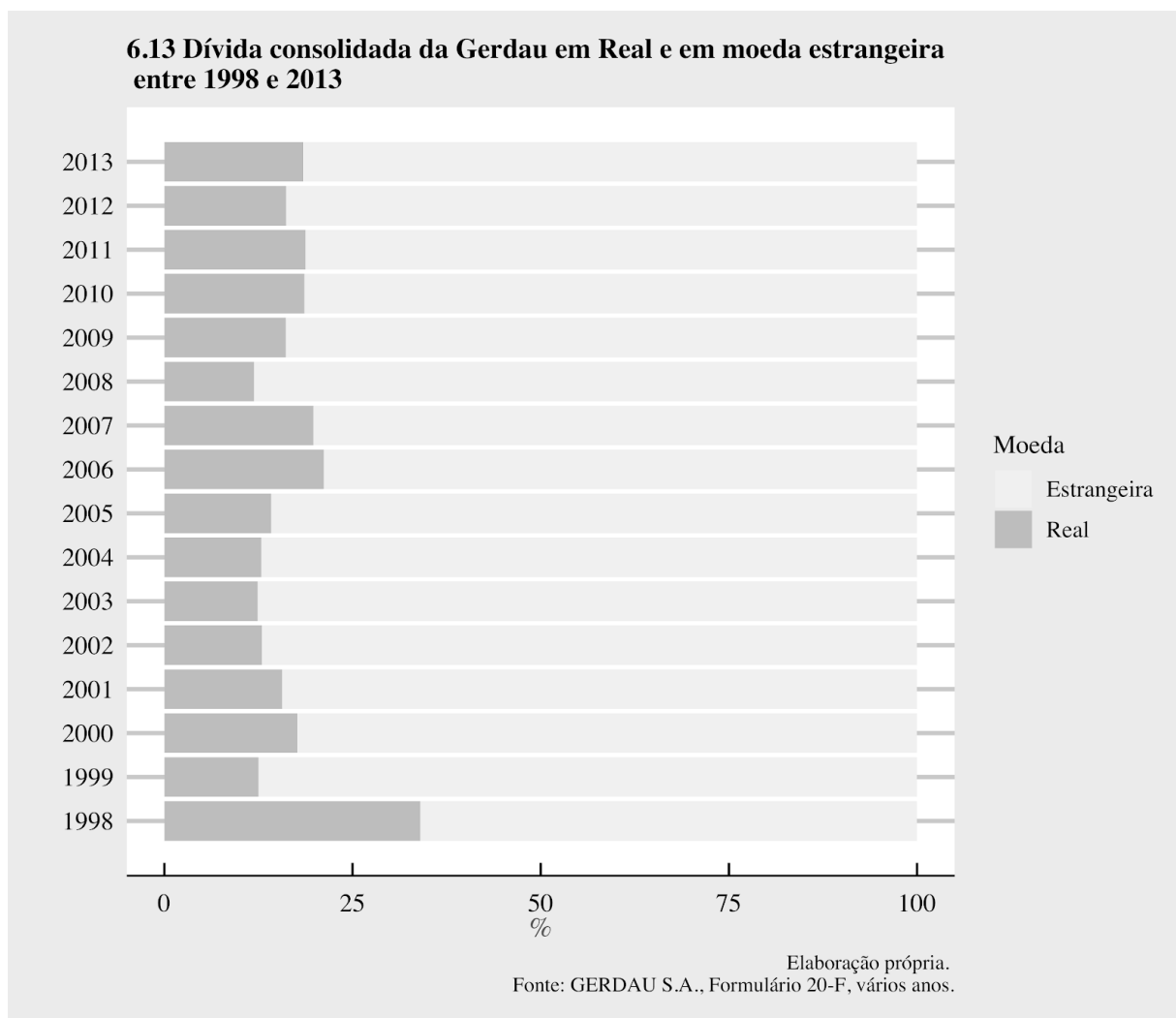
na qual aumentou o recrutamento de executivos no mercado, fora do quadro de recursos humanos da Gerdau (ver Figura 6.12).



Apesar da proximidade de Jorge Gerdau com o governo na Era PT e do amplo acesso do grupo ao crédito do Sistema BNDES, uma observação consolidada da estrutura de capital do grupo Gerdau mostra uma exposição relativa cada vez maior a fontes de capital estrangeiras, via financiamentos e títulos de dívida emitidos no mercado de capitais no exterior (ver Figura 6.13).<sup>285</sup> Veja-se que, em 1998, antes da listagem da Gerdau na NYSE, a exposição da companhia a fontes de capital em moeda estrangeira já era considerável, chegando a 66%

<sup>285</sup> Além de obter registro na SEC e listagem na NYSE em 1999, a Gerdau também obteve, em 2002, registro na Espanha para negociação de ações na Latibex, na bolsa de Madri. Ver GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002.

do seu débito total consolidado. O endividamento em moeda estrangeira aumentou a partir de 1999, sendo sempre maior que tal percentual até 2013. Isso ocorreu mesmo considerando que os investimentos da Gerdau no Brasil entre 2002 e 2013 não foram desprezíveis, como explorado a seguir. A literatura indica tal perfil de dívida como temerário para a gestão do grupo Gerdau, pois suas receitas em moeda estrangeira teriam crescido a taxas inferiores a da sua dívida em moeda estrangeira.<sup>286</sup>



Em acréscimo ao controle familiar do grupo Gerdau, à composição da sua administração e à sua estrutura de capital fortemente baseada em fontes de crédito estrangeiras, os investimentos-chave empreendidos pela Gerdau no exterior sugerem que a trajetória internacional da empresa não guarda relação com as relações governamentais mantidas durante

<sup>286</sup> Nesse sentido, ver a análise de CARDOSO, **Burguesia brasileira nos anos 2000 – um estudo de grupos industriais brasileiros selecionados**.

a Era PT. A Gerdau empreendeu uma trajetória de internacionalização incremental, iniciada em 1980, com a aquisição da concorrente *Laisa*, no Uruguai, que passava por dificuldades financeiras e era a única produtora de aços longos do país na época.<sup>287</sup> Anos depois, em 1989, a Gerdau adquiriu as operações da *Ameristeel Corp.*, empresa estadunidense, no Canadá, também em contexto de crise.<sup>288</sup> Já em 1992, a companhia empreendeu outra aquisição, da *AZA*, empresa chilena, também em dificuldades financeiras.<sup>289</sup> Essa estratégia de adquirir empresas estrangeiras em crise refletia a disponibilidade de capital da Gerdau na época, assim como replicava sua estratégia de aquisições no Brasil, como vinha sendo empreendida desde os anos 1960.<sup>290</sup>

Após empreender algumas outras aquisições na Argentina, em 1997, consolidadas na Gerdau Sipsa, a Gerdau fez seu primeiro investimento direto nos Estados Unidos em 1999, ao adquirir parcela das ações de controle da *AmeriSteel Corp.* pela quantia de 262 milhões de Dólares, dos quais 32 milhões foram retirados do caixa da Gerdau, sendo o restante da operação financiada por um consórcio de bancos estrangeiros.<sup>291</sup> A Gerdau terminou de adquirir o controle da *AmeriSteel Corp.* em outubro do ano 2000, operação na qual desembolsou mais 36,5 milhões de Dólares, disponíveis em caixa.<sup>292</sup> Após realizar outras aquisições de ativos em 2001,<sup>293</sup> a Gerdau promoveu, em 2002, a fusão das suas operações na América do Norte em uma única companhia de participações, que veio a ser denominada *Gerdau AmeriSteel Corp.*<sup>294</sup> Em 2003, quando o governo Lula iniciou, a Gerdau, portanto, já detinha sua base inicial para a expansão na América do Norte, assim como outras subsidiárias na América Latina.

A trajetória de expansão internacional daí em diante incluiu inúmeras outras aquisições. No quadro de aquisições internacionais, resumido no Anexo VIII, as aquisições da

---

<sup>287</sup> Ver relato sobre o início da trajetória de internacionalização da Gerdau no formulário de referência apresentado pela companhia à CVM em 2010. GERDAU S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>288</sup> Ver *Ibid.*

<sup>289</sup> Ver *Ibid.*

<sup>290</sup> Ver avaliações sobre a estratégia de crescimento da Gerdau a partir da aquisição de empresas em crise no Brasil e no exterior em ATHIA; COSTA, Grupo Gerdau; CARDOSO, **Burguesia brasileira nos anos 2000 – um estudo de grupos industriais brasileiros selecionados.**

<sup>291</sup> Ver GERDAU S.A., Fato Relevante de 28 de setembro de 1999.

<sup>292</sup> Ver GERDAU S.A., Fato Relevante de 10 de outubro de 2000.

<sup>293</sup> Ver GERDAU S.A., Fato Relevante de 31 de dezembro de 2001.

<sup>294</sup> Ver GERDAU S.A., Co-Steel e Gerdau S.A. anunciam o completo sucesso do levantamento de ativos (due-diligence) - Fato Relevante de 26 de agosto de 2002.

*Quanex* e da *Chaparral*, em 2007, foram apenas o desdobramento de um processo já em fase de consolidação. A Gerdau, diretamente ou por meio das suas subsidiárias internacionais, adquiriu várias outras empresas e ativos nos Estados Unidos, na Europa, na América Latina e na Ásia. Nas aquisições de grande porte, a Gerdau obteve, como feito pela Vale para a aquisição da *Inco*, empréstimos-ponte com consórcios de bancos estrangeiros, cobertos no curto prazo com a emissão de novas ações.<sup>295</sup> Como mostra a Tabela 6.10, abaixo, as aquisições empreendidas pelas empresas do grupo Gerdau atingiram a cifra recorde de 6,6 bilhões de Dólares em 2007, mas não deixaram a desejar em 2008, quando somaram aproximadamente 2,8 bilhões de Dólares.

**Tabela 6.10 Valor das aquisições da Gerdau no Brasil e no exterior entre 2002 e 2010 (em milhões de Dólares)**

	<b>Brasil</b>	<b>Exterior</b>
<b>2002</b>	398,83	9,4
<b>2003</b>	48	0
<b>2004</b>	43	413,8
<b>2005</b>	0	51,1
<b>2006</b>	0	898,8
<b>2007</b>	669,3	6.609,6
<b>2008</b>	847	2.864
<b>2010</b>	0	223

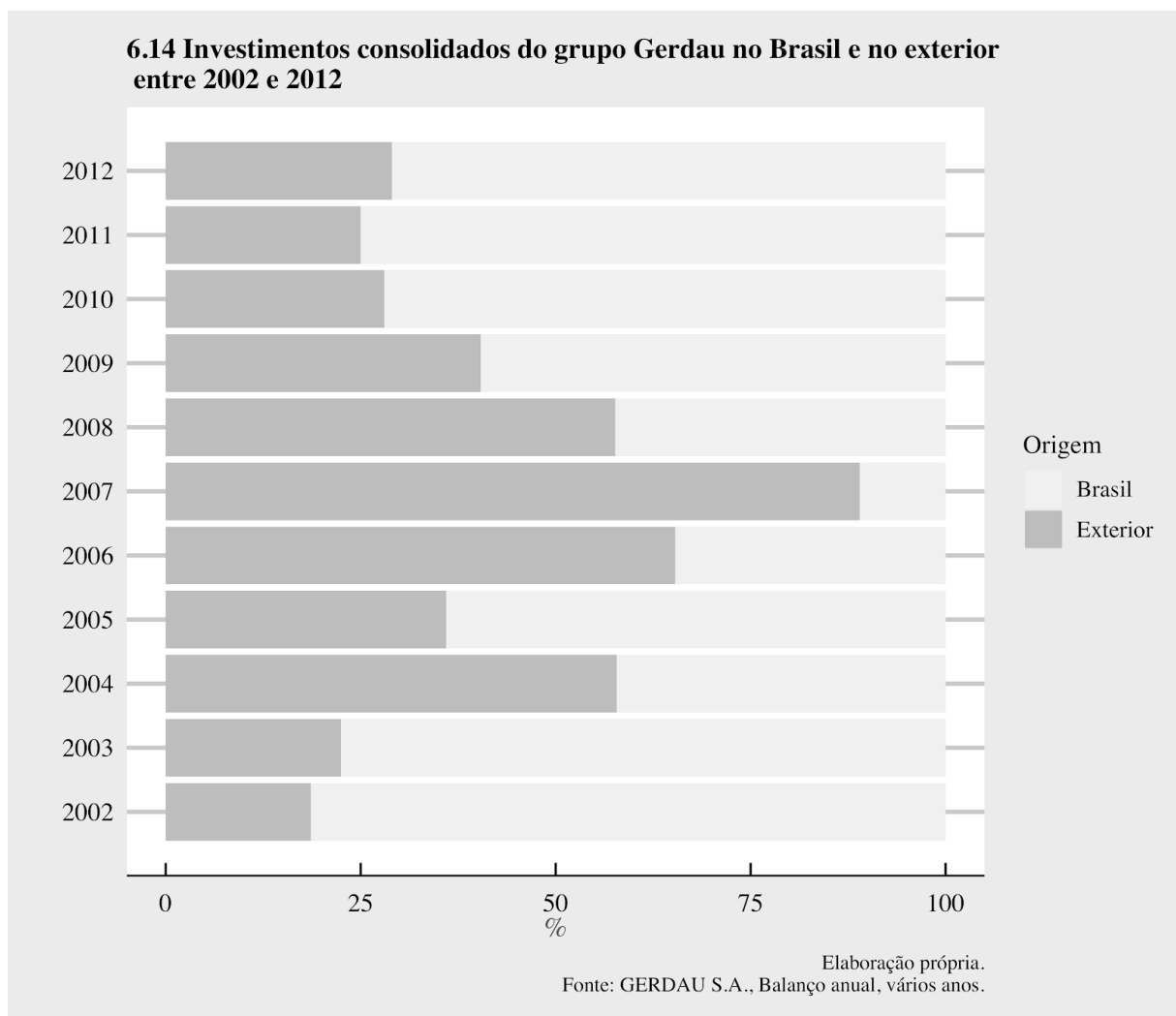
Elaboração própria.

Fonte: GERDAU S.A., Balanço anual, vários anos.

De 2004 a 2008, antes da crise econômica de 2008, o valor das aquisições no exterior do grupo Gerdau ultrapassou muito o valor das aquisições realizadas no Brasil. A não ser pelo ano de 2005, os investimentos do grupo no exterior também ultrapassaram em valor os investimentos no Brasil no período. Considerando o período da Era PT, essa situação só foi

<sup>295</sup> No caso da Vale, como discutido acima, a companhia emitiu títulos de dívida no mercado de capitais para cobrir os empréstimos-ponte obtidos para a aquisição da *Inco*. Sobre a composição do capital que cobriu as aquisições de grande porte da Gerdau entre 2007 e 2008, ver GERDAU S.A., Balanço anual 2007; GERDAU S.A., Balanço anual 2008.

revertida após a crise econômica mundial de 2008. Como mostra a Figura 6.14, a cada ano entre 2009 e 2012 os investimentos consolidados do grupo Gerdau cresceram no Brasil relativamente aos investimentos no exterior, representando sempre mais de 50% do investimento total no período.



O aumento dos investimentos da Gerdau no Brasil a partir de 2009 pode ser considerado um efeito misto da necessidade de investir em aquisições já realizadas anteriormente no Brasil e da crise de 2008, que levou a empresa a renegociar sua dívida com o BNDES e com bancos estrangeiros e reduziu sua capacidade de realizar novas aquisições. Como resumido nos Anexos VIII e IX, a Gerdau fez algumas aquisições no Brasil entre 2002 e 2008,<sup>296</sup> entre as quais se destacam as aquisições de controle da Açominas, uma produtora de

<sup>296</sup> O Anexo IX complementa o Anexo VIII, na medida em que expõe algumas aquisições de ativos da Gerdau submetidas à apreciação do CADE que não aparecem discriminadas individualmente nos documentos societários



aços brutos privatizada, ocorrida em 2002;<sup>297</sup> e da Aços Villares, uma produtora de aços especiais, ocorrida em 2008.<sup>298</sup> Ao contrário do ocorrido na Vale, com a diversificação das suas atividades e investimentos na construção de novas infraestruturas para geração de emprego no curto prazo, a Gerdau investiu relativamente mais no Brasil que no exterior, mas em unidades produtivas já existentes.

Embora a Gerdau seja mais intensiva em recursos humanos no Brasil do que no exterior, entre 2008 e 2009 as demissões no Brasil foram consideráveis, não tendo sido recuperados os postos de trabalho terminados nos anos posteriores. Já os postos de trabalho oferecidos pelo grupo no exterior apenas cresceram no período entre 2003 e 2012 (ver Tabela 6.11). O grupo Gerdau, como mostra a Tabela 6.9, acima, de forma consolidada, gera mais valor adicionado com suas atividades no Brasil do que no exterior. Contudo, seu investimento em recursos humanos não apenas gera mais valor adicionado no exterior, como a Tabela 6.9, acima, mostra, mas também seus investimentos em recursos humanos foram crescentes no exterior na Era PT inteira, mas decrescentes no Brasil a partir de 2008.

---

submetidos pela companhia às autoridades do mercado de capitais no Brasil e no exterior. Todas as operações submetidas pela Gerdau para avaliação do CADE nos anos 2000 foram aprovadas sem restrições.

<sup>297</sup> A Açominas havia sido privatizada em 1993 e seu controle, até a aquisição pela Gerdau operada em 2002, era exercido em conjunto pela empresa *Natsteel*, originária de Cingapura, e pela CEA Participações S.A., empresa de participações formada pelos funcionários da Açominas. Ver GERDAU S.A., Fato Relevante de 6 de setembro de 2002. Sobre a privatização da Açominas, ver ANDRADE *et al*, **Impactos da privatização no setor siderúrgico**.

<sup>298</sup> A Gerdau já integrava o grupo de controle da Aços Villares indiretamente desde 2006, com a aquisição de parte do controle da companhia espanhola Sidenor, a qual, por sua vez, detém o controle societário da Aços Villares. Em 2008, a Gerdau realizou a aquisição das ações da BNDESPAR no capital social da Aços Villares, que representavam aproximadamente 24% do capital social da companhia e levaram a Gerdau a atuar, somando sua participação direta com a sua participação indireta, como acionista controladora. O controle da Aços Villares proporcionou à Gerdau uma operação direta no segmento de aços especiais no Brasil. Ver GERDAU S.A., Balanço anual 2008.

**Tabela 6.11 Número de empregados do grupo Gerdau no Brasil e no exterior**

	<b>Brasil</b>	<b>Exterior</b>	<b>Total</b>
<b>2003</b>	8609	243	8852
<b>2004</b>	9193	275	9468
<b>2005</b>	10421	1326	11747
<b>2006</b>	11352	1976	13328
<b>2007</b>	11797	1890	13687
<b>2008</b>	9419	2639	12058
<b>2009</b>	6796	3010	9806
<b>2010</b>	7676	3565	11241
<b>2011</b>	7415	3683	11098
<b>2012</b>	7878	3860	11738

Elaboração própria.

Fonte: GERDAU S.A., Formulário 20-F, vários anos.

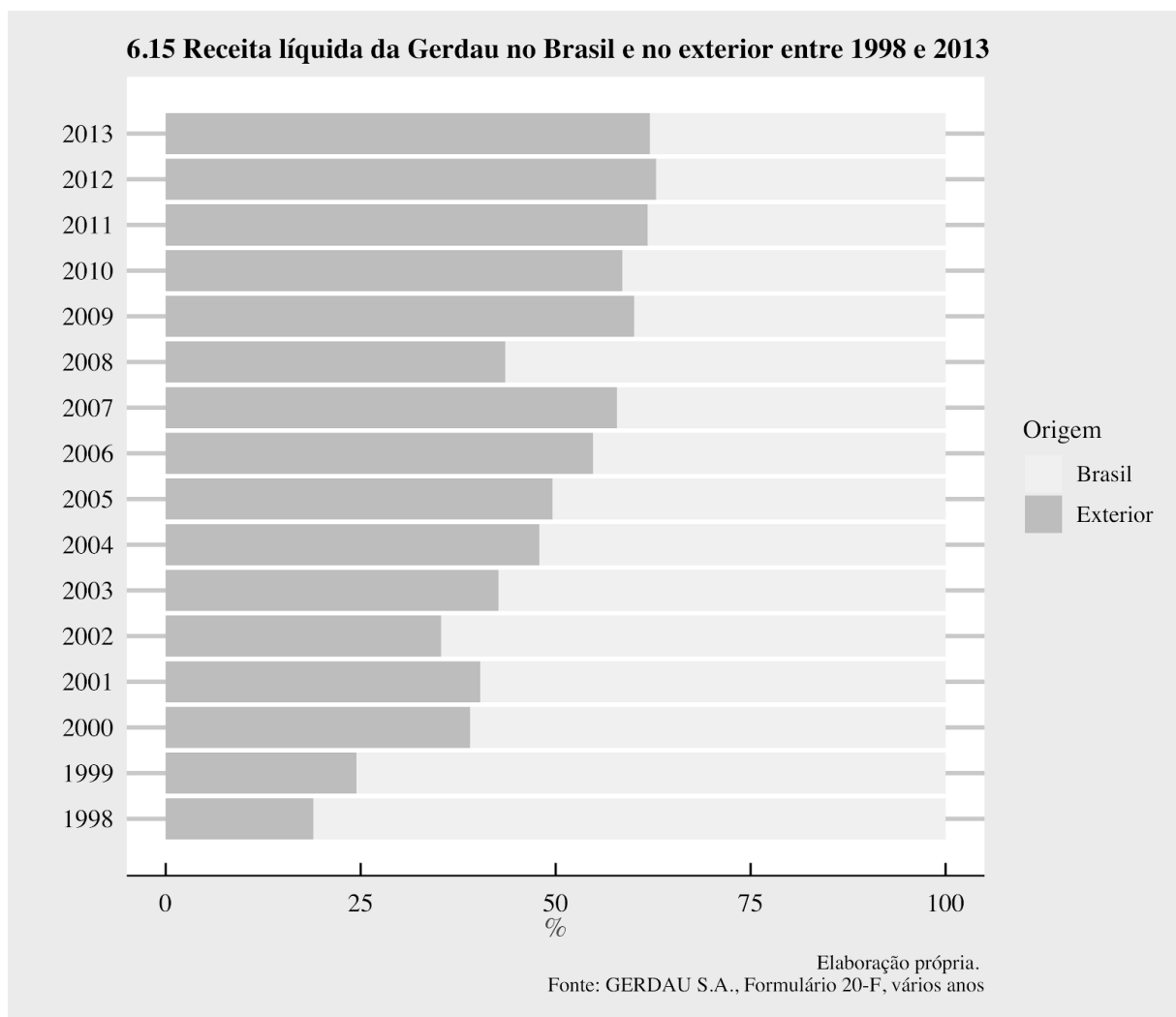
Ao lado da gestão de recursos humanos empreendida pela Gerdau, as vendas no exterior foram essenciais para manter a sustentabilidade econômica do grupo Gerdau (ver Figura 6.15 e Tabela 6.12), a despeito do incremento do investimento relativo no Brasil no período decorrido entre 2009 e 2013. O setor siderúrgico vinha desde meados da década de 1990 passando por redução das margens e aumento do protecionismo por conta do excesso de demanda.<sup>299</sup> A partir do ano 2000, a exportação de aço aumentou por conta da demanda chinesa, mas tanto tal aumento demanda foi seguido pelo aumento da capacidade da própria China na produção de aço e pela crise de 2008,<sup>300</sup> como, por esse e outros motivos, o protecionismo e a ação antidumping em relação ao comércio internacional de aço continuou intensa mundialmente, mas especialmente nos Estados Unidos.<sup>301</sup> Diante de tal cenário, ao

<sup>299</sup> Ver análise da administração da Gerdau sobre o mercado de aço no Brasil e no exterior na década de 1990 em GERDAU S.A., IAN - Informações Anuais 1997.

<sup>300</sup> Ver análise de Artur Monte Cardoso sobre a Gerdau e sua localização na cadeia de valor do aço. CARDOSO, **Burguesia brasileira nos anos 2000 – um estudo de grupos industriais brasileiros selecionados**.

<sup>301</sup> Ver análises nos Formulários 20-F submetidos pela Gerdau à SEC entre 2002 e 2008. GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2003; GERDAU S.A., Relatório Anual 2004; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2005; GERDAU S.A., Form 20-F annual report

longo dos anos 2000 as margens de lucro das empresas siderúrgicas se tornaram cada vez mais curtas na cadeia de valor em que o aço se situa, composta, em visão simplificada, pela extração de minério de ferro, pela produção de carvão vegetal, e pela produção de aço (ver Tabela 6.13).



pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

**Tabela 6.12 Receita líquida consolidada da Gerdau por região entre 2002 e 2012,  
incluindo aços especiais separadamente**

		<b>Brasil</b>	<b>América do Norte</b>	<b>América Latina</b>	<b>Aços especiais</b>
<b>2002</b>	<b>Valor</b>	2.112	1.054	99	-
	<b>Percentual</b>	64,69%	32,28%	3,03%	-
<b>2003</b>	<b>Valor</b>	2.598	1.811	122	-
	<b>Percentual</b>	57,34%	39,97%	2,69%	-
<b>2004</b>	<b>Valor</b>	3.623	3.010	319	-
	<b>Percentual</b>	52,11%	43,30%	4,59%	-
<b>2005</b>	<b>Valor</b>	4.484	3.897	513	-
	<b>Percentual</b>	50,42%	43,82%	5,77%	-
<b>2006</b>	<b>Valor</b>	5.354	4.464	1.073	953
	<b>Percentual</b>	45,20%	37,69%	9,06%	8,05%
<b>2007</b>	<b>Valor</b>	6.662,70	5.806,60	1.720,30	1.624,90
	<b>Percentual</b>	42,13%	36,72%	10,88%	10,27%
<b>2008</b>	<b>Valor</b>	1,6494.40	1.5017,50	4.473,40	7,983.90
	<b>Percentual</b>	37,51%	34,15%	10,17%	18,16%
<b>2009</b>	<b>Valor</b>	10,596.30	8.293,40	3,137.10	4.777,20
	<b>Percentual</b>	39,53%	30,94%	11,70%	17,82%
<b>2010</b>	<b>Valor</b>	13.013	8.836	3.487	6.611
	<b>Percentual</b>	40,73%	27,66%	10,91%	20,69%
<b>2011</b>	<b>Valor</b>	13.532	10.811	4.383	7.516
	<b>Percentual</b>	37,34%	29,83%	12,09%	20,74%
<b>2012</b>	<b>Valor</b>	14.100	12.450	4.964	7.389
	<b>Percentual</b>	36,24%	32,00%	12,76%	18,99%

Elaboração própria.

Fonte: GERDAU S.A., Formulário 20-F, vários anos.

**Tabela 6.13 Distribuição de valor na cadeia de produção de aço bruto (valores em bilhões de Dólares)**

	1995	2000	2005	2010
<b>Valor gerado</b>	54	23	125	156
<b>Minério de ferro</b>	8%	15%	44%	42%
<b>Carvão vegetal</b>	11%	7%	28%	32%
<b>Aço</b>	81%	78%	26%	27%

Elaborado pela autora.

Fonte: CARDOSO, Burguesia brasileira nos anos 2000, 2014.

Na ampla e estável margem das vendas no exterior do grupo Gerdau observada na Figura 6.15, a Tabela 6.12 mostra que a maior parte da receita líquida obtida em países estrangeiros em cada ano se deve à grande capacidade de produção das empresas do grupo na América do Norte. Isso ocorre, pois, nos Estados Unidos, onde especialistas avaliam ser a produção siderúrgica viável em grande medida por conta da política antidumping, a produção do grupo Gerdau é toda canalizada para o mercado doméstico.<sup>302</sup> As vendas domésticas na América Latina também se tornaram cada vez mais essenciais para o grupo Gerdau, bem como a receita das vendas globais no mercado de aços especiais, que decorre em parte de vendas no Brasil, mas advém principalmente das vendas na Europa. Por esse motivo, portanto, a despeito

<sup>302</sup> Conforme as notas explicativas do Formulário 20-F apresentado pela Gerdau a cada ano para a SEC, a produção do grupo nos Estados Unidos foi toda vendida no mercado doméstico no período. As notas explicativas se referem exatamente ao esclarecimento de que a política antidumping dos Estados Unidos não tem o potencial de gerar efeitos negativos sobre as operações da Gerdau no país. GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2003; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2004; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2005; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011; GERDAU S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

do valor adicionado das atividades do grupo Gerdau ser mais amplo no Brasil que no exterior, a composição da receita do grupo e dos seus investimentos, no longo prazo, permaneceu concentrada no exterior, onde a margem de receita continuou a crescer relativamente às atividades no Brasil, a despeito dos investimentos relativamente maiores no Brasil entre 2009 e 2013.

#### **6.4. A JBS e a Embraer**

Entre as quatro empresas analisadas comparativamente, a Vale e a Gerdau puderam ser observadas de forma mais padronizada do que é possível em relação à JBS e à Embraer. No caso da JBS, sua listagem em bolsa de valores é recente em relação às demais e, embora subsidiárias do seu grupo econômico tenham registro de companhia aberta nos Estados Unidos, a JBS, como controladora direta das empresas operacionais do grupo, negocia ações diretamente apenas no Brasil. Com isso, a análise da companhia foi baseada principalmente nas informações anuais, nos fatos relevantes e nos comunicados ao mercado apresentados ano a ano à CVM, no Brasil. A análise da Vale e da Gerdau, acima, e da Embraer, explorada após a narrativa sobre a JBS, pode ser considerada mais rica em alguns pontos, na medida em que as três companhias, como controladoras das empresas operacionais dos seus grupos econômicos, estão listadas tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos. Com isso, ao lado da documentação apresentada à CVM a cada ano, a documentação apresentada à SEC pela Vale, pela Gerdau e pela Embraer a cada ano foi consultada, no âmbito da qual foi utilizado na análise principalmente o conteúdo do Formulário 20-F. Feita tal ressalva, segue-se à análise dos casos JBS e Embraer.

##### **6.4.1 A trajetória de internacionalização da JBS**

Como já explorado no quinto capítulo, acima, a análise empreendida nesta tese mostra a JBS como a única grande empresa brasileira que conquistou trajetória internacional tendo o apoio do BNDES como fundamental. Ela foi, ao mesmo tempo, a primeira empresa a receber um financiamento do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas,<sup>303</sup> a única entre as empresas beneficiadas a receber financiamentos sucessivos para várias operações concatenadas,<sup>304</sup> e a maior beneficiária individual do banco em tal iniciativa.<sup>305</sup> Considerando, assim, que, das várias empresas mencionadas ao longo desta tese, a JBS aparece como o único caso de apoio contínuo do BNDES com o propósito de dar suporte a uma estratégia de internacionalização, cabe compreender melhor como, por meio da sua subsidiária, a BNDESPAR, o banco se fez presente na governança da empresa na prática.

A JBS realizou seu registro de companhia aberta no Brasil em 2006, quando já tinha assumido o controle societário da *Swift Argentina*, sua primeira aquisição internacional, com a qual veio a adquirir várias unidades produtivas no país.<sup>306</sup> O mapeamento da sua governança corporativa, assim como dos seus investimentos, da sua demanda por recursos humanos e dos seus resultados no Brasil e no exterior é possível a partir das informações levadas a público através da CVM iniciando, portanto, em 2006. A estrutura acionária e de administração da JBS era bastante simples no momento do seu registro como companhia aberta. Em 2006, seus acionistas com participação relevante eram todos pertencentes à família Batista, com participação acionária direta ou intermediada, na época, pela empresa de participações J&F Participações S.A. (ver Tabela 6.14, abaixo).<sup>307</sup>

---

<sup>303</sup> A aquisição da *Swift Argentina*, em 2005, foi também o primeiro investimento direto internacional realizado pela JBS. Ver discussão no quinto capítulo, acima.

<sup>304</sup> Ver Anexo I com a lista das empresas e das operações que receberam apoio do Sistema BNDES para a internacionalização via IED.

<sup>305</sup> Ver a Figura 5.2 do quinto capítulo, acima, que mostra a JBS como a principal beneficiária do crédito do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas, tendo sozinho recebido 41,8% do capital empregado, considerando os valores nominais do crédito concedido.

<sup>306</sup> Ver notas sobre a aquisição da *Swift Argentina* em JBS S.A., Demonstrações Financeiras Padronizadas 2006.

<sup>307</sup> Ver JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2007.

**Tabela 6.14 Estrutura acionária da JBS entre 2006 e 2013**

Acionista	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>J &amp; F Participações S/A - FB Participações</b>	55,1%	44	44%	59,1%	54,5%	43,2%	43,97%	43,07%
<b>Banco Original</b>	-	-	-	-	-	2,5%	-	-
<b>José Batista Sobrinho</b>	44,9%	-	-	-	-	-	-	-
<b>Administradores</b>	44,9%	-	-	-	-	-	-	-
<b>ZMF FIP</b>	-	6,1%	6,1%	-	-	-	-	-
<b>BNDESPAR</b>	-	13%	13%	18,5%	17%	30,4%	19,58%	22,99%
<b>PROT FIP</b>	-	14,3%	14,3%	8,7%	8%	6,7%	-	-
<b>Caixa Econômica Federal</b>	-	-	-	-	-	-	10,07%	10,07%
<b>Free float</b>	-	20%	20,2%	11,9%	17,5%	13,97%	22,8%	21,31%
<b>Ações em tesouraria</b>	-	2,6%	2,4%	1,9%	2,91%	3,17%	3,31%	2,55%

Elaborado pela autora.

Fonte: JBS S.A., IAN, vários anos, Formulário de Referência, vários anos.

Em 2007, a BNDESPAR assumiu diretamente 13% do capital social da JBS, participação associada a um dos acordos de acionistas mencionados no quinto capítulo. Ao mesmo tempo, o fundo PROT, que abrigava participações indiretas da BNDESPAR, do Petros, da Funcef, e da *Antigua Investments*, tinha 14,3% do capital social da JBS, em participação vinculada a um outro acordo de acionistas, também já mencionado no quinto capítulo. A participação da BNDESPAR aumentou ao longo dos anos, por conta da liquidação do fundo PROT em 2012,<sup>308</sup> assim como da incorporação da Bertin e da conversão de debêntures subscritas pela BNDESPAR em ações da JBS, originárias de operações para dar suporte às diversas aquisições internacionais realizadas pela companhia.<sup>309</sup> Com a liquidação do fundo PROT em 2012, o Petros e a *Antigua Investments* liquidaram suas participações indiretas, enquanto a CEF veio a assumir 10,07% do capital social da JBS, adquiridos da Funcef,<sup>310</sup> e posteriormente também liquidados.<sup>311</sup> Em 2020, a BNDESPAR ainda era detentora de 22,17%

<sup>308</sup> Ver JBS S.A., Demonstrações Financeiras Padronizadas 2012.

<sup>309</sup> Sobre o aumento da participação da BNDESPAR por conta da incorporação da Bertin e da conversão de debêntures, ver notas da administração da JBS em JBS S.A., Demonstrações Financeiras Padronizadas 2011.

<sup>310</sup> Sobre a liquidação do fundo PROT e a substituição de acionistas ocasionada, ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 23 de julho de 2012.

<sup>311</sup> JBS S.A., Formulário de Referência 2020.



do capital social da JBS, em participação já não mais vinculada a um acordo de acionistas.<sup>312</sup> Os demais acionistas institucionais relevantes que aparecem no quadro societário da JBS entre 2006 e 2013 e estão resumidos na Tabela 6.14 são todos controlados pela família Batista, que até hoje exerce pacificamente o controle societário da companhia.

A administração da JBS foi observada a partir das mesmas categorias anteriormente aplicadas no estudo da Vale e da Gerdau, tendo os administradores, no seu caso, sido classificados como vinculados à família Batista; ligados ao Estado; ligados ao setor privado; e detentores de experiência híbrida. Entre 2006 e 2013, a diretoria da JBS permaneceu qualitativamente a mesma, com Joesley e Wesley Batista ocupando os cargos de Diretor Presidente e Diretor Vice-Presidente, respectivamente, até 2011, e com outros três executivos ligados ao setor privado ocupando as outras três diretorias da companhia.<sup>313</sup> Em 2011, Wesley Batista assumiu o posto de Diretor Presidente, não sendo substituído no cargo de Diretor Vice-Presidente, que até 2012 não tinha voltado a existir.<sup>314</sup>

Já o conselho de administração da JBS teve uma composição mais heterogênea ao longo do período observado (ver Figura 6.16). Como observado na Gerdau, membros da família Batista estão presentes e ocupam parte considerável dos assentos do conselho de administração da JBS. Ao contrário da Gerdau e da Vale, os empregados não elegem um conselheiro no caso da JBS e não foi observada a presença de conselheiros advindos de uma trajetória de carreira na empresa. Contudo, como na Vale, o conselho de administração da JBS conta a cada ano observado com a presença de indivíduos ligados ao Estado, ligados ao setor privado, assim como com experiência profissional híbrida.<sup>315</sup>

---

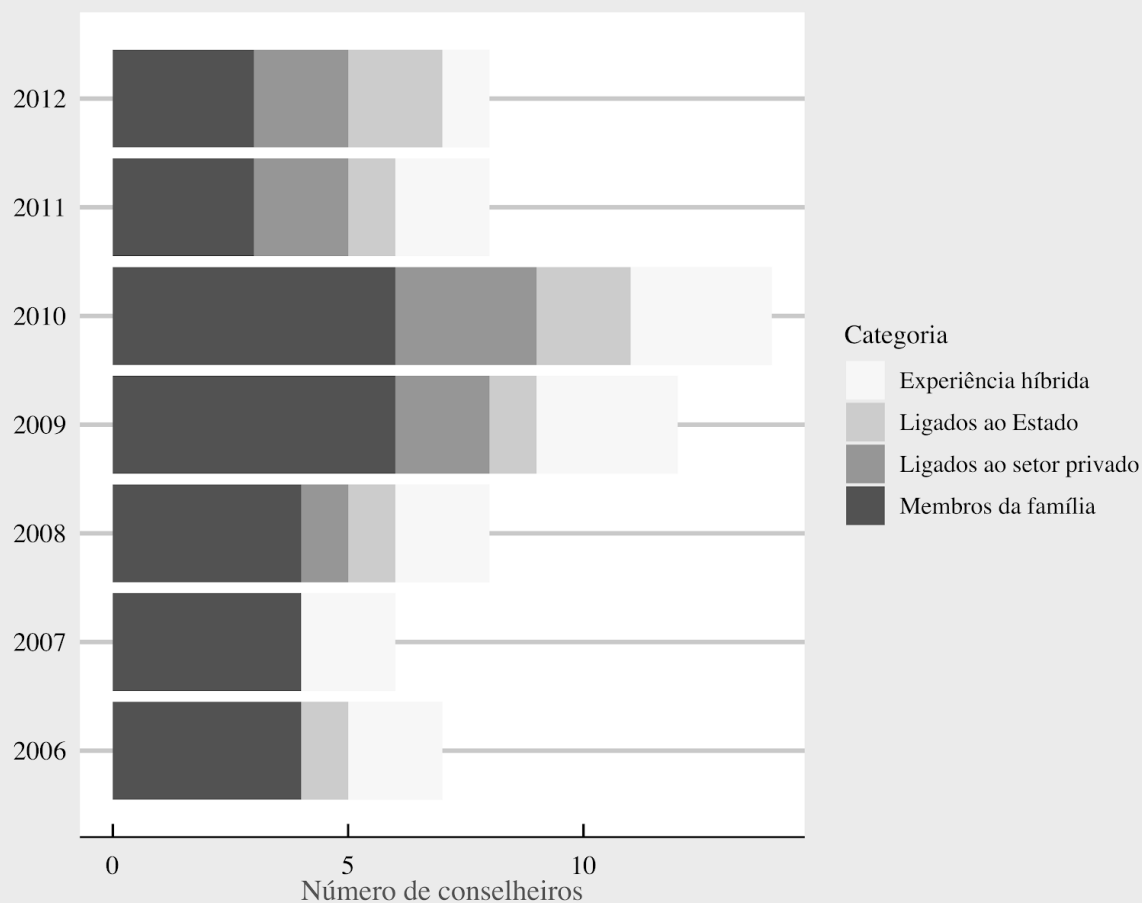
<sup>312</sup> *Ibid.*

<sup>313</sup> Os três diretores recrutados pela JBS no mercado eram: Eliseo Santiago Perez Fernandez (Diretor de Administração e Controle), Jeremiah Alphonsus O'Callaghan (Diretor de Relações com Investidores) e Francisco de Assis e Silva (Diretor de Relações Institucionais). Tais diretores não eram funcionários da JBS anteriormente e acumularam experiência no mercado de trabalho, em outras empresas, antes de assumir cargos de diretores na companhia.

<sup>314</sup> Sobre a composição da diretoria da JBS, ver JBS S.A., Informações Anuais - IAN 2006; JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2007; JBS S.A., Informações Anuais - IAN 2008; JBS S.A., Formulário de Referência 2010; JBS S.A., Formulário de Referência 2011; JBS S.A., Formulário de Referência 2012; JBS S.A., Formulário de Referência 2013.

<sup>315</sup> Sobre a composição do conselho de administração da JBS, ver JBS S.A., Informações Anuais - IAN 2006; JBS S.A., IAN - Informações Anuais 2007; JBS S.A., Informações Anuais - IAN 2008; JBS S.A., Formulário de Referência 2010; JBS S.A., Formulário de Referência 2011; JBS S.A., Formulário de Referência 2012; JBS S.A., Formulário de Referência 2013.

### 6.16 Composição do conselho de administração da JBS entre 2006 e 2012



Elaborado pela autora.  
Fonte: JBS S.A., IAN - Informações Anuais, vários anos; Formulário de Referência, vários anos.

Entre os conselheiros ligados ao Estado, destacam-se vários indivíduos que, indicados ou não pela BNDESPAR, ocuparam na sua trajetória profissional cargos de alto escalão no Sistema BNDES. Em 2006, por exemplo, José Cláudio Rêgo tinha assento como conselheiro independente da JBS, antes mesmo da subscrição de ações pela BNDESPAR em 2007, e quando ele ocupava o cargo de Superintendente da Área de Mercado de Capitais do BNDES.<sup>316</sup> Além de José Cláudio Rêgo, que já não era conselheiro da JBS em 2007, outros vários funcionários de carreira ou ocupantes de cargos de confiança do Sistema BNDES

<sup>316</sup> Ver JBS S.A., Informações Anuais - IAN 2006. Rêgo saiu do conselho de administração da JBS em 2007. Anos depois, ele seria investigado pela Polícia Federal e citado na CPI do BNDES, dado denúncias que sugerem que ele teria favorecido a JBS por ser membro do seu conselho de administração e chefe da área do BNDES que aprovou os aportes da BNDESPAR a partir de 2007. Ver CÂMARA DOS DEPUTADOS, **Relatório Final CPI - Práticas Ilicitas no Âmbito do BNDES**, Brasília: Câmara dos Deputados, 2019.

seriam conselheiros da companhia. Entre os conselheiros ligados ao BNDES que passaram pelo conselho de administração da JBS com experiência profissional concentrada no setor público estão ainda Peter Dvorsak, que foi engenheiro do Departamento de Indústrias Químicas do banco, assim como João Carlos Ferraz, o vice-presidente de Luciano Coutinho, que atuou como seu braço direito. Outros conselheiros com experiência concentrada no setor público que passaram pelo conselho de administração da JBS eram ligados à FUNCEF<sup>317</sup> e à CEF.<sup>318</sup> Entre os conselheiros com experiência híbrida estiveram Celso Affonso Pastore, que teve assento no conselho de administração da JBS em 2006; Wagner Pinheiro de Oliveira, que teve assento entre 2008 e 2009, sendo ligado ao Petros no plano do setor público; bem como Marcus Vinícius Pratini de Moraes, que teve assento cativo no conselho nos anos observados e tem experiência, no plano do setor público, que inclui um mandato como deputado federal pelo Rio Grande do Sul.<sup>319</sup>

Dada sua estrutura societária e de administração, cabe refletir se teria sido a presença dos atores ligados ao Estado no quadro acionário e de gestão da JBS decisiva para a sua internacionalização. Considerando que antes da aquisição da *Swift Argentina* a JBS não tinha nenhuma operação no exterior, a receita líquida obtida com as vendas no exterior entre 2009 e 2014 impressiona, especialmente a partir das suas unidades nos Estados Unidos (ver Tabela 6.15).<sup>320</sup> Quando contrastada a receita líquida por país de origem com a receita operacional bruta por destino da JBS entre 2005 e 2009, percebe-se que as vendas domésticas ganharam relevância entre 2008 e 2009, período em que a JBS expandiu internacionalmente com mais intensidade. Os dados de receita operacional bruta por destino estiveram disponíveis relativamente ao mercado doméstico e ao mercado internacional como destinos nas informações financeiras da JBS apenas por tal período.

---

<sup>317</sup> Entre os quais estão Demóstenes Marques e Umberto Conti, que ocuparam assentos no conselho de administração da JBS entre 2008 e 2010.

<sup>318</sup> Representada por Marcio Percival Alves Pinto, que tinha assento no conselho de administração da JBS em 2012.

<sup>319</sup> Moraes foi deputado federal entre 1982 e 1986.

<sup>320</sup> Antes de a regulação da CVM passar a solicitar as informações anuais no modelo do formulário de referência, não era obrigatório às companhias abertas no Brasil discriminar quantitativos de receita obtidos em outros países separadamente dos quantitativos de receita obtidos no Brasil. Assim, não estão disponíveis dados de vendas e receitas por país da JBS relativos a anos anteriores a 2009.

**Tabela 6.15 Receita líquida consolidada da JBS no Brasil e no exterior entre 2009 e 2014**  
(em milhares de Reais)

		2009	2010	2013	2014
<b>Brasil</b>	<b>Valor</b>	5.374,1	7.768,4	24.000	19.800
	<b>Percentual</b>	15,7%	14%	26%	16,40%
<b>Estados Unidos</b>	<b>Valor</b>	22.599	40.327,60	65.126,9	79.206,80
	<b>Percentual</b>	65,9%	73%	70,1%	65,7%
<b>Argentina</b>	<b>Valor</b>	587,5	733		
	<b>Percentual</b>	1,7%	1%		
<b>Austrália</b>	<b>Valor</b>	4.162,1	-		
	<b>Percentual</b>	12,1%	-		
<b>Itália</b>	<b>Valor</b>	1.589,1	634,30		
	<b>Percentual</b>	4,6%	1%		
<b>Mercosul</b>	<b>Valor</b>	-		1.635,5	19.324,4
	<b>Percentual</b>	-		1,8%	16%
<b>Outros</b>	<b>Valor</b>	-	5.602,5	1.955,4	2.180,9
	<b>Percentual</b>	-	11%	2,10%	1,80%

Elaborado pela autora.

Fonte: JBS S.A., Formulário de Referência, vários anos.

### 6.16 Receita operacional bruta por destino das vendas nos mercados domésticos ou internacionais em que a JBS atua entre 2005 e 2009

	Receita operacional bruta			
	Mercado doméstico		Mercado internacional	
	Valor	Percentual	Valor	Percentual
<b>2005</b>	1.621.000	47,63%	1.782.500	52,37%
<b>2006</b>	2.068.887	47,75%	2.264.048	52,25%
<b>2007</b>	2.118.600	47,72%	2.321.456	52,28%
<b>2008</b>	2.971.824	55,07%	2.424.375	44,93%
<b>2009</b>	3.907.867	67,76%	1.859.301	32,24%

Elaborado pela autora.

Fonte: JBS S.A., Demonstrações Financeiras Padronizadas, vários anos.

Essa e outras evidências demonstram que a empresa buscou a internacionalização pelo motivo mais clássico já explorado na literatura: a busca por novos mercados. Como já foi discutido no quinto capítulo quando da discussão sobre o ingresso da JBS como uma empresa produtora diretamente na Argentina, tal investimento direto se justificava pela posição melhor da Argentina na cota Hilton relativamente ao Brasil.<sup>321</sup> Com isso, operar na Argentina para produzir o tipo de corte coberto pela cota Hilton, como a JBS fez, significaria acesso mais amplo ao mercado europeu para qualquer empresa de base brasileira que exporta carne bovina in natura. Ao lado da certificação que a cota Hilton representa estão várias outras barreiras fitossanitárias comuns no mercado de exportação de carnes. Em comunicado ao mercado de dezembro de 2007, por exemplo, a JBS esclareceu aos seus acionistas que possíveis restrições pela União Europeia à exportação de carne brasileira não deveriam ter efeitos nos seus resultados. A companhia já tinha operações internacionais suficientes no momento para cobrir a demanda europeia no evento de unidades produtivas da JBS no Brasil virem a ser embargadas.<sup>322</sup> O mesmo tipo de esclarecimento voltou a circular diversas vezes nos anos posteriores, relativamente a restrições sanitárias impostas por outros

<sup>321</sup> Ver nota 223 do quinto capítulo, acima, no quinto capítulo, e o texto que esta acompanha.

<sup>322</sup> Ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 17 de dezembro de 2007.

países ao Brasil e aos demais países em que a JBS tivesse operações.<sup>323</sup> Em 2020, a JBS declarou que suas operações internacionais cobriam o acesso a todos os mercados de carne in natura existentes, e a essa altura as suas operações já proporcionavam posições de liderança, embora em diferentes medidas, na produção de carne bovina, suína e ovina.<sup>324</sup> Essa posição se deve à ampliação da capacidade exportadora e também à ampliação da capacidade de atender a demanda em bases domésticas, como sugere a Tabela 6.16, acima.

Nos seus anos iniciais de expansão internacional, a JBS seguiu uma trajetória ascendente no exterior e descendente no Brasil, como observado na Vale. Entre os seus principais investimentos, resumidos no Anexo IX, estão principalmente aquisições de unidades produtivas e empresas concorrentes no exterior, ao lado de poucas aquisições de ativos e unidades produtivas de concorrentes no Brasil. Além disso, até 2011 a JBS promoveu a suspensão ou a descontinuação de operações em diversos estados brasileiros.<sup>325</sup> A reorganização das atividades no Brasil não chegou a representar o decréscimo absoluto das operações no país, que foram intensificadas em outras unidades. Representativo disso é a demanda por recursos humanos da JBS no Brasil entre 2004 e 2011, que não chegou a decrescer (ver Tabela 6.17). Contudo, os dados sobre a demanda da JBS por recursos humanos também demonstram que o investimento no exterior foi significativamente maior que no Brasil nesse período. A Tabela 6.17 mostra que os postos de trabalho demandados pela JBS nos Estados Unidos foram sempre superiores aos demandados no Brasil entre 2004 e 2011, situação revertida apenas em 2013, quando a empresa entrou em processo de ampliação da produção no Brasil, voltando inclusive a operar em unidades nas quais as atividades haviam sido suspensas.<sup>326</sup>

---

<sup>323</sup> Sobre embargos impostos pela Rússia a diversas unidades produtivas de carne bovina no Brasil, ver, JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 25 de junho de 2008 - JBS continua a ser líder em exportação de carne bovina para a Rússia. A Rússia também veio a impor embargos à importação de carne dos Estados Unidos e da Argentina. Ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 8 de setembro de 2010. Sobre o fim de embargos impostos pela Coreia do Sul à importação de carne dos Estados Unidos, ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 28 de junho de 2008 - JBS confirma a abertura do mercado sul-coreano. Em outras ocasiões, as autoridades locais também optam por impor restrições à exportação de carne, como ocorrido na Argentina em 2010, levando a JBS a realizar desinvestimentos no país. Ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 29 de agosto de 2010. O governo uruguaio também veio a impor restrições às exportações de carne bovina no país em 2011, o que levou a JBS a suspender a produção em várias unidades no país de forma a atender apenas a demanda do mercado doméstico. Ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 19 de setembro de 2011.

<sup>324</sup> Ver informações sobre o acesso a mercados da JBS em JBS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>325</sup> Sobre a descontinuidade ou suspensão das atividades em unidades produtivas no Brasil, ver JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 9 de setembro de 2010 - A JBS no Mato Grosso; JBS S.A., Comunicado ao Mercado de 30 de agosto de 2011.

<sup>326</sup> Ver JBS S.A., Formulário de Referência 2013.

**Tabela 6.17 Quantidade de empregados da JBS por país entre 2004 e 2015**

	<b>Brasil</b>	<b>Argentina</b>	<b>Estados Unidos</b>	<b>Austrália</b>	<b>Itália</b>	<b>México</b>	<b>Outros</b>
<b>2004</b>	15676	-	-	-	-	-	-
<b>2005</b>	15717	2519	-	-	-	-	-
<b>2006</b>	16981	2339	-	-	-	-	-
<b>2007</b>	18067	3606	20949	4146	1729	-	-
<b>2008</b>	17787	5059	23901	6995	2162	-	-
<b>2009</b>	48261	4837	60638	6302	2314	-	1667
<b>2010</b>	49093	2908	61689	7075	-	5154	2177
<b>2011</b>	59055	2121	59180	7905	-	4996	1930
<b>2012</b>	57776	2243	63935	7886	-	5393	4395
<b>2013</b>	101891	1979	64594	7721	-	5842	9399
<b>2014</b>	116823	2077	65254	8700	-	5115	10534
<b>2015</b>	126878	2346	59693	12315	-	9850	16086

Elaboração própria.

Fonte: JBS S.A., Formulário de Referência, vários anos.

O crescimento da JBS no Brasil acabou por também encontrar mais barreiras no CADE do que o observado nos demais estudos de caso. Como resumido no Anexo X, várias aquisições de ativos, empresas e arrendamentos de unidades produtivas pretendidos pela JBS passaram pela análise do CADE, incluindo a incorporação da Bertin e o arrendamento com posterior aquisição de unidades da empresa francesa *Doux*, as operações mais significativas da JBS entre as analisadas pela autoridade antitruste brasileira. Notificações realizadas pela JBS ao CADE em 2009, como a incorporação da Bertin, só vieram a ser resolvidas em 2013, com a assinatura de um Termo de Compromisso de Desempenho que incluía pagamento de multa pela não notificação de uma aquisição de unidade produtiva, assim como a necessidade de a JBS informar os resultados obtidos com as aquisições reguladas pelo termo periodicamente ao CADE.<sup>327</sup>

<sup>327</sup> Ver notas sobre o Termo de Compromisso de Desempenho firmado pela JBS com o CADE em 2013 em JBS S.A., Formulário de Referência 2013.

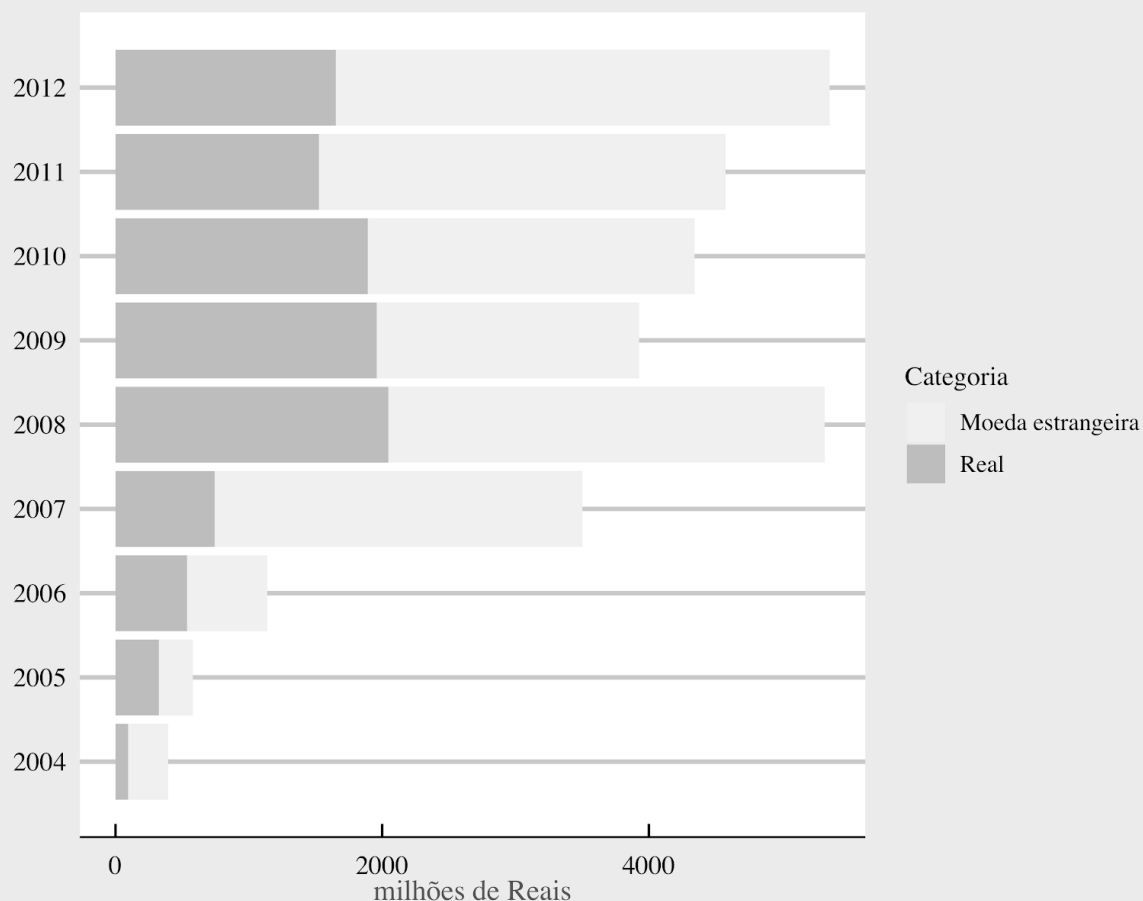
A maior evidência de que a trajetória de internacionalização da JBS como ocorreu realmente se deve à disponibilidade de apoio financeiro encontrada no BNDES é a composição da dívida consolidada da companhia, que pôde ser apurada relativamente ao período entre 2004 e 2012 (ver Figura 6.17). Em 2004, antes, portanto, da primeira aquisição internacional da JBS, a companhia já era uma cliente das linhas Exim do BNDES, com bom histórico de crédito junto ao banco,<sup>328</sup> mas as suas fontes de capital por dívida eram preponderantemente estrangeiras, respondendo a dívida em Real obtida no Brasil por apenas aproximadamente 24% da dívida total. Em 2005, a composição da dívida da JBS mudou drasticamente, vindo as fontes de crédito brasileiras em Real a responder por aproximadamente 56% da dívida total consolidada da companhia. Tal percentual foi decrescente entre 2006 e 2007, vindo a subir novamente entre 2008 e 2009, ano em que a dívida em Real obtida no Brasil chegou a 49% da dívida total. Uma trajetória inversa foi observada daí em diante, vindo tal percentual a cair progressivamente até chegar em 30% da dívida total em 2012.

---

<sup>328</sup> Ver discussão no quinto capítulo, acima.



### 6.17 Dívida da JBS em Real e moeda estrangeira entre 2004 e 2012



Elaborado pela autora.  
Fonte: JBS S.A., IAN - Informações Anuais, vários anos; Formulário de Referência, vários anos.

É possível, portanto, que as empresas brasileiras do setor de alimentos com foco em proteína animal só tenham alcançado suas posições internacionais de mercado devido ao apoio financeiro contínuo do BNDES e dos fundos de pensão de empresas estatais. Observando-se, em comparação, a Marfrig, que conseguiu iniciar sua trajetória de internacionalização no início dos anos 2000 sem apoio financeiro do Sistema BNDES, percebe-se uma trajetória similar à da JBS de 2008 em diante. Em 2008 e 2010, como já discutido no quinto capítulo, a Marfrig recebeu volumosos aportes da BNDESPAR para realizar aquisições significativas, tanto que ela aparece como a segunda maior beneficiária do apoio do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas, tendo recebido 23,4% do valor nominal total empregado nessa iniciativa.<sup>329</sup> Por conta da crescente participação da

<sup>329</sup> Ver Figura 5.2, no quinto capítulo, acima.

BNDESPAR no seu capital entre tais anos, os controladores da Marfrig vieram a assinar um acordo de acionistas com a subsidiária, que só veio a liquidar totalmente sua participação na companhia em 2019.

Talvez a participação concomitante da BNDESPAR nas duas empresas tenha facilitado que ambas operassem mais em sinergia do que em competição no mesmo segmento. A Marfrig evoluiu na sua trajetória para a atuação coordenada com empresas do setor de alimentação especializadas em serviços, ou *food service*, como a administração da companhia designa hoje ser sua vocação principal.<sup>330</sup> Com isso, a Marfrig operou entre 2010 e 2015 reorganizações nos seus ativos nacionais e internacionais, vindo a vender para outras empresas a maior parte da sua produção de carne in natura.<sup>331</sup> Nesse processo, a própria JBS adquiriu ativos da Marfrig no Brasil e no exterior, incluindo os negócios que a Marfrig explorava sob as marcas Zenda e Seara no Brasil, e as subsidiárias internacionais do grupo *Moy Park*, que haviam sido adquiridas em 2008 com o apoio do BNDES.<sup>332</sup> De toda forma, se observada do ponto de vista das vendas no exterior, a Marfrig é hoje ainda mais internacionalizada que a JBS, já que ela reportou apenas 8% da sua receita líquida como advinda de vendas no Brasil em 2019,<sup>333</sup> ao lado do percentual de 15,6% de receita líquida obtido pela JBS no Brasil no mesmo ano.<sup>334</sup>

Uma outra empresa brasileira do setor de alimentos com a qual a Marfrig mantém ampla sinergia é a BRF.<sup>335</sup> Como para várias das aquisições empreendidas pela JBS, a fusão entre a Sadia e a Perdigão que resultou na criação da BRF demandou do CADE complexa análise, a qual nesse caso levou à aprovação condicionada à venda de ativos e à restrição no uso de marcas por prazo de cinco anos.<sup>336</sup> Em 2009, quando da fusão, a BRF deu continuidade ao processo de internacionalização antes iniciado pela Sadia, que no momento já

---

<sup>330</sup> Ver MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>331</sup> Ver notas sobre esse processo em *Ibid.*

<sup>332</sup> Tais operações, quando aplicável, vieram a ser aprovadas sem restrições pelo CADE. Ver *Ibid.*; JBS S.A., Formulário de Referência 2013.

<sup>333</sup> Ver MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>334</sup> Ver JBS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>335</sup> A BRF também adquiriu alguns dos ativos vendidos pela Marfrig no Brasil e no exterior a partir de 2010 e atua em parceria com a Marfrig na cadeia de fornecimento de hambúrgueres no Brasil. Ver MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>336</sup> Ver os autos do Ato de Concentração n.º 08012.004423/2009-18 que tramitou perante o CADE.

tinha 17 unidades produtivas no exterior, em diversos países.<sup>337</sup> Nesse mesmo ano, a BRF reportou que as suas vendas no exterior responderam por 41,6% da sua receita líquida total,<sup>338</sup> percentual que chegou a 57,1% em 2016,<sup>339</sup> caindo novamente para 41,6% em 2019.<sup>340</sup> A BRF apareceu no ranking de maiores empresas multinacionais do relatório WIR da UNCTAD, por conta dos vários ativos que acumulou no exterior ao longo dos anos, que são inferiores em valor de mercado comparado aos ativos detidos pela JBS ao longo dos anos, mas certamente superiores aos ativos detidos no exterior pela Marfrig, que nunca sequer apareceu na lista da UNCTAD. As três empresas são fortemente internacionalizadas, mas em termos do poder de mercado relativamente conquistado no exterior, a Marfrig se revelou no último ano como superior às demais, tendo, como acima indicado, acumulado mais de 90% das suas receitas no exterior em 2019, ao lado de um percentual de 84,6% relativo à JBS e de 41,6% relativo à BRF.

A Marfrig e a JBS até os dias atuais têm controle familiar e, durante sua trajetória de internacionalização, estiveram expostas à influência societária da BNDESPAR. Ambas tiveram no seu conselho de administração a presença de indivíduos com conexões com o Estado,<sup>341</sup> os quais, no caso da JBS, eram ligados diretamente ao BNDES, aos fundos de pensão de empresas estatais que passaram pelo seu quadro acionário, e à CEF. Já a BRF herdou a trajetória de internacionalização iniciada pela Sadia e foi controlada por grupo de fundos de pensão durante alguns anos após 2009, o qual deu continuidade à sua trajetória de crescimento internacional. Dessa forma, se, como a literatura mostra, o BNDES e os fundos de pensão foram relevantes em diferentes medidas para financiar a industrialização de base do Brasil até a década de 1970, tendo se tornado os financiadores mais relevantes das privatizações na década de 1990, a partir de meados dos anos 2000 eles se tornaram os viabilizadores da consolidação empresarial no setor brasileiro de alimentos focado em proteína animal.

---

<sup>337</sup> A Sadia tinha operações nos seguintes países: Uruguai, Inglaterra, Argentina, Chile, Alemanha, Rússia, Turquia, Emirados Árabes, Japão, China e Panamá. Ver SADIA S.A., IAN - Informações Anuais 2008.

<sup>338</sup> Ver BRF S.A., Formulário de Referência 2010.

<sup>339</sup> Ver BRF S.A., Formulário de Referência 2016.

<sup>340</sup> Ver BRF S.A., Formulário de Referência 2020.

<sup>341</sup> Entre 2007 e 2019, a Marfrig teve na realidade um membro com experiência mista, Antonio dos Santos Maciel Neto, que ao lado da sua atuação no setor privado ocupou cargos de confiança no MDIC ao longo da sua trajetória profissional. Ver MARFRIG GLOBAL FOODS S.A., Formulário de Referência 2020.

## 6.4.2 A trajetória de internacionalização da Embraer

A Embraer foi constituída em 1969 como uma sociedade de economia mista controlada pela União.<sup>342</sup> A companhia foi o último passo de um projeto de longo prazo das Forças Armadas brasileiras, que vinham investindo na criação de instituições nacionais voltadas ao desenvolvimento de tecnologia aeroespacial desde a década de 1940.<sup>343</sup> Na mesma localização, em São José dos Campos, primeiramente foi criado o Centro Técnico de Aeronáutica, em 1945, seguido do ITA, em 1950, e, finalmente, pela Embraer, em 1969.<sup>344</sup> A missão inicial da Embraer era desenvolver e fabricar aeronaves para a FAB, a partir de projetos que já estavam em curso na infraestrutura criada em São José dos Campos, mas que demandavam uma estrutura empresarial para serem explorados comercialmente.<sup>345</sup> Desde a sua criação, a Embraer foi pensada para atender a FAB em bases economicamente eficientes, para o que poderia subcontratar empresas privadas, podendo também contratar encomendas com outros clientes de forma a manter uma escala de produção economicamente viável.<sup>346</sup>

---

<sup>342</sup> Ver o Decreto-Lei n.º 770, de 19 de agosto de 1969, que autoriza a criação da companhia com a denominação EMBRAER - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.

<sup>343</sup> Existem fontes que apontam para o anseio das Forças Armadas brasileiras de ter tecnologia de defesa própria desde a proclamação da República no Brasil. Nesse sentido, ver, por exemplo, BONELLI, Regis; PINHEIRO, Armando Castelar, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?*, **IPEA-Texto para Discussão**, v. TD 1269a, 2007. Contudo, a constituição da Embraer em 1969 está diretamente ligada ao Centro Técnico de Aeronáutica, criado em 1945 como base para abrigar o ITA, que viria a iniciar suas atividades em 1950. As Forças Armadas brasileiras, principalmente o Exército e a FAB, vinham maturando o projeto de criar um instituto similar ao MIT no Brasil para formar profissionais qualificados para o desenvolvimento de tecnologia aeroespacial, considerada um diferencial importante para a defesa brasileira. No início, o projeto esteve essencialmente ligado às Forças Armadas, tendo evoluído ao longo de diferentes governos. Nesse sentido, ver o Decreto n.º 27.695, de 16 de janeiro de 1950, que cria o ITA, bem como a Lei n.º 2.165, de 5 de janeiro de 1954, que estabelece os objetivos do ITA e está até hoje em vigor. Ver o website do ITA com mais informações sobre o histórico do instituto, que passa pela missão que criou o Centro Técnico de Aeronáutica e pela constituição posterior da Embraer. Disponível em: <<http://www.ita.br/aconstro>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>344</sup> Ver explicações na nota 343, acima.

<sup>345</sup> Conforme avaliação da própria Embraer nas informações anuais apresentadas à CVM. Ver EMBRAER S.A, Formulário de Referência 2020. Nesse sentido, ver também o estudo de Bonelli e Pinheiro, no qual os autores apontam que o protótipo para a Bandeirante, primeira aeronave da Embraer certificada e comercializada, destinando-se a clientes no Brasil e no exterior, já estava em estágio avançado a partir de pesquisa e desenvolvimento empreendida pelo Instituto de Pesquisa e Desenvolvimento do Centro Técnico de Aeronáutica. BONELLI; PINHEIRO, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?*

<sup>346</sup> Nesse sentido, ver principalmente o artigo 2º do Decreto n.º 770, de 1969. Pouco após ser criada, a Embraer incorporou os ativos da Neiva, uma empresa privada brasileira também dedicada à fabricação de aeronaves. Ver BONELLI; PINHEIRO, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?*

A Embraer atuou por pouco mais de 25 anos sob o controle societário da União e a intervenção de diferentes esferas do governo federal foi essencial para a sua viabilidade inicial. A aeronave Bandeirante, já em fase final de desenvolvimento quando da criação da companhia, foi certificada no Brasil pelo Centro Técnico de Aeronáutica em 1972.<sup>347</sup> No ano seguinte, a companhia fez a entrega de 10 aeronaves da série Bandeirante na versão militar para a FAB, assim como a entrega de uma outra encomenda da aeronave na versão para aviação comercial para a companhia aérea brasileira Transbrasil.<sup>348</sup> A crise do petróleo que eclodiria no mesmo ano viria a ajudar ao invés de atrapalhar as atividades da Embraer. A série Bandeirante era composta por modelos bimotores turboélice mais econômicos que os aviões a jato e, por conta da alta nos preços dos combustíveis, a Embraer logo recebeu encomendas de governos latino-americanos.<sup>349</sup> Ao lado disso, o MRE empreendeu diplomacia de alto nível junto às autoridades de certificação aeronáutica da Europa e dos Estados Unidos, vindo a Embraer a obter homologação para o modelo Bandeirante na França em 1977, assim como nos Estados Unidos e no Reino Unido em 1978. Subsequente às homologações, a Embraer recebeu encomendas para aviões da série Bandeirante de clientes em tais países e, a partir de 1979, começou a estabelecer subsidiárias no exterior para facilitar o atendimento aos clientes, o treinamento a ser conferido para o uso das suas aeronaves, assim como para prestar assistência técnica.<sup>350</sup>

Conforme estudos disponíveis sobre a Embraer, o papel do governo brasileiro teria sido ainda essencial para o estabelecimento de parcerias estratégicas da companhia com

---

<sup>347</sup> Até a criação e entrada em funcionamento da Agência Nacional de Aviação Civil, em 2006, era o Centro Técnico de Aeronáutica, por meio da sua Divisão de Aviação Civil, que homologava aeronaves para voar no Brasil. Ver informações no website da Agência Nacional de Aviação Civil. Disponível em: <<https://www.anac.gov.br/aceso-a-informacao/institucional>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>348</sup> Ver informações sobre a certificação inicial no Brasil e as primeiras encomendas atendidas pela Embraer no website da companhia. Disponível em: <<https://historicalcenter.embraer.com/br/pt/emb-110-bandeirante#:~:text=Assim%2C%20em%2018%20de%20agosto,ser%20exportado%20para%20diversos%20pa%C3%ADses.>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

<sup>349</sup> Ver nota 345, acima.

<sup>350</sup> Sobre o papel da intervenção do Estado nas certificações obtidas pela Embraer nos Estados Unidos e na Europa nos anos 1970, ver o estudo de Bonelli e Pinheiro. A análise dos autores mostra que, além do esforço diplomático empreendido pelo MRE, o governo federal promoveu a viagem de representantes das autoridades estadunidenses e europeias, assim como de possíveis clientes, para São José dos Campos, para que estes pudessem conferir as instalações da Embraer e testar suas aeronaves. Ver BONELLI; PINHEIRO, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?* Entre as subsidiárias estabelecidas no exterior antes da privatização da Embraer estão a Embraer Aircraft Company, estabelecida dos Estados Unidos em 1979, e a Embraer Aviation International, estabelecida na França em 1983. O histórico das subsidiárias estabelecidas no exterior pela Embraer, com os seus propósitos, pode ser resgatado em EMBRAER S.A., Formulário de Referência 2020.

empresas estrangeiras com transferência de tecnologia.<sup>351</sup> A Embraer nasceu a partir da expertise criada pelo Estado brasileiro para a projeção e a montagem de aeronaves.<sup>352</sup> Embora São José dos Campos tenha se tornado um pólo promissor para a instalação de fornecedores locais de peças e equipamentos com menor valor agregado, vindo inclusive a Embraer a produzir alguns desses insumos, a companhia sempre foi dependente da importação de componentes relevantes antes do processo de montagem.<sup>353</sup> Para reduzir os custos de importação na década de 1970, a Embraer obteve sucesso em parcerias comerciais com empresas estrangeiras que aceitaram transferir tecnologia e basear a fabricação dos componentes a ser empregados pela Embraer no Brasil.<sup>354</sup> Entre essas parcerias, as principais envolveram a empresa italiana *Aermacchi*, em parceria estabelecida em 1971, e a empresa estadunidense *Piper Aircraft, Inc.*, em parceria estabelecida em 1974.<sup>355</sup>

O histórico de parcerias estratégicas com empresas estrangeiras da Embraer se tornaria mais extenso nos anos seguintes. Desde o final dos anos 1980, a administração da companhia vinha investindo em pesquisa e desenvolvimento para a produção de aviões a jato para continuar a atender o mercado de aviação regional, doméstico e internacional. A visão estratégica da Embraer previa a demanda por aeronaves mais modernas, mais confortáveis e com maior capacidade para os voos comerciais domésticos, especialmente nos Estados Unidos, onde os serviços de aviação comercial regional estavam em expansão por conta da recente liberalização promovida no setor no país.<sup>356</sup> O investimento em pesquisa e

---

<sup>351</sup> Nesse sentido, ver GOLDSTEIN, Andrea, EMBRAER: from national champion to global player, **Cepal Review**, n. 77, p. 97–115, 2002.

<sup>352</sup> Ver nota 345, acima.

<sup>353</sup> Sobre o papel difusor da Embraer para a criação de uma rede que empresas que atuava na base da cadeia de valor da produção de aeronaves, ver BONELLI; PINHEIRO, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?* Após a constituição da Embraer, a cidade de São José dos Campos aos poucos se tornou um ambiente propício à inovação e a atividade produtiva na cidade acabou por ser incentivada por políticas federais e estaduais de apoio à inovação no geral ao longo das décadas, sem um vínculo necessário com o setor de aeronáutica. Sobre o perfil de São José dos Campos como uma cidade global que serve de ponte para a inovação e a cocriação de ideias (ou uma *gateway city*), ver MELLO, Patricia Alencar Silva *et al*, *Targeting economic development with science and technology parks and gateway cities: Schumpeterian possibilities of new developmental states in fostering local and global development*, **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 40, n. 3, p. 462–483, 2020.

<sup>354</sup> Ver análises sobre tais parcerias em BONELLI; PINHEIRO, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?*; GOLDSTEIN, EMBRAER.

<sup>355</sup> Segundo o estudo de Goldstein, a parceria da Embraer com a empresa estadunidense *Piper Aircraft, Inc.* teria sido viabilizada após a ameaça de aumento das tarifas de importação pelo governo brasileiro. Ver GOLDSTEIN, EMBRAER.

<sup>356</sup> Tal liberalização consistiu no fim de uma série de restrições relativas às rotas e aos preços dos serviços de aviação comercial nos Estados Unidos. Ver análise de Bonelli e Pinheiro sobre a relação entre o planejamento estratégico da Embraer para os anos 1990 e a liberalização dos serviços de aviação comercial nos Estados Unidos.

desenvolvimento para um modelo de avião a jato para o mercado de voos regionais iniciaria com recursos do BNDES em 1988, mas o crédito público para a Embraer teria sido descontinuado no início do governo Collor.<sup>357</sup> Com isso, a única via encontrada pela administração da Embraer para continuar o investimento no desenvolvimento do novo modelo de aeronave foi a captação de parcerias com fornecedores estrangeiros de componentes dispostos a dividir o investimento em pesquisa e desenvolvimento necessário, assim como os riscos associados.<sup>358</sup> Enquanto a literatura econômica avalia positivamente o êxito da Embraer em dividir o risco de pesquisa e desenvolvimento com fornecedores,<sup>359</sup> existem relatos críticos por parte dos trabalhadores da companhia relativamente a tal iniciativa, que seria a causa da redução da capacidade produtiva da Embraer no Brasil e da demissão em massa de funcionários locais.<sup>360</sup>

A privatização da Embraer, como finalizada em 1994, levou às regras de governança corporativa e à composição do grupo de controle discutida acima, na seção 6.1.1. Entre os acionistas que assumiram o controle societário da Embraer estava o banco Bozano, Simonsen, o qual adquiriu ações de controle da Embraer e de outras empresas privatizadas no

---

BONELLI; PINHEIRO, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery? A previsão da administração da Embraer se provou correta, já que no final dos anos 1990 as vendas para empresas de aviação comercial respondiam pela maior fatia da receita líquida da Embraer, dentro das quais as exportações para os Estados Unidos eram a principal fonte de vendas. Ver Tabela 6.20, abaixo.*

<sup>357</sup> Apesar de o apoio a setores exportadores da economia brasileira estar entre as prioridades estratégicas do Sistema BNDES quando da sua reestruturação nos anos 1980, relatos de funcionários da Embraer sugerem que durante o governo Collor o apoio do BNDES à companhia foi descontinuado. Ver relatos documentados em GODEIRO, Nazareno; SILVA, Cristiano Monteiro da; CLAROS, Herbert, **A Embraer é nossa! Desnacionalização e reestatização da Empresa Brasileira de Aeronáutica**, [s.l.]: ILAESE – Instituto Latino-Americano de Estudos Sócio-Econômicos de Minas Gerais, 2009.

<sup>358</sup> Tais parcerias internacionais para a divisão de risco envolveram a princípio a terceirização da produção de peças interiores, asas e sistemas elétricos. Até 2001, diversas empresas haviam atuado com a Embraer nesse modelo de negócios, entre as quais estão a *c&d* (Estados Unidos); a *ENAER* (Chile); a *GAMESA* (Espanha); a *General Electric* (Estados Unidos); a *Grimes Aerospace* (Estados Unidos); a *Hamilton Sundstrand* (Estados Unidos); a *Honeywell* (Estados Unidos); a *Kawasaki* (Japão); a *Latécoère* (França); e a *Liebherr* (Alemanha). Ver informações coletadas por Goldstein. GOLDSTEIN, EMBRAER.

<sup>359</sup> Nesse sentido, ver as seguintes análises: *Ibid.*; BONELLI; PINHEIRO, *New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery?*; FLEURY, Afonso; FLEURY, Maria Tereza Leme; BORINI, Felipe Mendes, *Value-chain configurations of Brazilian EMNEs*, in: WILLIAMSON, Peter J. *et al* (Orgs.), **The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals**, Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 97–115.

<sup>360</sup> A Embraer tinha acesso limitado ao capital financeiro antes da sua privatização e, sem o crédito público, acabou por, de fato, enxugar a sua base produtiva, a qual acabou por ser assumida por empresas estrangeiras. Entre os funcionários da Embraer, existe a avaliação de que sem o corte de recursos promovido no governo Collor, a produção da empresa poderia continuar concentrada no Brasil, sem as perdas de postos de trabalho que foram experimentadas. Ver GODEIRO; SILVA; CLAROS, **A Embraer é nossa! Desnacionalização e reestatização da Empresa Brasileira de Aeronáutica**.

período e tinha por foco o desinvestimento de tais participações após o saneamento das empresas adquiridas, buscando margem de retorno.<sup>361</sup> Ao fundo de pensão Sistel, patrocinado por empresas privadas, pode ser atribuído um propósito de capital financeiro similar ao do banco Bozano, Simonsen na aquisição de ações de controle da Embraer. Um dos canais para a influência governamental esteve na participação da Previ no grupo de controle da Embraer, cujos poderes, conforme o acordo de acionistas firmado com os demais controladores, era exercido pelo seu patrocinador, o Banco do Brasil.<sup>362</sup> O outro canal direto para a influência governamental na Embraer, que consta no seu estatuto social até hoje, é a ação ordinária de classe especial reservada à União pelas regras do seu edital de privatização.

Desde a privatização, tal ação de classe especial permite a eleição pela União de um dos membros do conselho de administração da Embraer,<sup>363</sup> bem como o direito de veto sobre as seguintes matérias: i) mudanças pretendidas na denominação social da companhia e seu objeto social; ii) a alteração e a aplicação da marca da companhia; iii) a criação e a alteração de programas militares, envolvendo ou não o Brasil; iv) a capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares; v) a interrupção do fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares; vi) a transferência do controle acionário da companhia; e vii) alterações ao modo de eleição dos componentes do conselho de administração.<sup>364</sup> Quando da reestruturação societária empreendida para a dispersão do controle acionário da Embraer, os direitos de veto atribuídos à ação de classe especial da União foram ampliados.

Nesse momento, para evitar que um acionista ou grupo controlador fosse novamente estabelecido, o estatuto social foi reformado para incorporar regras que limitam o poder de voto dos acionistas.<sup>365</sup> De acordo com as novas regras, nenhum acionista ou grupo de

---

<sup>361</sup> O banco Bozano, Simonsen realizou aquisições de ações a partir de tal estratégia nas privatizações da Acesita, da Usiminas e da CST, além da Embraer. Ver RODRIGUES, Carlos Henrique Lopes; JURGENFELD, Vanessa Follmann, *Desnacionalização e financeirização: um estudo sobre as privatizações brasileiras (de Collor ao primeiro governo FHC)\**, **Economia e Sociedade**, v. 28, n. 2, p. 393–420, 2019.

<sup>362</sup> Como discutido acima, na seção 6.1.1, quando a Previ fazia parte do grupo de acionistas que exerceu o controle societário da Embraer de 1997 a 2005, o Banco do Brasil tinha o direito de indicar os conselheiros que coubessem à Previ para o conselho de administração da companhia.

<sup>363</sup> Conforme o artigo 27, parágrafo 1º, da versão mais recente do estatuto social da Embraer. Ver EMBRAER S.A., *Estatuto Social Aprovado pela Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 29 de abril de 2020*, 2020.

<sup>364</sup> Os poderes de veto da União estão discriminados no artigo 9º da versão mais recente do estatuto social da Embraer. Ver *Ibid.*

<sup>365</sup> Ver deliberações do dia 31 de março de 2006 em EMBRAER S.A., *Assembleia Geral Extraordinária realizada em 31 de março de 2006*.



acionistas que votem em conjunto podem contabilizar em votos mais que 5% das ações em que se divide o capital social da companhia.<sup>366</sup> Além disso, o estatuto social da Embraer também passou a dividir os acionistas entre brasileiros e estrangeiros, indicando que os votos dos acionistas estrangeiros em assembleia não podem ultrapassar dois terços dos votos que puderem ser exercidos pelos acionistas brasileiros.<sup>367</sup> Com a introdução dessas regras para evitar o estabelecimento do poder de controle por um acionista ou grupos de acionistas, especialmente tratando-se de acionistas estrangeiros, a ação de classe especial da União passou a abrigar o poder de veto sobre alterações ao estatuto social da companhia que pretendam mudar tais regras.<sup>368</sup>

A administração da Embraer foi observada no período entre 1999<sup>369</sup> e 2012 levando em conta as categorias já utilizadas nos estudos da Vale, da Gerdau e da JBS para qualificar os indivíduos eleitos na companhia como conselheiros e diretores. Fica clara a capacidade tanto dos acionistas ligados ao Estado quanto dos acionistas ligados ao setor privado para disputar os assentos do conselho de administração e mudar a composição desse órgão de administração da companhia ao longo de tais anos (ver Figura 6.18). O número de assentos no conselho variou e também o nível de influência potencial para as forças do Estado e do mercado.

---

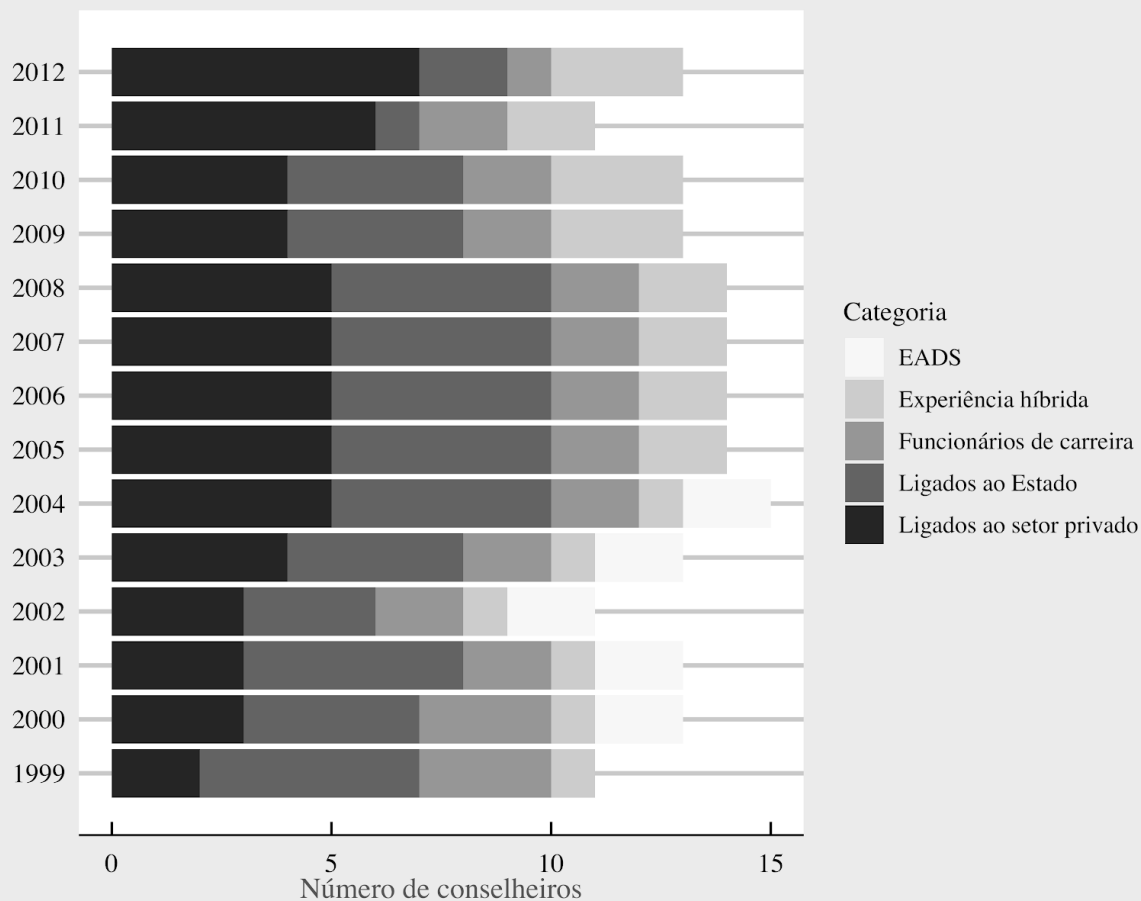
<sup>366</sup> As limitações impostas ao direito de voto dos acionistas da companhia constam no artigo 14 da atual versão do seu estatuto social. Ver EMBRAER S.A., Estatuto Social Aprovado pela Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 29 de abril de 2020.

<sup>367</sup> Ver artigo 14, inciso II, da versão mais recente do estatuto social da Embraer. Ver *Ibid.*

<sup>368</sup> Ver artigo 9º da versão mais recente do estatuto social da Embraer. Ver *Ibid.*

<sup>369</sup> A composição de 1999 foi a mais antiga obtida dos órgãos de administração da Embraer, tendo sido observada a composição do conselho de administração e da diretoria a partir de tal ano para observar as diferenças da administração entre o período que sucedeu a privatização e o período que sucedeu a reestruturação societária empreendida em 2006.

### 6.18 Composição do conselho de administração da Embraer entre 1999 e 2012



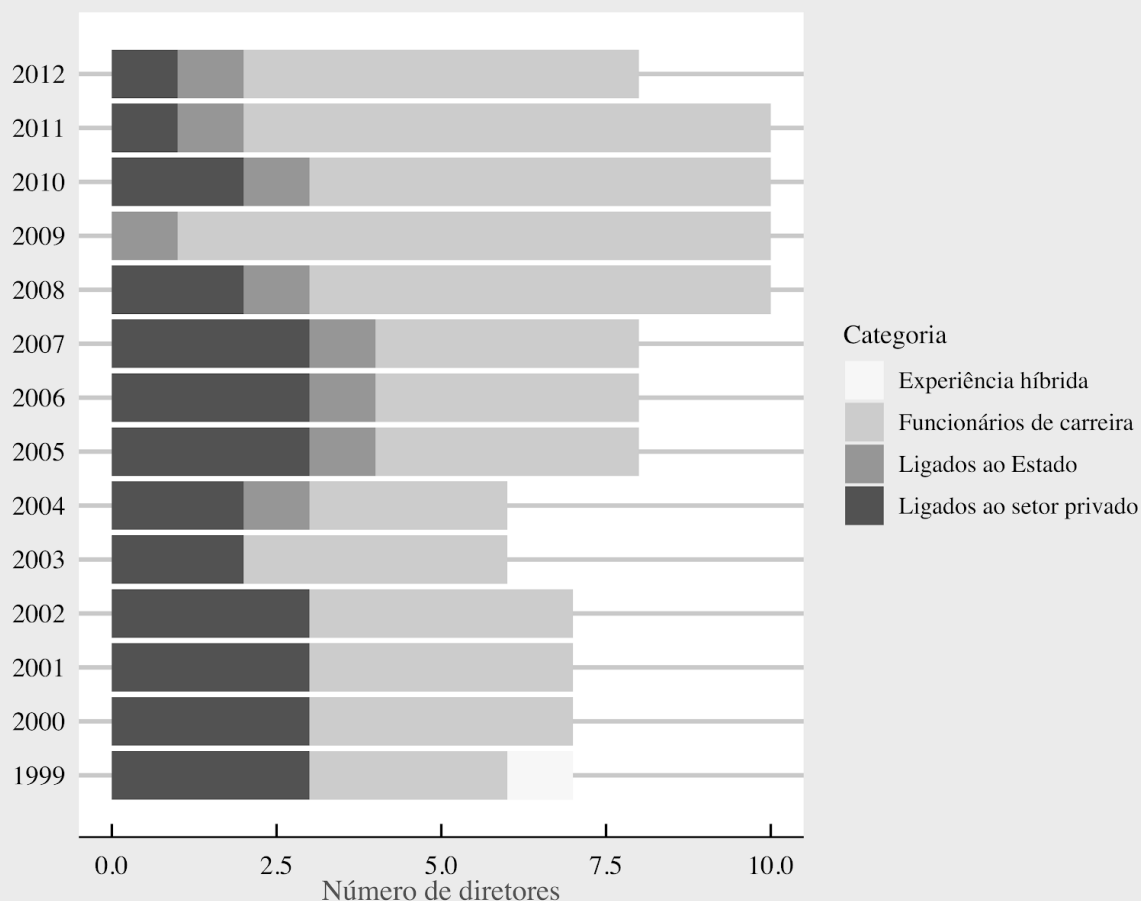
Elaborado pela autora.  
 Fonte: EMBRAER S.A., IAN - Informações Anuais, vários anos; Formulário 20-F, vários anos.

De 2000 a 2011, tiveram assento no conselho de administração dois representantes dos funcionários da Embraer, por estes eleitos diretamente, os quais somavam três conselheiros em 1999, e apenas um conselheiro em 2012. Nessa categoria, é difícil prever se tais indivíduos estariam mais alinhados com os interesses dos acionistas ligados ao Estado ou dos acionistas ligados ao setor privado, pois, além de terem sido eleitos pelos funcionários da Embraer diretamente, a literatura relata a ampla aceitação da privatização da companhia pelos seus funcionários, com exceção dos operários da produção da companhia, os principais a sentir o impacto das demissões empreendidas como preparação para a desestatização. Por esse motivo, os funcionários de carreira da Embraer, assim como os indivíduos com experiência profissional híbrida, não podem ser interpretados de antemão como alinhados com as forças de influência estatal ou com as forças de influência do setor privado, sem mais análises.

Em 1999, os conselheiros ligados ao Estado somavam cinco assentos do conselho de administração da Embraer, ao lado de dois indivíduos ligados ao setor privado, um indivíduo com experiência híbrida e três funcionários de carreira, em composição que parece pendente para a preponderância do potencial de influência estatal. Tal situação começou a mudar no ano 2000, quando, entre os 13 indivíduos com assento no conselho de administração da Embraer, agora cinco eram ligados ao setor privado, diante de cinco conselheiros ligados ao Estado, um com experiência híbrida, bem como dois funcionários de carreira eleitos pelos empregados da companhia. Essa composição, com peso equilibrado para a representação das forças de influência estatal e das forças de influência do mercado, assim permaneceu até 2003. De 2004 em diante, a preponderância do potencial de influência dos conselheiros ligados ao setor privado foi maior que o potencial de influência dos conselheiros ligados ao Estado em todos os anos, intensificando-se a partir de 2011.

O conselho de administração da Embraer, a princípio, nomeou uma diretoria dividida entre funcionários de carreira e diretores recrutados no setor privado, divisão que foi mais equilibrada entre as duas categorias entre 1999 e 2002 (Ver Figura 6.18). O primeiro CEO da Embraer como uma empresa privada, Maurício Botelho, que também tinha assento no conselho de administração, era ligado ao setor privado, tendo sido o banco Bozano, Simonsen seu último empregador antes da Embraer. Botelho permaneceu no cargo até 2007, sendo em 2008 substituído por Frederico Pinheiro Fleury Curado, um funcionário de carreira da Embraer. Curado havia sido também o vice-presidente da Embraer desde a sua privatização, atuando ao lado de Botelho. A comparação entre as figuras 6.18 e 6.19 mostra que a presença de funcionários de carreira na diretoria da Embraer aumentou na mesma medida do potencial de influência dos conselheiros ligados ao setor privado.

### 6.19 Composição da diretoria da Embraer entre 1999 e 2012



Elaborado pela autora.  
Fonte: EMBRAER S.A., IAN - Informações Anuais, vários anos; Formulário 20-F, vários anos.

Com a finalização da sua privatização, em 1994, a administração da Embraer deu continuidade, inicialmente, ao foco no atendimento dos mercados internacionais de aviação regional e à estratégia de divisão do risco de desenvolvimento com seus fornecedores. Nos documentos da companhia, a sua administração demonstra uma nova estratégia a partir de 2002, conforme a qual a Embraer reduziu suas parcerias de divisão de risco e passou a procurar oportunidades de aquisição no exterior e de parcerias estratégicas para o desenvolvimento conjunto de novos produtos. Essa estratégia se justifica em parte pelo impacto que os atentados de 11 de setembro 2001 tiveram no mercado de aviação comercial dos Estados Unidos, o que levou a Embraer a investir em novos segmentos, como a aviação executiva, e a intensificar sua atuação como fornecedora de peças e equipamentos. A busca por aquisições e parcerias também tinha o foco de diversificar as vendas, para diminuir a

dependência do mercado de aviação comercial. Nesse período, que durou de 2002 até 2006, a Embraer realizou os investimentos e parcerias descritos na Tabela 6.18, abaixo:

**Tabela 6.18 Aquisições e joint ventures internacionais da Embraer entre 2002 e 2006**

Ano	País	Descrição
2002	Estados Unidos	Aquisição dos ativos operacionais da <i>Celsius Aerotech Inc.</i> , situada em Nashville, Tennessee, e controlada pela <i>Reliance Aerotech Inc.</i> , a fim de aumentar a capacidade de oferecer serviços de manutenção e reparo das aeronaves da Embraer nos Estados Unidos
2002	China	Investimento na <i>Harbin Embraer Aircraft Industry Company Ltd.</i> , joint venture com a <i>China Aviation Industry Corp. II</i> , para fabricar o modelo ERJ 145 e oferecer serviços diretamente na China
2004	Portugal	Aquisição do controle da OGMA, uma fabricante de componentes e prestadora de serviços relacionados à fabricação de aeronaves civis e militares, em parceria com a EADS
2006	Estados Unidos	Joint venture com a empresa canadense <i>CAE Inc.</i> para a oferta de serviços de treinamento relacionados às aeronaves da Embraer nos Estados Unidos e em outros países

Elaborado pela autora.

Fonte: EMBRAER S.A., Formulário 20-F, vários anos.

Entre 1994 e 2006 a intervenção do Estado sobre a Embraer assumiu diversas formas. A União se fez representar no conselho de administração, não só nesse período, mas também posteriormente, por meio de indivíduos advindos da FAB.<sup>370</sup> Análises sobre a Embraer sugerem que o acompanhamento das atividades da empresa por tais conselheiros foi próxima e influenciou diversas das decisões tomadas pela companhia ou por seu grupo de controle,

<sup>370</sup> Alguns dos representantes da União cumpriram longos mandatos como conselheiros da Embraer. Um deles é o Tenente-Brigadeiro aposentado Neimar Dieguez Barreiro, que compôs o conselho de administração da companhia entre 2003 e 2009. Ele foi sucedido pelo também Tenente-Brigadeiro Aprígio Eduardo de Moura Azevedo em 2010. Ver EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

enquanto existente. Em 1999, por exemplo, a EADS, empresa europeia que controlava a *Airbus* na época, demonstrou interesse em parceria com a Embraer, a ser convertida em opção de compra do seu controle no futuro.<sup>371</sup> A União teria vetado os termos originais da operação, captada pelo banco Bozano, Simonsen, até que a EADS realizou a aquisição de 20% do capital social da Embraer, participação que conferia prioridades no recebimento de dividendos e o direito de indicar representantes ao conselho de administração, mas que não conferia direito de voto nas assembleias da companhia.<sup>372</sup>

A intervenção estatal na Embraer também se deu pela mobilização de recursos diplomáticos. Do ponto de vista comercial, a companhia se tornou cada vez mais dependente das exportações, vendendo parcela restrita da sua produção no Brasil no período (ver Tabela 6.19). Passadas as restrições impostas pelo governo Collor, o crédito do BNDES-Exim e do Proex, programa governamental administrado pelo Banco do Brasil, passou a financiar a compra das aeronaves da Embraer por clientes no exterior. O crédito do BNDES era concedido com base na TJLP e o Proex servia para equalizar a taxa de juros do financiamento diante das condições de crédito aplicáveis no mercado internacional.<sup>373</sup> Nesse período, a Embraer estava entre as quatro maiores fabricantes de aeronaves civis do mundo, grupo composto ainda pela *Boeing* (Estados Unidos), pela *Airbus* (Alemanha, França e Reino Unido), e pela *Bombardier* (Canadá). Enquanto a *Boeing* e a *Airbus* disputavam o mercado de aeronaves civis de grande capacidade, a Embraer e a *Bombardier* tinham menor porte e eram mais competitivas no mercado de aviação regional, que demandava aeronaves civis de porte médio.<sup>374</sup>

---

<sup>371</sup> Ver as notas da administração da Embraer sobre a parceria iniciada em 1999 com a EADS em EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

<sup>372</sup> Ver PELA, Juliana Krueger, **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro**, p. 66. Conforme o estudo de Goldstein, a União só teria concordado em não vetar a aquisição de ações da EADS depois de um parecer da Advocacia Geral da União confirmando que o modelo acordado da operação não levaria a EADS a assumir o controle da Embraer, no presente ou no futuro. Ver GOLDSTEIN, EMBRAER.

<sup>373</sup> Ver comentários da administração da Embraer sobre o funcionamento de cada um desses programas de financiamento para a Embraer em EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

<sup>374</sup> Ver os comentários da administração da Embraer sobre o mercado em que a companhia se inseria no período de 1994 a 2006 em *Ibid.*

**Tabela 6.19 Percentual das vendas no Brasil na receita líquida da Embraer entre 1997 e 2006**

1997	1998	1999	2000	2002	2003	2004	2005	2006
28,25%	7,64%	3,4%	5,9%	2,4%	5,64%	8,8%	8%	3,8%

Elaborado pela autora.

Fonte: EMBRAER S.A., Informações Anuais, vários anos; Formulário 20-F, vários anos.

O governo canadense entrou em consulta com o governo brasileiro em 1996 por meio da OMC para discutir a legalidade dos programas de financiamento governamentais em benefício da Embraer. As negociações não resultaram em acordo entre os países, e o Canadá, em 1998, solicitou à OMC a abertura de painel para examinar o crédito governamental concedido à Embraer, por entender que as condições de equalização do Proex estavam em desacordo com as regras do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias da OMC.<sup>375</sup> Iniciada a disputa, o Brasil também solicitou à OMC a abertura de painel para o exame dos programas de subsídio à exportação de aeronaves do Canadá. Os painéis passaram pelo órgão de resolução de disputas e pelo órgão de apelação da OMC várias vezes entre 1998 e 2002, para a decisão sobre a disputa inicial, e para checar a adequação dos países envolvidos às medidas solicitadas pela OMC. Tanto o Brasil quanto o Canadá tiveram de mudar suas políticas de subsídio à exportação por meio do financiamento governamental, mas o Brasil em especial precisou mudar as regras do Proex três vezes para obter o reconhecimento da OMC sobre a conformidade com as regras do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias. No meio tempo, o Canadá foi autorizado a retaliar o Brasil no valor de até 233,5 milhões de Dólares em tarifas de importação.<sup>376</sup>

De toda forma, o subsídio para a exportação de aeronaves é uma prática comum entre todos os governos que sediam grandes fabricantes, motivo pelo qual os Estados Unidos e

<sup>375</sup> Para o governo canadense, o Proex estaria em desacordo com o artigo 3º do Acordo sobre Subsídios e Medidas Compensatórias por diversos motivos, incluindo o aumento dos recursos financeiros alocados no programa, o seu prazo de duração e o seu impacto na performance exportadora da Embraer, que estaria interferindo no livre comércio. Ver BADIN, *Developmental Responses to the International Trade Legal Game: Cases of Intellectual Property and Export Credit Law Reforms in Brazil*. Os documentos da disputa entre Brasil e Canadá podem ser consultados na OMC a partir da seguinte referência: WT/DS46 - *Brazil - Export Financing Programme for Aircraft*.

<sup>376</sup> Para uma análise da disputa entre Brasil e Canadá do ponto de vista da organização diplomática do governo brasileiro para atuar na OMC, ver principalmente *Ibid*. Para uma análise da disputa diante da composição do mercado de fabricação de aeronaves, ver GOLDSTEIN, EMBRAER.

a União Europeia acompanharam o painel entre Brasil e Canadá na OMC como terceiros interessados. Além disso, outras disputas envolvendo a *Boeing* e a *Airbus* iniciaram na OMC entre 2004 e 2005, tendo a organização autorizado em 2020 a União Europeia a retaliar os Estados Unidos.<sup>377</sup> Na tentativa de estabelecer regras mais uniformes para o crédito subsidiado para a exportação de aeronaves, a OCDE lançou em 2005 discussões para revisar o Entendimento no Setor da Aviação sobre Créditos à Exportação para Aeronaves Civis. Tanto o Brasil como a Embraer foram convidados para integrar as negociações de tal entendimento, que vieram a ser finalizadas em 2007.<sup>378</sup> A partir de então, a Embraer continuou a ser beneficiada pelo BNDES Exim, que foi adequado ao entendimento firmado no âmbito da OCDE e financiou, entre 2005 e 2006, cerca de 38% das vendas da companhia.<sup>379</sup> Entre 1996 e 2007, de forma transversal entre os governos FHC e Lula, o governo brasileiro mobilizou inúmeros recursos do MRE, do MDIC, do Ministério da Fazenda, do Tesouro Nacional, do Banco do Brasil e do BNDES para acompanhar os painéis abertos na OMC e as negociações na OCDE.<sup>380</sup> A sinergia entre governo e empresa para a defesa comercial era tamanha que diplomatas brasileiros vieram a ocupar assentos do conselho de administração da Embraer.<sup>381</sup> Embora o subsídio à exportação no setor seja a regra do jogo, nenhuma outra das empresas analisadas neste estudo de caso obteve tamanho empenho diplomático do governo brasileiro.<sup>382</sup>

---

<sup>377</sup> Ver documentação dos casos em WT/DS353 *United States — Measures Affecting Trade in Large Civil Aircraft* — Second Complaint e WT/DS317 *United States — Measures Affecting Trade in Large Civil Aircraft*.

<sup>378</sup> Ver a nota 125 do quarto capítulo, acima.

<sup>379</sup> Ver EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

<sup>380</sup> Sobre a mobilização das instâncias governamentais envolvidas nos painéis da OMC e nas negociações na OCDE, ver BADIN, *Developmental Responses to the International Trade Legal Game: Cases of Intellectual Property and Export Credit Law Reforms in Brazil*.

<sup>381</sup> Entre 2001 e 2002, teve assento no conselho de administração da Embraer Luiz Felipe Lampreia, diplomata brasileiro responsável pelas negociações brasileiras na Rodada do Uruguai e nomeado a cargos de confiança no MRE no governo FHC. Ver EMBRAER S.A., *Informações Anuais - IAN 2002*. Entre 2003 e 2004, teve assento no conselho de administração da Embraer Rubens Barbosa, que foi embaixador do Brasil em Londres (1994-1999) e em Washington (1999-2004). Ver EMBRAER S.A., *Informações Anuais - IAN 2004*.

<sup>382</sup> As outras empresas analisadas passaram por disputas sobre investimentos realizados no exterior. Como discutido acima, a Vale realizou alguns desinvestimentos por desentendimentos com parceiros locais em outros países. Da mesma forma, a parceira inicial da JBS na Itália com o grupo *Cremonini* foi descontinuada pela dificuldade da companhia brasileira de exercer o poder de controle que o acordo com a parceira italiana garantia sobre a subsidiária que tinham em comum. Mesmo com ampla participação da BNDESPAR no momento, a JBS abriu processo de arbitragem diretamente na ICC para obter compensação da *Cremonini*, em disputa que foi resolvida sem a mobilização de qualquer recurso diplomático do Brasil. Ver JBS S.A., *Comunicado ao mercado de 4 de março de 2011*. De toda forma, nenhuma das empresas analisadas passou por disputa comercial que levasse ao acionamento dos recursos diplomáticos do Brasil.



Ao lado do crédito à exportação direcionado aos seus clientes, a Embraer passou a dispor de mais crédito de fontes brasileiras relativamente à sua dívida total entre 2006 e 2011 (ver Tabela 6.20). Essas fontes são representadas pelo BNDES e pela FINEP, que financiaram a produção e as atividades de desenvolvimento da Embraer no Brasil.<sup>383</sup> Os financiamentos do BNDES e da FINEP demonstram que no período houve investimento da companhia em inovação no país. Os investimentos no Brasil e no exterior tiveram a princípio um impacto na produção da Embraer, que demandou mais recursos humanos nas suas unidades domésticas e internacionais entre 2003 e 2011, com mais ênfase na produção no Brasil entre 2007 e 2008 (ver Tabela 6.21).<sup>384</sup> De 2009 em diante, no entanto, primeiro por conta dos impactos da crise e depois pela redefinição da sua estratégia, as atividades produtivas da Embraer começaram a reduzir no Brasil e no exterior.<sup>385</sup>

---

<sup>383</sup> Ver notas da administração da Embraer sobre os financiamentos obtidos junto ao BNDES e à FINEP entre 2006 e 2012 em EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

<sup>384</sup> Essa afirmação leva em conta os dados da Tabela 6.21 e as notas da administração da Embraer disponíveis nas fontes da tabela.

<sup>385</sup> Ver notas da administração da Embraer em EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.

**Tabela 6.20 Dívida da Embraer de fontes brasileiras e estrangeiras entre 1997 e 2012**

	Real (milhares)		Moeda estrangeira (milhares de Dólares)	
	Valor	Percentual	Valor	Percentual
<b>1997</b>	130.846	27,99%	336.655	72,01%
<b>1998</b>	162.623	16,32%	833.981	83,68%
<b>1999</b>	133.214	11,50%	1.024.916	88,50%
<b>2000</b>	118.350	13,05%	788.598	86,95%
<b>2003</b>	31.133	2,98%	1.012.609	97,02%
<b>2004</b>	340.907	25,46%	997.822	74,54%
<b>2005</b>	223.719	14,40%	1.329.701	85,60%
<b>2006</b>	298.213	22,10%	1.050.938	77,90%
<b>2007</b>	780.755	44,54%	972.233	55,46%
<b>2008</b>	616.400	33,77%	1.209.000	66,23%
<b>2009</b>	703.900	34,46%	1.339.000	65,54%
<b>2010</b>	400.600	27,92%	1.034.200	72,08%
<b>2011</b>	621.000	37,45%	1.037.100	62,55%
<b>2012</b>	505.400	24,46%	1.561.100	75,54%

Elaborado pela autora.

Fonte: EMBRAER S.A., Formulário 20-F, vários anos.

**Tabela 6.21 Recursos humanos da Embraer entre 2003 e 2011**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Produção	6109	7857	8058	9157	12392	12294	8704	8541	6950
Pesquisa e desenvolvimento	3054	3179	3279	3627	3838	3764	2401	3373	4463
Apoio ao cliente	1009	1074	2697	2808	3099	2957	2928	3026	3035
Apoio à produção	996	879	1045	1472	2067	2245	2088	2453	2218
Administrativo	1773	1669	1874	2201	2338	2249	2507	1491	2600
Total	12941	14658	16953	19265	23734	23509	18628	18884	19266
Total no Brasil	Não informado	Não informado	Não informado	85,7%	87%	88%	85%	85,43%	83%

Elaborado pela autora.

Fonte: EMBRAER S.A., Formulário 20-F, vários anos; Formulário de Referência, vários anos.

A reestruturação societária promovida na governança da Embraer em 2006 gerou alguns impactos inicialmente prejudiciais aos interesses dos acionistas que buscavam uma venda da sua participação com ágio. Diante das poucas chances de assumir o controle da companhia com as novas regras do estatuto social, fator associado a uma série de desinvestimentos que o grupo vinha fazendo no momento, a EADS vendeu sua participação na Embraer em 2007.<sup>386</sup> Os acionistas ligados ao setor privado da Embraer passaram alguns anos após a reestruturação com capacidade limitada para mudar o perfil do conselho de administração da companhia para uma composição com visão de mercado mais preponderante, pois os antigos acionistas controladores continuaram com seus direitos de indicação sobre os assentos do conselho por um período de transição, que durou até 2008.<sup>387</sup> Em 2009, contudo, o período de transição acabou e, fora o conselheiro indicado pela União, por conta da sua *golden share*, os acionistas passaram a poder eleger os membros do conselho de administração da Embraer com base na sua participação, respeitadas as regras estatutárias quanto ao direito de voto.

Em 2010, a administração da Embraer divulgou uma nova estratégia alinhada com os interesses de defesa do governo brasileiro sobre a companhia e com os interesses dos acionistas ligados ao setor privado, amplamente associados à lógica de investimento

<sup>386</sup> Ver DONE, Kevin. EADS sells its Embraer stake. **Financial Times**, 2007.

<sup>387</sup> Ver EMBRAER S.A, Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

financeiro.<sup>388</sup> A Embraer decidiu, de forma alinhada com os interesses da FAB, investir mais recursos na área de aviação militar, tanto para a produção de aeronaves quanto para a produção de componentes e equipamentos de segurança. O realinhamento da estratégia também envolvia mais investimentos na produção de aeronaves para o mercado de aviação executiva. Ao lado disso, de forma alinhada com os interesses dos acionistas da Embraer ligados ao setor privado, a companhia anunciou uma cisão das suas operações de fabricação de aeronaves voltadas à aviação comercial, para posterior venda.<sup>389</sup>

A nova estratégia iniciada em 2010 levou a uma nova leva de aquisições e parcerias estratégicas pela Embraer no Brasil e no exterior, que levaram à assunção de ativos em vários países e estão descritas na Tabela 6.22, abaixo. Foi após essa nova leva de investimentos que os ativos internacionais da Embraer cresceram a ponto de incluir a companhia no ranking de maiores multinacionais de países emergentes da UNCTAD, ainda que em apenas um ano específico.<sup>390</sup> Foi a partir daí também que os ativos no exterior da Embraer passaram a representar uma porção mais significativa dos ativos totais da companhia, passando de 8,3% dos ativos totais em 2009 para 21% em 2013 (ver Tabela 6.23). A reorientação do foco estratégico da Embraer teve impacto no curto prazo, tendo a margem de receita das vendas relacionadas a aviação de defesa e executiva aumentado a partir de 2010 (ver Figura 6.20).

---

<sup>388</sup> Ao lado dos fundos de pensão de empresas estatais e da BNDESPAR, os investidores institucionais com mais de 5% do capital social da Embraer a partir de 2006 eram todos ligados ao capital financeiro estrangeiro. Ver Figura 6.2, acima.

<sup>389</sup> Ver EMBRAER S.A., Formulário de Referência 2011.

<sup>390</sup> Ver Tabela 6.5, acima.

**Tabela 6.23 Aquisições e joint ventures internacionais da Embraer entre 2010 e 2010**

Ano	País	Descrição
2011	China	Nova joint venture com a <i>China Aviation Industry Corp. II</i> para a produção de aeronaves na série Legacy 600/650, destinadas à crescente demanda do mercado de aviação executiva na China
2011	Brasil	Aquisição do controle da Orbisat da Amazônia S.A., que desenvolve tecnologia de radares e faz parte do novo escopo de investimentos da Embraer inaugurado em 2011
2011	Israel	Joint venture com a empresa <i>Elbit Systems Ltd.</i> para realizar pesquisa e desenvolvimento conjunta destinada ao desenvolvimento de aeronaves automáticas para fins de defesa e segurança
2012	Vários	Acordo de cooperação com a <i>Boeing</i> para pesquisa e desenvolvimento nas áreas de aviação comercial, aviação de defesa e produção de biocombustíveis. Esse acordo inicial levaria, atendidas determinadas condições, à aquisição de ativos relacionados à defesa e segurança pela Embraer e à aquisição de ativos relacionados a aviação comercial pela Boeing

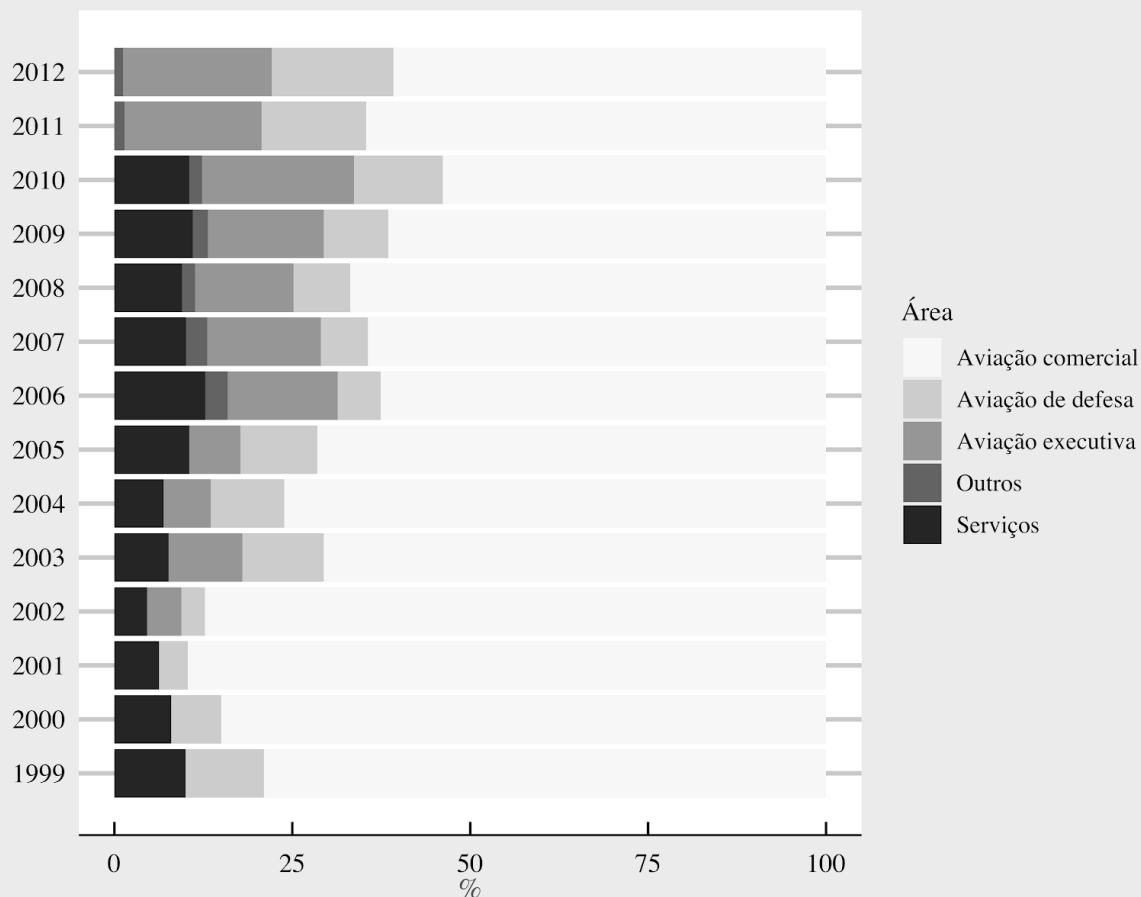
Elaborado pela autora.  
Fonte: EMBRAER S.A., Formulário 20-F, 2012.

**Tabela 6.23 Percentual de ativos no exterior da Embraer em relação aos ativos totais entre 2009 e 2016**

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
7,38%	8,33%	11,71%	12,45%	13,35%	10,92%	15,67%	15,66%	20,98%

Elaborado pela autora.  
Fonte: EMBRAER S.A., Formulário 20-F, vários anos.

**Figura 6.20 Composição da receita operacional da Embraer entre 1990 e 2012**



Elaborado pela autora.  
 Fonte: EMBRAER S.A., IAN - Informações Anuais, vários anos; Formulário 20-F, vários anos.

Contudo, a margem de receita a partir de vendas no segmento de aviação comercial continuou expressiva mesmo em 2010, quando atingiu 53,85% da receita total.<sup>391</sup> Além disso, a receita com vendas nesse segmento voltou a crescer nos anos que seguiram, chegando a 64,64% da receita total em 2011 e a 60,79% em 2012.<sup>392</sup> Esse dado está entre os motivos das críticas de que a reorientação dos negócios da Embraer foi objeto, já que a aviação comercial, apesar das suas oscilações de demanda, era historicamente o segmento mais rentável da companhia.<sup>393</sup> Ao lado disso, foi exatamente esse o segmento impulsionado pela

<sup>391</sup> Estimativas da autora com base em dados coletados em EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.

<sup>392</sup> Estimativas da autora com base em dados coletados em EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.; EMBRAER S.A., Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

<sup>393</sup> CARDOSO, Artur Monte. 11. Embraer, desnacionalização e soberania nacional, 2018.

diplomacia de alto nível empreendida entre os governos FHC e Lula para a defesa comercial do crédito governamental para as exportações da Embraer. A nova estratégia da Embraer, no entanto, seguiu em frente. Em 2016, a companhia assinou um novo contrato de parceria estratégica com a *Boeing*, que culminaria, entre outros negócios em conjunto, na criação de uma subsidiária comum para abrigar as operações de produção para aviação comercial da Embraer. A *Boeing* teria 80% das ações dessa subsidiária, cabendo à Embraer os 20% restantes.<sup>394</sup>

Recentemente, em meio a alegações de que a Embraer teria descumprido o acordo firmado em 2016, a *Boeing* desistiu do negócio. Não se pode adiantar o tratamento a ser dado para a matéria pelo governo Jair Bolsonaro, já que o evento é recente e a Embraer já vem empreendendo recursos para obter a execução do contrato por conta própria.<sup>395</sup> Se a decisão da *Boeing* de desistir do negócio for definitiva, a companhia adiantou que deve captar novos investidores potenciais, visto que já investiu largos recursos na separação das suas operações. A administração da companhia atual avalia que uma reincorporação da produção no segmento de aviação comercial não seria eficiente.<sup>396</sup>

## 6.5. Conclusão

No estudo comparado de casos empreendido neste capítulo, a influência governamental operou como o fator causal encontrado na literatura para explicar a internacionalização de empresas de países emergentes. A trajetória de internacionalização das empresas é o resultado sobre o qual esse fator causal incide, conforme a literatura revisada nos capítulos anteriores. O estudo também considerou a incidência das forças de mercado que

---

<sup>394</sup> Ver notas da administração da Embraer sobre o negócio em EMBRAER S.A, Formulário de Referência 2020.

<sup>395</sup> A Embraer emitiu a seguinte avaliação sobre a postura da *Boeing*: “A Embraer acredita firmemente que cumpriu integralmente com todas as suas obrigações contratuais previstas no MTA e no Contrato de Contribuição e está buscando todas as medidas cabíveis contra a Boeing como reparação dos danos sofridos pela Embraer em razão da rescisão indevida e das violações do MTA e do Contrato de Contribuição pela Boeing, inclusive por meio de procedimentos arbitrais iniciados por ambas as partes em conexão com o término pela Boeing do MTA e/ou do Contrato de Contribuição. Não há como dar qualquer garantia quanto ao tempo de duração ou o resultado dos procedimentos arbitrais, nem como dar qualquer garantia quanto a qualquer reparação que a Embraer possa receber ou perdas que a Embraer possa incorrer em decorrência de tais procedimentos arbitrais ou com relação a arbitragem iniciada pela Boeing contra a Embraer.” Ver *Ibid.*

<sup>396</sup> Ver *Ibid.*

operam sobre as empresas tanto quanto os veículos nelas estabelecidos para a influência governamental.

Em relação à trajetória de internacionalização da Vale, as conclusões do estudo de caso apontam para a ausência da influência governamental sobre a trajetória de internacionalização da empresa, a despeito dos vários canais societários estabelecidos para investidores institucionais ligados ao Estado na sua governança corporativa. Ao contrário, quando incidente, a influência governamental sobre a Vale se voltou à atuação da empresa no Brasil. A trajetória da Vale pode ser dividida em dois períodos, um entre 2003 e 2006 e outro entre 2007 e 2012. Entre os fatores causais em operação em cada período, um fator de mercado, consistente no superciclo na demanda por minério de ferro da China, prevaleceu sobre os fatores governamentais incidentes sobre a Vale no período de 2003 a 2006, quando sua internacionalização ascendia intensamente. Um ponto de inflexão na trajetória de internacionalização da Vale é a expressiva aquisição da *Inco* em 2006, que tornou difícil a realização de aquisições mais significativas depois, com a continuação de uma trajetória de investimentos internacionais ascendente. Assim, a trajetória de internacionalização da empresa iniciou o ano de 2007 em fase de platô, que foi sedimentada com o fim do superciclo na demanda por minério de ferro.

A influência governamental foi efetiva sobre a trajetória da Vale em relação aos seus investimentos no Brasil no período. A administração da empresa foi mais capaz para isolar as demandas do governo Lula para o investimento em siderurgia e outros segmentos com maior valor agregado no Brasil até o advento da crise de 2008, que coincidiu com o fim do superciclo na demanda por minério de ferro. De 2008 em diante, a empresa, então, diversificou seus investimentos no Brasil e prestou contas com o governo a partir de seus documentos públicos em relação aos empregos gerados no país.

A Gerdau se internacionalizou em lógica diversa, pois os mercados dos produtos siderúrgicos são fortemente influenciados pela demanda por projetos de infraestrutura e construção civil, sendo também objeto de barreiras comerciais. A Gerdau, assim, atua na complexa gestão das margens limitadas que os mercados domésticos em que atua proporcionam. Sua trajetória de internacionalização atende a necessidade de ampliar o acesso a novos mercados e não caminhou de acordo com os preços e os ciclos de demanda por aço.



Apesar da exposição da Gerdau ao crédito do BNDES e da proximidade de Jorge Gerdau com os governos do PT, não se observou nem uma influência do governo sobre os negócios internacionais da empresa, nem demandas, como as postas à Vale, para que a Gerdau ampliasse seus investimentos no Brasil no contexto da crise de 2008, apesar de o investimento da empresa ter aumentado no Brasil no período. Considerando a narrativa resultante do caso Gerdau, parece factível que a boa relação de Jorge Gerdau com o governo tenha proporcionado canais apropriados para a influência da Gerdau sobre os investidores institucionais ligados ao Estado, e não o contrário. A facilidade da Gerdau para renegociar sua dívida com o BNDES e continuar acessando o crédito do banco com a crise é ilustrativa disso.

A narrativa do caso da JBS tem similaridades com a narrativa do caso Gerdau. Apesar de ter sido efetivamente beneficiada pelo crédito do BNDES para a internacionalização, a JBS, como outras empresas atuantes no setor de proteína animal, formulou a sua estratégia de internacionalização com o foco de administrar seu acesso a mercados, o qual pode ser limitado pelas barreiras fitossanitárias comuns no setor. Por um lado, a JBS, como as demais empresas do setor, entendia que um processo de fusões e aquisições ocorreria no Brasil ao longo dos anos 2000 e que a expansão internacional pela via do comércio exterior seria limitada sem aquisições internacionais, por conta das fragmentadas barreiras impostas entre países para a exportação de carne in natura. Por outro lado, os investimentos captados pela JBS, que já tinha bom relacionamento de crédito com o BNDES, coincidiram com um momento de expansão da disponibilidade de crédito do banco e com uma administração que iniciava e acreditava ser relevante a consolidação empresarial em grandes companhias para a competitividade internacional do país. Tal encontro de estratégias permitiu que o BNDES servisse ao projeto de internacionalização da JBS. Apesar de o BNDES e os fundos de pensão de empresas estatais terem tido um papel relevante no financiamento da concentração empresarial específica que beneficiou a criação de multinacionais no setor de proteína animal, esse parece um projeto que partiu da iniciativa privada e foi atendido por fontes de crédito oriundas do setor público, sendo difícil interpretar esse processo como uma iniciativa governamental.

A diferença entre a atuação independente do BNDES e dos fundos de pensão de empresas estatais e uma ação governamental planejada fica clara diante da influência governamental sobre a Embraer. Após a privatização da empresa, o governo brasileiro, de

forma transversal nos governos FHC e Lula, mobilizou recursos de inúmeras instâncias do governo federal para prover-lhe crédito e promover a sua defesa comercial. Paralelamente a tais esforços está a *golden share* mantida pela União na Embraer, aparentemente capturada pelos interesses da FAB, que não necessariamente coincidem com a intervenção organizada no nível do governo. Ilustrativo disso é a reorientação promovida na estratégia da Embraer em 2010, quando a empresa passou a promover um projeto de internacionalização de alto nível para a aquisição de ativos ligados à defesa e segurança, em claro processo de investimento no exterior para a busca de conhecimento e ativos estratégicos, associado, contudo, ao desinvestimento dos seus ativos voltados à aviação comercial. O atendimento do mercado de aviação comercial pela Embraer era exatamente o segmento que vinha sendo contundentemente protegido pelo governo federal, sendo também o que gerava mais retorno financeiro para a empresa, o que gerou críticas à estratégia que intensificou sua internacionalização.

## 7 CONCLUSÃO

A presente tese se propôs a investigar a operação da influência governamental e a capacidade de ação de atores associados às forças de mercado no Brasil, em período recente, e a partir da expansão via IED de empresas brasileiras selecionadas. O estudo empreendido pretendeu aportes acadêmicos diante de consensos diferentes em formação na literatura, considerando a análise da governança corporativa dessas empresas em ação.

Em relação às literaturas que convencionaram atribuir ao Estado um papel determinante na internacionalização de empresas de países emergentes, fica claro que a generalização sobre o papel da influência governamental é limitada para explicar a expansão internacional das multinacionais brasileiras nos primeiros anos do século XXI, no período que vai de 2003 e 2012 e coincide com o período de estabilidade dos governos do PT. A internacionalização de empresas não figurou como uma prioridade da política industrial brasileira e a linha de crédito do BNDES para a internacionalização foi limitada. Ao lado do capital empregado pelos fundos de pensão de empresas estatais no processo de consolidação empresarial do setor de proteína animal brasileiro, o BNDES parece ter atuado como um diferencial na internacionalização da JBS e de outras empresas do setor, não tendo alcançado da mesma forma outros setores.

Em relação às demais empresas, não foi observada uma relação entre a influência governamental e suas trajetórias de internacionalização. No caso da Vale, houve a tentativa, em vão, de associar a internacionalização pretendida pela administração da empresa à aproximação diplomática empreendida pelo Brasil com outros países do Sul global, intensificando a Vale seus investimentos em direção oposta e sem o crédito do BNDES. No caso da Gerdau, não parece ter havido sequer uma tentativa de influência governamental sobre sua trajetória de internacionalização entre 2003 e 2012, a qual já estava em fase de consolidação no início dos anos 2000. Já em relação à Embraer, a internacionalização com foco no investimento em pesquisa e desenvolvimento na área de defesa e segurança atendeu as expectativas da representação da FAB na empresa, que esperava mais investimentos nessa

área, mas ocorreu de forma contraditória com o apoio comercial que o governo brasileiro dedicou à empresa entre 1996 e 2007.

Os resultados desta tese também mostram que a presença de investidores institucionais ligados ao Estado na governança das empresas privadas brasileiras é significativa, mas que o seu poder de influência sobre tais empresas é fortemente modulado pela capacidade de ação dos acionistas controladores e investidores institucionais originados do setor privado. No caso da Vale, a influência governamental, quando efetiva, não operou pela via societária, mas principalmente por conta de apelos na imprensa empreendidos pelo ex-presidente Lula. Já na Embraer, a despeito da *golden share* com amplos poderes conferida à União, os representantes do capital financeiro que tinham participação relevante na companhia e poderiam lucrar com a sua venda tiveram êxito na alienação dos seus ativos mais rentáveis exatamente no momento em que a empresa resolveu investir no exterior em busca de conhecimento. Na JBS e na Gerdau, que nunca foram empresas públicas, direcionamentos públicos sobre as suas prioridades se revelaram como inexistentes. Tais achados mostram, por um lado, que a capacidade de ação do Estado sobre empresas privatizadas por conta de participações atribuíveis a atores com conexões governamentais pode ser bastante limitada. Por outro lado, os achados desta tese sugerem, ainda, que as participações obtidas pelo BNDES e pelos fundos de pensão de empresas estatais em empresas privadas nos anos 2000 têm pouca ou nenhuma conexão com as prioridades dos governos em curso no país.

## REFERÊNCIAS

### Fontes bibliográficas

ABREU, Marcelo de Paiva. **O Brasil e a economia mundial, 1930-1945**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1999.

ACOSTA, Claudia. **O programa federal brasileiro “Minha casa, minha vida” é um regulador-sombra das normas urbanísticas municipais?** Dissertação (Mestrado em Direito), Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/14099>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ALEM, Ana Claudia; CAVALCANTI, Carlos Eduardo. O BNDES e o Apoio à Internacionalização das Empresas Brasileiras: Algumas Reflexões - BNDES. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 43–76, 2005.

ALMEIDA, Mansueto. Desafios da Real Política Industrial Brasileira do Século XXI. **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-1452, 2009. Disponível em: <[http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4988:td-1452-desafios-da-real-politica-industrial-brasileira-do-seculo-xxi&catid=272:2009&directory=1](http://ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4988:td-1452-desafios-da-real-politica-industrial-brasileira-do-seculo-xxi&catid=272:2009&directory=1)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ALONSO, Angela; MISCHE, Ann. Changing Repertoires and Partisan Ambivalence in the New Brazilian Protests. **Bulletin of Latin American Research**, v. 36, n. 2, p. 144–159, 2017.

AMAL, Mohamed. **Foreign direct investment in Brazil: Post-crisis economic development in emerging markets**. [s.l.]: Academic Press, 2016.

AMANN, Edmund. Technology, public policy, and the emergence of Brazilian multinationals. In: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.). **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil’s Changing Role in the Global Economy**. Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 187–220.

ANDRADE, Maria Lúcia Amarante de; CUNHA, Luiz Maurício da Silva; GANDRA, Guilherme Tavares; et al. **Impactos da privatização no setor siderúrgico**. Rio de Janeiro: BNDES, 2001.

ARBIX, Glauco. Structural change and the emergence of the Brazilian MNEs. **International Journal of Emerging Markets**, v. 5, n. 3/4, p. 266–288, 2010.

ARRETCHE, Marta. Democracia e redução da desigualdade econômica no Brasil: a inclusão dos outsiders. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 33, n. 96, p. 1–23, 2018.

ATHIA, Felipe; COSTA, Armando Dalla. Grupo Gerdau: uma análise do crescimento produtivo e da expansão internacional. **Revista Economia & Tecnologia**, v. 5, n. 1, 2009.

Disponível em: <<https://revistas.ufpr.br/ret/article/view/27318>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BADIN, Michelle R. S. Developmental Responses to the International Trade Legal Game: Cases of Intellectual Property and Export Credit Law Reforms in Brazil. In: TRUBEK, David M.; GARCIA, Helena Alviar; COUTINHO, Diogo R.; et al (Orgs.). **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**. New York: Cambridge University Press, 2013, p. 246–300.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (Org.). **Dez anos de metas para inflação no Brasil 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/Documents/10\\_anos\\_metas\\_inflacao\\_completo.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/Documents/10_anos_metas_inflacao_completo.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BANK, The World. **Legal framework for the treatment of foreign investment: Guidelines**. [s.l.]: The World Bank, 1992. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/en/955221468766167766/Guidelines>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BARBOSA-FILHO, Nelson H. Inflation targeting in Brazil: 1999–2006. **International Review of Applied Economics**, v. 22, n. 2, p. 187–200, 2008.

BARTHEL, Fabian; BUSSE, Matthias; NEUMAYER, Eric. The Impact of Double Taxation Treaties on Foreign Direct Investment: Evidence from Large Dyadic Panel Data. **Contemporary Economic Policy**, v. 28, n. 3, p. 366–377, 2010.

BECKER, Bruno Bastos; MASSARO, Anna Binotto. **How Does Brazil Review Multi-Jurisdictional Merger Cases? An Empirical Study from the Competition Authority's Perspective**. Rochester, NY: Social Science Research Network, 2017. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2944112>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BECKER, Bruno Bastos. **Intervenção estatal na economia e o desvio de função do CADE no controle de atos de concentração**. Trabalho de Conclusão de Curso (Direito), Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.

BEHRMAN, Jack N; COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT. **The role of international companies in Latin American integration; autos and petrochemicals**. Lexington, Mass.: D.C. Heath, 1972.

BELL, David E.; ROSS, Cathy. JBS Swift & Co. **Harvard Business School Case 509-021**, 2008. Disponível em: <<https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=36680>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BERLE, Adolf A., Jr., 1895-1971, author; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BERNSTEIN, Marvin D. Foreign Investment in Latin America. **The International Executive**, v. 8, n. 4, p. 23–24, 1966.

BONELLI, Regis; PINHEIRO, Armando Castelar. New Export Activities in Brazil: Comparative Advantage, Policy or self-Discovery? **IPEA-Texto para Discussão**, v. TD 1269a, 2007. Disponível em:

<[https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4500](https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4500)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; DINIZ, Eli. Empresariado industrial, democracia e poder político. **Novos estudos CEBRAP**, n. 84, p. 83–99, 2009.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. O Novo Desenvolvimentismo e a Ortodoxia Convencional. **São Paulo em Perspectiva**, v. 20, n. 3, p. 5–24, 2006.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **The Macroeconomic Tripod and the Workers' Party Administration**. In: PEREIRA, A.W.; MATTEI, L. (Orgs.). *The Brazilian Economy Today*. London: Palgrave, 2015, p. 121–134.

BROWN, Chester; MILES, Kate. **Evolution in Investment Treaty Law and Arbitration**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

BUCKLEY, Peter J.; CASSON, Mark. **The Future of the Multinational Enterprise**. 2nd Revised edition Edição. Houndmills, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan, 1976.

BUCKLEY, Peter J.; CLEGG, L. Jeremy; VOSS, Hinrich; et al. A retrospective and agenda for future research on Chinese outward foreign direct investment. **Journal of International Business Studies**, v. 49, n. 1, p. 4–23, 2018.

BUSSE, Matthias Groizard, Jose Luis. **Foreign Direct Investment, Regulations, And Growth**. Washington: The World Bank, 2006. (Policy Research Working Papers). Disponível em: <<https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/1813-9450-3882>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CABRAL, Patricia Semensato; MATTOS, César Costa Alves. Remédios em atos de concentração: teoria e prática do CADE. **Revista de Defesa da Concorrência**, v. 4, n. 1, p. 57–94, 2016.

CAGNIN, Rafael Fagundes; PRATES, Daniela Magalhães; FREITAS, Maria Cristina P. de; et al. A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). **Novos estudos CEBRAP**, n. 97, p. 169–185, 2013.

CALHOUN, Alexander D. Eurodollar Loan Agreements: An Introduction and Discussion of Some Special Problems. **The Business Lawyer**, v. 32, n. 4, p. 1785–1804, 1977.

CAMPANTE, Rubens Goyatá. O patrimonialismo em Faoro e Weber e a sociologia brasileira. **Dados**, v. 46, n. 1, p. 153–193, 2003.

CAMPELLO, Daniela; LEMOS, Leany. The non-ratification of bilateral investment treaties in Brazil: a story of conflict in a land of cooperation. **Review of International Political Economy**, v. 22, n. 5, p. 1055–1086, 2015.

CARDOSO, Artur Monte. **Burguesia brasileira nos anos 2000 – um estudo de grupos industriais brasileiros selecionados**. Dissertação (Mestrado em Economia), Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia, Campinas, 2014.

CARMODY, Chios. Obligations versus Rights: Substantive Difference between WTO and International Investment Law. **Asian Journal of WTO and International Health Law and**

**Policy**, v. 12, n. 1, p. 75–104, 2017.

CARNEY, Michael; ESTRIN, Saul; LIANG, Zhixiang; et al. National institutional systems, foreign ownership and firm performance: The case of understudied countries. **Journal of World Business**, v. 54, n. 4, p. 244–257, 2019.

CARVALHO, Carlos Eduardo. As origens e a gênese do Plano Collor. **Nova Economia**, v. 16, n. 1, p. 101–134, 2006.

CARVALHO, Carlos Eduardo. O fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção? **Economia**, v. 4, n. 2, p. 283–331, 2003.

CARVALHO, Flavia; DUYSTERS, G. M.; COSTA, Ionara. **Drivers of Brazilian foreign investments: technology seeking and technology exploiting as determinants of emerging FDI**.

CARVALHO, Vinicius Marques de; CASTRO, Ricardo Medeiros de. Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira: uma avaliação crítica. In: SCHAPIRO, Mario G.; TRUBEK, David M. (Orgs.). **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 315–50.

CARVALHO, Vinicius; SILVEIRA, Paulo Burnier da. A Cooperação internacional na defesa da concorrência. **Revista de Direito Internacional**, v. 10, n. 1, p. 97–103, 2013.

CASEIRO, Luiz Carlos Zalaf; MASIERO, Gilmar. OFDI promotion policies in emerging economies: the Brazilian and Chinese strategies. **Critical Perspectives on International Business**, v. 10, n. 4, p. 237–255, 2014.

CEHELLA, Cristiano; FRANCO, Gustavo H. B.; DENTINHO, Tomaz; et al. The brazilian economy position on the Investment Development Path (IDP). **Regional Science Inquiry**, v. IV, n. 2, p. 29–39, 2012.

CERQUEIRA, Ceres Aires. **Dívida externa brasileira**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/Documents/outras\\_pub\\_alfa/D%C3%ADvida\\_Externa\\_Brasileira\\_-\\_Segunda\\_Edi%C3%A7%C3%A3o\\_Revisada\\_Ampliada.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/Documents/outras_pub_alfa/D%C3%ADvida_Externa_Brasileira_-_Segunda_Edi%C3%A7%C3%A3o_Revisada_Ampliada.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CERQUEIRA, Eli Diniz; BOSCHI, Renato Raul. Estado e sociedade no Brasil: uma revisão crítica. **BIB (Boletim Informativo e Bibliográfico de Ciências Sociais)**, Rio de Janeiro: IUPERJ, n. 1, p. 12–31, 1977.

CHANDLER JR., Alfred D. **The Visible Hand**. Cambridge MA: Harvard University Press, 1993.

CHANG, Roberto. **Inflation targeting, reserves accumulation, and exchange rate management in Latin America**. [s.l.]: Banco de la República, 2008. Disponível em: <<https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/5504>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CHESNAIS, François. **Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump**. Boston: BRILL, 2016.



CINTRA, Marcos Antonio Macedo (Org.). **Cooperação Brasileira para o Desenvolvimento Internacional (2005-2009)**. Brasília: IPEA:ABC, 2010.

CISLAGHI, Juliana Fiuza. Privatização da saúde no Brasil: da ditadura do grande capital aos governos do PT | Privatization of healthcare in Brazil: from big capital dictatorship to the PT administrations. **Revista Em Pauta: teoria social e realidade contemporânea**, v. 17, n. 43, 2019. Disponível em: <<https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/revistaempauta/article/view/42502>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COASE, R. H. **The Nature of the Firm**. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386–405, 1937.

COLISTETE, Renato P. Revisiting Import-Substituting Industrialisation in Post-War Brazil. In: **Munich Personal RePEc Archive**. Munich: [s.n.], 2010, v. MPRA Paper No. 24665. Disponível em: <[https://mpra.ub.uni-muenchen.de/24665/1/MPRA\\_paper\\_24665.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/24665/1/MPRA_paper_24665.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. São Paulo: Editora Forense, 2013.

CORRÊA, André Rodrigues; BADIN, Michelle Ratton Sanchez. A regulamentação da propriedade no setor de gás natural na Bolívia: impactos para o desenvolvimento? In: **Derecho y propiedad - Seminario en Latinoamérica de Teoría Constitucional y Política** (edited by Paola Bergallora). Buenos Aires: Libreria, 2008, p. 302–321.

COUTINHO, Diogo Rosenthal. Decentralization and coordination in social law and policy: the Bolsa Família program. In: TRUBEK, David M.; GARCIA, Helena Alviar; COUTINHO, Diogo R.; et al (Orgs.). **Law and the new developmental state: the Brazilian experience in Latin American context**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 303–344.

COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos; NASSIF, André; et al. Industrial policy and economic transformation. In: **The Oxford Handbook of Latin American Political Economy**. New York: Oxford University Press, 2012, p. 101–129.

COUTINHO, Luciano; FERRAZ, João Carlos. **Estudo da competitividade da indústria brasileira**. Campinas: Papirus Campinas, 1994.

COUTINHO, M. M. S.; MELLO, M. R.; PEREIRA, Fabiana Veloso Almeida. O Modelo Fiscal do Fluxo Externo de Investimentos Brasileiros Externos no Exterior. In: RAMSEY, J.; ALMEIDA, A. (Orgs.). **A ascensão das multinacionais brasileiras: o grande salto dos pesos-pesados regionais a verdadeiras multinacionais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 175–194.

COUTO, Cláudio; BAIA, Paulo. Lula's administration: The limits of change. In: **Latin American Studies Association Congress. Puerto Rico: LASA**, 2006, v. 1518.

COZENDEY, Carlos Márcio. O Brasil e a OCDE: não é de hoje, não é para amanhã. **Pontes**, v. 3, n. 4, p. 23–24, 2007.

CRAVEIRO, Mariana Conti. **Aspectos societários da participação do Estado em sociedades anônimas**. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito, Universidade

de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<https://repositorio.usp.br/item/001624344>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CUERVO-CAZURRA, Alvaro; NARULA, Rajneesh. A Set of Motives to Unite them all? Revisiting the Principles and Typology of Internationalization Motives. Rochester, NY: **Social Science Research Network**, 2015. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=3298425>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CUERVO-CAZURRA, Alvaro; NEWBURRY, William; PARK, Seung Ho. **Emerging Market Multinationals: Managing Operational Challenges for Sustained International Growth**. Reprint edition. New York: Cambridge University Press, 2016.

CUI, Lin; JIANG, Fuming. State ownership effect on firms' FDI ownership decisions under institutional pressure: a study of Chinese outward-investing firms. **Journal of International Business Studies**, v. 43, p. 264–284, 2012.

CYPHER, James M. **The Process of Economic Development**. London: Routledge, 2008.

DAU, Luis Alfonso. Pro-market reforms and developing country multinational corporations. **Global Strategy Journal**, v. 2, n. 3, p. 262–276, 2012.

DAVIES, William. Economics and the 'nonsense' of law: the case of the Chicago antitrust revolution. **Economy and Society**, v. 39, n. 1, p. 64–83, 2010.

DE CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341–372, 2014.

DE SÁ E SILVA, Fabio. Vetores, desafios e apostas possíveis na pesquisa empírica em direito no Brasil. **Revista de Estudos Empíricos em Direito**, v. 3, n. 1, 2016. Disponível em: <<https://revistareed.emnuvens.com.br/reed/article/view/95>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

DENG, Ping. Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion? **Journal of World Business**, v. 44, n. 1, p. 74–84, 2009.

DINIZ, Eli; BOSCHI, Renato R. Empresariado e estratégias de desenvolvimento. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, p. 15–34, 2003.

DINIZ, Eli; BOSCHI, Renato. Autonomia e dependência na representação de interesses industriais. **Dados**, n. 22, p. 25–48, 1979.

DINIZ, Eli. As elites empresariais e a Nova República: corporativismo, democracia e reformas liberais no Brasil dos anos 90. **Ensaio FEE**, v. 17, n. 2, p. 55–79, 1996.

DINIZ, Eli. Empresariado e projeto neoliberal na América Latina: uma avaliação dos anos 80. **Dados**, v. 34, n. 3, p. 349–377, 1991.

DOCTOR, Mahrukh. Lula's Development Council: Neo-Corporatism and Policy Reform in Brazil. **Latin American Perspectives**, v. 34, n. 6, p. 131–148, 2007.

DUNNING, J.; NARULA, R. The investment development path revisited: some emerging issues. In: DUNNING, J.; NARULA, R. (Orgs.). **Foreign Direct Investment and**

- Governments: Catalysts for Economic Restructuring.** London: Routledge, 1996.
- DUNNING, John H. **Multinational enterprises and the global economy.** Cheltenham: Edward Elgar, 1993.
- DUNNING, John H. The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future. **International Journal of the Economics of Business**, v. 8, n. 2, p. 173–190, 2001.
- DUNNING, John H.; DILYARD, John R. Towards a general paradigm of foreign direct and foreign portfolio investment. **Transnational corporations**, v. 8, n. 1, p. 1–52, 1999.
- ECKEL, Carsten. Fragmentation, Efficiency-Seeking FDI, and Employment. **Review of International Economics**, v. 11, n. 2, p. 317–331, 2003.
- EFFROS, Robert C. The World Bank in a Changing World: The Role of Legal Construction. **The International Lawyer**, v. 35, n. 4, p. 1341–1348, 2001.
- EVANS, Peter B. **Dependent Development: The Alliance of Multinational, State, and Local Capital in Brazil.** Princeton: Princeton University Press, 1979.
- EVANS, Peter B. **Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation.** Princeton: Princeton University Press, 1995.
- EXELBERT, Jeremy. Consistently Inconsistent: What Is a Qualifying Investment Under Article 25 of the ICSID Convention and Why the Debate Must End. **Fordham Law Review**, v. 85, n. 3, p. 1243, 2016.
- FAINSHMIDT, Stav; JUDGE, William Q.; AGUILERA, Ruth V.; et al. Varieties of institutional systems: A contextual taxonomy of understudied countries. **Journal of World Business**, v. 53, n. 3, p. 307–322, 2018.
- FAORO, Raymundo. **Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro.** Porto Alegre: Editora Globo, 1958.
- FAUNDEZ, Julio. International Economic Law and Development: Before and After Neo-Liberalism. In: FAUNDEZ, Julio; TAN, Celine (Orgs.). **International Economic Law, Globalization and Developing Countries.** Northampton: Edward Elgar Publishing, 2010, p. 10–33. Disponível em: <[https://econpapers.repec.org/bookchap/elgeechap/13299\\_5f2.htm](https://econpapers.repec.org/bookchap/elgeechap/13299_5f2.htm)>. Acesso em: 12 jan. 2021.
- FERNANDES, Florestan. **A Revolução Burguesa no Brasil: Ensaio de Interpretação Sociológica.** 1a Edição. [s.l.]: Editora Contracorrente, 1974.
- FERNANDES, Ivan Filipe de Almeida Lopes. A construção institucional da política comercial brasileira: a Câmara de Comércio Exterior (CAMEX) no governo Cardoso. **Revista de Sociologia e Política**, v. 21, n. 45, p. 123–148, 2013.
- FINCHELSTEIN, Diego. The role of the State in the internationalization of Latin American firms. **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 578–590, 2017.
- FLEURY, Afonso; FLEURY, Maria Tereza Leme; BORINI, Felipe Mendes. Value-chain

configurations of Brazilian EMNEs. In: WILLIAMSON, Peter J.; RAMAMURTI, Ravi; FLEURY, Afonso; et al (Orgs.). **The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 97–115.

FLYNN, Peter. Collor, Corruption and Crisis: Time for Reflection. **Journal of Latin American Studies**, v. 25, n. 2, p. 351–371, 1993.

FORGIONI, Paula Andrea. O que esperar do antitruste brasileiro no século XXI. **Revista Jurídica Luso-Brasileira**, v. 1, n. 1, p. 1713–1742, 2015.

FORGIONI, Paula. PPPs e participação minoritária do Estado-acionista : o direito societário e sua instrumentalidade para o direito administrativo. **Revista de Direito Público da Economia**, v. 4, n. 16, p. 177–182, 2006.

FRAGA, Armínio. Dez Anos de Metas para a Inflação. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL (Org.). **Dez anos de metas para inflação no Brasil 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011, p. 25–34. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/Documents/10\\_anos\\_metas\\_inflacao\\_completo.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/Documents/10_anos_metas_inflacao_completo.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

FRANCO, Gustavo Barroso; PINHO NETO, Demosthenes Madureira de. **A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias**. [s.l.]: Departamento de Economia PUC-Rio (Brasil), 2004. (Textos para discussão). Disponível em: <<https://ideas.repec.org/p/rio/texdis/479.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

FURTADO, Celso. **A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina**. [s.l.]: Civilização Brasileira, 1975.

GARCIA-MORA, Manuel R. The Calvo Clause in Latin American Constitutions and International Law. **Marquette Law Review**, v. 33, p. 205, 1949.

GAUR, Ajai S.; MA, Xufei; DING, Zhujun. Home country supportiveness/unfavorableness and outward foreign direct investment from China. **Journal of International Business Studies**, v. 49, n. 3, p. 324–345, 2018.

GERRING, John. **Case Study Research: Principles and Practices**. 2 edition. Cambridge, United Kingdom New York, NY: Cambridge University Press, 2016.

GILSON, Ronald J.; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the United States, and the European Union. **Stanford Law Review**, v. 63, n. 3, p. 475–537, 2011.

GODEIRO, Nazareno; SILVA, Cristiano Monteiro da; CLAROS, Herbert. **A Embraer é nossa! Desnacionalização e reestatização da Empresa Brasileira de Aeronáutica**. [s.l.]: ILAESE – Instituto Latino-Americano de Estudos Sócio-Econômicos de Minas Gerais, 2009.

GOLDSTEIN, A. **Multinational Companies from Emerging Economies: Composition, Conceptualization and Direction in the Global Economy**. Houndmills: Springer, 2007.

GOLDSTEIN, Andrea; PUSTERLA, Fazia. Emerging economies' multinationals: General features and specificities of the Brazilian and Chinese cases. **International Journal of**

**Emerging Markets**, v. 5, n. 3/4, p. 289–306, 2010.

GOLDSTEIN, Andrea. EMBRAER: from national champion to global player. **Cepal Review**, n. 77, p. 97–115, 2002.

GOLDSTEIN, Morris. **The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications**. Washington, D.C.: Peterson Institute, 1998.

GOMES, Tiago Franco da Silva. As formas societárias da atuação empresarial do Estado. **Revista do Instituto Brasileiro**, v. 2, n. 1, p. 543–618, 2013.

GORDON, Lincoln; GROMMERS, Englebert L. **United States Manufacturing Investment in Brazil: the impact of Brazilian government policies, 1946-1960**. [s.l.]: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard ..., 1962.

GORGA, Erica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership: Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 29, n. 2, p. 439, 2009.

GRAY, Kevin; GILLS, Barry K. South–South cooperation and the rise of the Global South. **Third World Quarterly**, v. 37, n. 4, p. 557–574, 2016.

GUEDES, Ana; FARIA, Alex. Internationalization of a Brazilian corporation: Recognizing business-government and governance-management issues. In: **The list of abstracts is based on submissions received by 31 May 2005**. [s.l.: s.n.], 2005, p. 57.

GUIMARÃES, Sergio Földes; RAMOS, Alexandre de Souza; RIBEIRO, Patrícia Dias; et al. **A internacionalização do BNDES**. 2014. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/3321>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

GUNTRIP, Edward. Self-Determination and Foreign Direct Investment: Reimagining Sovereignty in International Investment Law. **International & Comparative Law Quarterly**, v. 65, n. 4, p. 829–857, 2016.

HALL, Peter A.; SOSKICE, David. Introduction. In: HALL, Peter A.; SOSKICE, David (Orgs.). **Varieties Of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage**. Illustrated Edition. Oxford England ; New York: Oxford University Press, U.S.A., 2001, p. 1–68.

HALLWARD-DRIEMEIER, M. **Do bilateral investment treaties attract FDI? Only a bit and they could bite**. The World Bank, Development Research Group, Investment Climate, August 2003.

HANESSIAN, Grant; DUGGAL, Kabir. The 2015 Indian Model BIT: Is This Change the World Wishes to See? **ICSID Review - Foreign Investment Law Journal**, v. 30, n. 3, p. 729–740, 2015.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The End of History for Corporate Law Essay. **Georgetown Law Journal**, v. 89, n. 2, p. 439–468, 2000.

HENNART, Jean-François; SHENG, Hsia Hua; CARRERA, José Marcos. Openness, international champions, and the internationalization of Multilatinas. **Journal of World**

**Business**, v. 52, n. 4, p. 518–532, 2017.

HIRATUKA, Célio; SARTI, Fernando. Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente. **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-1610, 2011.

HIRSCHMAN, Albert O. **Exit, voice, and loyalty responses to decline in firms, organizations, and states**. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970.

HYMER, Stephen Herbert. **The multinational corporation: A radical approach**. Cambridge: Cambridge University Press, 1979.

IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK (WEO). **Financial Stress, Downturns, and Recoveries**. [s.l.]: IMF, 2008. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Financial-Stress-Downturns-and-Recoveries>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

INOUE, Cristina Yumie Aoki; VAZ, Alcides Costa. Brazil as ‘Southern donor’: beyond hierarchy and national interests in development cooperation? **Cambridge Review of International Affairs**, v. 25, n. 4, p. 507–534, 2012.

ISSAWI, Charles. The 1973 Oil Crisis and After. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 1, n. 2, p. 3–26, 1978.

JACKSON, Matthew O. **Social and Economic Networks**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2010.

JAGUARIBE, Helio. A Brazilian View. In: VERNON, Raymond (Org.). **How Latin America views the US investor**. New York: Frederick A. Praeger, 1966, p. 67–93.

KALASIN, Kiattichai; CUERVO-CAZURRA, Alvaro; RAMAMURTI, Ravi. State ownership and international expansion: The S-curve relationship. **Global Strategy Journal**, v. 10, n. 2, p. 386–418, 2020.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. **New Political Economy**, v. 23, n. 3, p. 290–313, 2018.

KLEIN, Jefferson. Jorge Gerdau defende reforma tributária no País. **Jornal do Comércio**, 2019. Disponível em: <[https://www.jornaldocomercio.com/\\_conteudo/economia/2019/10/707996-jorge-gerdau-defende-reforma-tributaria-no-pais.html](https://www.jornaldocomercio.com/_conteudo/economia/2019/10/707996-jorge-gerdau-defende-reforma-tributaria-no-pais.html)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

KLEINHEISTERKAMP, Jan. Investment Treaty Law and the Fear for Sovereignty: Transnational Challenges and Solutions. **The Modern Law Review**, v. 78, n. 5, p. 793–825, 2015.

KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John; DAVIES, Paul; et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**. Third Edition. Oxford, New York: Oxford University Press, 2017.

LAZZARINI, Sergio G. **Capitalismo de Laços**. Edição: 3a. Rio de Janeiro, RJ, Brasil: Elsevier, 2010.

LESSA, Carlos. **A Estratégia De Desenvolvimento, 1974/76: Sonho e Fracasso**. Campinas: Universidade Estadual De Campinas, Instituto De Economia, 1998.

LESSA, Carlos. **Quinze anos de política econômica**. [s.l.]: Brasiliense, 1975.

LI, Jian; STRANGE, Roger; NING, Lutao; et al. Outward foreign direct investment and domestic innovation performance: Evidence from China. **International Business Review**, v. 25, n. 5, p. 1010–1019, 2016.

LIMA, João Brígido Bezerra (Org.). **Cooperação brasileira para o desenvolvimento internacional : 2011 - 2013**. Brasília: IPEA:ABC, 2016.

LIN, Li-Wen; MILHAUPT, Curtis J. We Are the (National) Champions. **Stanford Law Review**, v. 65, n. 4, p. 697–760, 2013.

**Livro verde: nossa história tal como ela é**. Rio de Janeiro: BNDES, 2017.

LOGAN, Francis D.; MAHONEY, William J.; SLADE, David R.; et al. The Securitization of U.S. Bank Activities in the Eurodollar Market - Issues for U.S. Counsel. **North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation**, v. 11, p. 539, 1986.

LOUREIRO, Felipe Pereira. The Passing of the Profit Remittance Limitation Law during the Goulart Administration and Brazilian and Foreign Entrepreneurs (1961-1964). **Revista Brasileira de História**, v. 36, n. 71, 2016.

LUO, Yadong; XUE, Qiuzhi; HAN, Binjie. How emerging market governments promote outward FDI: Experience from China. **Journal of World Business**, v. 45, n. 1, p. 68–79, 2010.

MACHADO, Luciano; ROITMAN, Fábio Brener. Os efeitos do BNDES PSI sobre o investimento corrente e futuro das firmas industriais. **Revista do BNDES**, n. 44, p. 89–122, 2015.

MACHADO, Paulo Fernando. O pólo sidero-metalúrgico de Carajás: gênese de uma nova região industrial? **Ensaio FEE**, v. 12, n. 1, p. 158–175, 1991.

MAKINO, Shige; LAU, Chung-Ming; YEH, Rhy-Song. Asset-Exploitation Versus Asset-Seeking: Implications for Location Choice of Foreign Direct Investment from Newly Industrialized Economies. **Journal of International Business Studies**, v. 33, n. 3, p. 403–421, 2002.

MARINHO, Sarah M. Matos. **Como são os laços do capitalismo brasileiro? As ferramentas jurídicas e os objetivos dos investimentos por participação da BNDESPAR**. Dissertação (Mestrado em Direito), Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo, São Paulo, 2015.

Disponível em:  
<<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13667/Marinho%2C%20Sarah.%20Como%20s%C3%A3o%20os%20la%C3%A7os%20do%20capitalismo%20brasileiro%3F.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MARINHO, Sarah Morganna Matos. Explorando os laços do capitalismo no Brasil: a forma e o conteúdo das estratégias de governança corporativa da BNDESPAR. **Revista Direito GV**, v.

14, n. 3, p. 847–885, 2019.

MARQUES, Eduardo. Prospec: modelo de geração de cenários em planejamento estratégico. In: MONTEIRO FILHA, Dulce Corrêa; MODENESI, Rui Lyrio (Orgs.). **BNDES, um banco de idéias: 50 anos refletindo o Brasil**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2002, p. 293–330. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/12737>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MELLO, Patricia Alencar Silva; SCHAPIRO, Mario Gomes; MARCONI, Nelson; et al. Targeting economic development with science and technology parks and gateway cities: Schumpeterian possibilities of new developmental states in fostering local and global development. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 40, n. 3, p. 462–483, 2020.

METTENHEIM, Kurt e von. **Federal Banking in Brazil: Policies and Competitive Advantages**. 1 edition. London ; Brookfield, Vt: Routledge, 2010.

MEYER, Klaus E; DING, Yuan; LI, Jing; et al. Overcoming distrust: How state-owned enterprises adapt their foreign entries to institutional pressures abroad. **Journal of International Business Studies**, v. 45, n. 8, p. 1005–1028, 2014.

MIOLO, Iagê Zendon. Competition law and neoliberalism: the regulation of economic concentration in Brazil. **Revista Direito e Práxis**, v. 7, n. 4, p. 643–689, 2016.

MOREIRA, João Paulo de Oliveira. Carvão, Aço e Privatização: os intelectuais orgânicos do IBS. In: **Conhecimento histórico e diálogo social**. Natal - RN: ANPUH Brasil, 2013. Disponível em: <[http://www.snh2013.anpuh.org/resources/anais/27/1364748278\\_ARQUIVO\\_Carvao.pdf](http://www.snh2013.anpuh.org/resources/anais/27/1364748278_ARQUIVO_Carvao.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MOREIRA, João Paulo de Oliveira. Construindo o consenso privatista em tempos de ajuste neoliberal: a atuação dos empresários no Instituto Brasileiro de Siderurgia no ano de 1980. In: **Marx, o Marxismo e o Estado**. Niterói - RJ: Universidade Federal Fluminense, 2013. Disponível em: <<http://www.nieparx.blog.br/MManteriores/MM2013/Trabalhos/Amc562.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2021.

MOROSINI, Fabio; BADIN, Michelle Raton Sanchez. **Reconceptualizing International Investment Law from the Global South**. Cambridge: Cambridge University Press, 2017.

MOSSALLAM, Mohammed. Process Matters: South Africa's Experience Exiting its BITs. Rochester, NY: **Social Science Research Network**, 2015. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=2562417>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MUHLINSKI, Peter; ORTINO, Federico; SCHREUER, Christoph. **The Oxford handbook of international investment law**. Oxford: Oxford University Press on Demand, 2008.

MUSACCHIO, Aldo; LAZZARINI, Sérgio G. **Reinventing state capitalism**. Cambridge MA: Harvard University Press, 2014.

NARULA, Rajneesh; DUNNING, John H. **Industrial Development, Globalization and Multinational Enterprises: New Realities for Developing Countries**. Oxford Development



Studies, v. 28, n. 2, p. 141–167, 2000.

NARULA, Rajneesh; PINELI, André. Multinational enterprises and economic development in host countries: What we know and what we don't know. In: GIANLUIGI, G. (Org.). **Development finance**. London: Springer, 2017, p. 147–188.

NEUMAYER, Eric; SPESS, Laura. Do bilateral investment treaties increase foreign direct investment to developing countries? **World development**, v. 33, n. 10, p. 1567–1585, 2005.

NEWCOMBE, A. Book Review—Investment Treaty Arbitration and Public Law. **Modern Law Review**, v. 71, p. 145–158, 2008.

NEWFARMER, Richard S. **Multinational conglomerates and the economics of dependent development: a case study of the international electrical oligopoly and Brazil's electrical industry**. Doctoral Dissertation (PhD), University of Wisconsin-Madison, 1977. Disponível em: <<https://search.library.wisc.edu/catalog/999493394402121>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

NOIJE, Paulo Van; DE CONTI, Bruno. A vulnerabilidade externa decorrente da Posição Internacional de Investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. **Nova Economia**, v. 26, n. 1, p. 207–239, 2016.

NORTH, Douglass Cecil. **Transaction costs, institutions, and economic performance**. San Francisco: ICS Press San Francisco, CA, 1992.

O'DONNELL, Guillermo. Corporatism and the question of State. In: MALLOY, James M. (Org.). **Authoritarianism and Corporatism in Latin America**. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1977, p. 47–87.

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; CIOFFI, Felipe; DE CONTI, Bruno. Os Fundos de pensão e o financiamento de longo prazo no Brasil: possibilidades e limites. **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, v. 28, n. 1(51), 2017.

OLSON, Mancur. **The logic of collective action: public goods and the theory of groups**. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1965.

PAIVA, Márcia de. **BNDES: um banco de história e do futuro**. Rio de Janeiro: Museu da Pessoa, 2012. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/1785>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

PAN, Yigang; TENG, Lefa; SUPAPOL, Atipol Bhanich; et al. Firms' FDI ownership: The influence of government ownership and legislative connections. **Journal of International Business Studies**, v. 45, n. 8, p. 1029–1043, 2014.

PANANOND, Pavida. Motives for foreign direct investment: a view from emerging market multinationals. **The Multinational Business Review**, v. 23, n. 1, p. 77–86, 2015.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do direito societário: lições do Brasil**. [s.l.]: Editora Saraiva, 2013.

PARGENDLER, Mariana. Governing State Capitalism: The Case of Brazil. In: LIEBMAN, Benjamin L.; MILHAUPT, Curtis J. (Orgs.). **Regulating the Visible Hand?: The**

**Institutional Implications of Chinese State Capitalism.** Oxford, New York: Oxford University Press, 2015.

PARGENDLER, Mariana. State Ownership and Corporate Governance. **Fordham Law Review**, v. 80, n. 6, p. 2917–2974, 2011.

PELA, Juliana Krueger. **As Golden Shares no Direito Societário Brasileiro.** 1a edição. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PERRONE, N. Marcelo. Los derechos de los inversores extranjeros sobre la tierra según los tratados de protección de inversiones: una visión desde Latinoamérica. **ACDI - Anuario Colombiano de Derecho Internacional**, n. 9, p. 273–308, 2016.

PINHEIRO, Armando Castelar; BONELLI, Regis; SCHNEIDER, Ben Ross. Pragmatic Policy in Brazil : the political economy of incomplete market reform. **IPEA-Texto para Discussão**, v. TD 1035, 2004. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4232](http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4232)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. **Empresa Estatal: Função Econômica e Dilemas Societários.** [s.l.]: Atlas, 2013.

PINTO, Cláudia Frias; FERREIRA, Manuel Portugal; FALASTER, Christian; et al. Ownership in cross-border acquisitions and the role of government support. **Journal of World Business**, v. 52, n. 4, p. 533–545, 2017.

PREBISCH, Raúl. **Dinâmica do desenvolvimento latino-americano.** [s.l.]: Editora Fundo de Cultura, 1968.

PROCHNIK, Marta; PEREIRA, Vivian Machado dos Santos Correa. Fontes de recursos do BNDES 1995-2007. **Revista do BNDES**, v. 14, n. 29, p. 3–33, 2008.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Concentração empresarial e o direito da concorrência.** [s.l.]: Editora Saraiva, 2001.

QUADIR, Fahimul. Rising Donors and the New Narrative of ‘South–South’ Cooperation: what prospects for changing the landscape of development assistance programmes? **Third World Quarterly**, v. 34, n. 2, p. 321–338, 2013.

RAMSEY, Jase Ryan; BARAKAT, Lívia Lopes; CRUZ, L.; et al. **Relatório de Pesquisa FDC: Ranking das transnacionais brasileiras 2010: repensando as estratégias globais.** Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2010. Disponível em: <<https://www.fdc.org.br/conhecimento/publicacoes/relatorio-de-pesquisa-20446>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ROCHA, Danilo. Estado, empresariado e variedades de capitalismo no Brasil: política de internacionalização de empresas privadas no governo Lula. **Revista de Sociologia e Política**, v. 22, n. 51, p. 77–96, 2014.

ROCKERBIE, Duane W. Explaining interest spreads on sovereign Eurodollar loans: LDCs versus DCs, 1978–84. **Applied Economics**, v. 25, n. 5, p. 609–616, 1993.

RODRIGUES, Ana Carolina; DAUD, Felipe Taufik. O Estado como acionista minoritário. **Revista de Direito Público da Economia**, v. 10, n. 40, p. 9–31, 2012.

RODRIGUES, Carlos Henrique Lopes; JURGENFELD, Vanessa Follmann. Desnacionalização e financeirização: um estudo sobre as privatizações brasileiras (de Collor ao primeiro governo FHC). **Economia e Sociedade**, v. 28, n. 2, p. 393–420, 2019.

RODRIGUES, Suzana B.; DIELEMAN, Marleen. The internationalization paradox: Untangling dependence in multinational state hybrids. **Journal of World Business**, v. 53, n. 1, p. 39–51, 2018.

RODRIK, Dani. Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. **Journal of Economic Literature**, v. 44, n. 4, p. 973–987, 2006.

ROLLAND, Sonia E.; TRUBEK, David M. **Emerging Powers in the International Economic Order: Cooperation, Competition and Transformation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

ROLLAND, Sonia E.; TRUBEK, David M. Legal Innovation in Investment Law: Rhetoric and Practice in Emerging Countries. **University of Pennsylvania Journal of International Law**, v. 39, n. 2, p. 355–434, 2017.

ROSE-ACKERMAN, Susan; TOBIN, Jennifer. Foreign Direct Investment and the Business Environment in Developing Countries: The Impact of Bilateral Investment Treaties. Rochester, NY: **Social Science Research Network**, 2005. Disponível em: <<https://papers.ssrn.com/abstract=557121>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ROSSI, Pedro; BIANCARELLI, André. Macroeconomic policy for a Social-Oriented development strategy - The Brazilian Case. In: **Rethinking Development Strategies after the Financial Crisis - Volume II: Country Studies and International Comparisons**. [s.l.]: United Nations Publication, 2016, p. 71–80. Disponível em: <[https://www.un-ilibrary.org/economic-and-social-development/rethinking-development-strategies-after-the-financial-crisis\\_a9385ab8-en](https://www.un-ilibrary.org/economic-and-social-development/rethinking-development-strategies-after-the-financial-crisis_a9385ab8-en)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ROTHMANN, Gerd Willi. A denúncia do acordo de bitributação Brasil-Alemanha e suas consequências. In: ROCHA, V.O. (Org.). **Grandes questões atuais do direito tributário**. São Paulo: Dialética, 2005, p. 146–179.

SALACUSE, Jeswald W.; SULLIVAN, Nicholas P. Do BITs Really Work: An Evaluation of Bilateral Investment Treaties and Their Grand Bargain. **Harvard International Law Journal**, v. 46, n. 1, p. 67–130, 2005.

SALLUM JR, Brasílio. Governo Collor: o reformismo liberal e a nova orientação da política externa brasileira. **Dados**, v. 54, n. 2, p. 259–288, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. A paralisia do antitruste. **Revista do IBRAC**, v. 16, n. 1, p. 305–323, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **Direito Concorrencial. As Estruturas**. 3a edição. São Paulo: Malheiros, 2007.

SAMUELS, David J.; ZUCCO, Cesar. **Partisans, Antipartisans, and Nonpartisans: Voting Behavior in Brazil**. Cambridge, United Kingdom ; New York, NY: Cambridge University Press, 2018.

SAMUELS, David. Brazilian Democracy under Lula and the PT. In: **Constructing Democratic Governance in Latin America**. Washington, D.C.: [s.n.], 2006, p. 152–176.

SANCHEZ-BADIN, Michelle R.; MOROSINI, Fabio. **Disputing the novelty of China's approach to the international legal order: Lessons from Chinese investments in Brazil's electric energy sector**. In: São Paulo: [s.n.], 2020.

SANTANA, Maria Helena. **O Novo Mercado**. São Paulo: Bovespa, 2008.

SANTOS, Alvaro. Carving Out Policy Autonomy for Developing Countries in the World Trade Organization: The Experience of Brazil & Mexico. **Virginia Journal of International Law**, v. 52, n. 3, p. 551–632, 2011.

SANTOS, Durval José Soledade. Debêntures: um instrumento moderno de captação de recursos. **Revista do BNDES**, v. 13, n. 26, p. 35–54, 2006.

SAUVANT, Karl P. New Sources of FDI: The BRICs - Outward FDI from Brazil, Russia, India and China. **Journal of World Investment & Trade**, v. 6, n. 5, p. 639–710, 2005.

SCHAPIRO, Mario G. Ativismo estatal e industrialismo defensivo: Instrumentos e capacidades na política industrial brasileira. **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-1856, 2013. Disponível em: <<https://www.econstor.eu/handle/10419/91336>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

SCHAPIRO, Mario G. Rediscovering the Developmental Path? Development Bank, Law and Innovation Financing in the Brazilian Economy. In: TRUBEK, David M.; GARCIA, Helena Alviar; COUTINHO, Diogo R.; et al (Orgs.). **Law and the New Developmental State. The Brazilian Experience in Latin American Context**. Cambridge: Cambridge University Press, 2013, p. 114–163.

SCHAPIRO, Mario. Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In: TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario (Orgs.). **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 259–301.

SCHAPIRO, Mario. **Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCHNEIDER, Ben R. Big Business in Brazil: Leveraging Natural Endowments and State Support for International Expansion. In: BRAINARD, Lael; MARTINEZ-DIAZ, Leonardo (Orgs.). **Brazil as an Economic Superpower?: Understanding Brazil's Changing Role in the Global Economy**. Washington: Brookings Institution Press, 2009, p. 159–186.

SCHNEIDER, Ben Ross. **Burocracia pública e política industrial no Brasil**. São Paulo: Editora Sumaré, 1994.

SCHULTZ, Thomas; DUPONT, Cédric. Investment Arbitration: Promoting the Rule of Law or Over-empowering Investors? A Quantitative Empirical Study. **European Journal of**

**International Law**, v. 25, n. 4, p. 1147–1168, 2014.

SCHWIND, Rafael Wallbach. **Participação estatal em empresas privadas: as empresas público-privadas**. Tese (Doutorado em Direito), Universidade de São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2134/tde-11022015-125507/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

SEAWRIGHT, Jason; GERRING, John. Case Selection Techniques in Case Study Research: A Menu of Qualitative and Quantitative Options. **Political Research Quarterly**, v. 61, n. 2, p. 294–308, 2008.

SHAPIRO, Helen. Engines of Growth: **The State and Transnational Auto Companies in Brazil**. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes; SILVA, Carla Souza e. **As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças**. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. Disponível em: <<http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11335>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

SILVA, Sílvio Samarone. **A liberalização do investimento estrangeiro e do mercado cambial no Brasil**. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/496456>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

SINGER, André. Cutucando onças com varas curtas: O ensaio desenvolvimentista do primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). **Novos estudos CEBRAP**, n. 102, p. 39–67, 2015.

SINGER, André. **Os Sentidos do Lulismo: Reforma Gradual e Pacto Conservador**. São Paulo: Companhia das Letras, 2012.

SINGER, André. The failure of the developmentalist experiment in three acts. **Critical Policy Studies**, v. 11, n. 3, p. 358–364, 2017.

SORNARAJAH, M. **The International Law on Foreign Investment**. Cambridge: Cambridge University Press, 2017.

STAL, Eva; CUERVO-CAZURRA, Alvaro. The Investment Development Path and FDI From Developing Countries: The Role of Pro-Market Reforms and Institutional Voids. **Latin American Business Review**, v. 12, n. 3, p. 209–231, 2011.

STEWART, Frances. The Impact of Global Economic Crises on the Poor: Comparing the 1980s and 2000s. **Journal of Human Development and Capabilities**, v. 13, n. 1, p. 83–105, 2012.

STIGLITZ, Joseph E. **Globalization and Its Discontents**. [s.l.]: W. W. Norton & Company, 2003.

STIGLITZ, Joseph E. Regulating Multinational Corporations: Towards Principles of Cross-Border Legal Framework in a Globalized World Balancing Rights with Responsibilities Conference - The Ninth Annual Grotius Lecture Series. **American University International Law Review**, v. 23, n. 3, p. 451–558, 2007.

STUENKEL, Oliver. **The BRICS and the Future of Global Order**. Reprint edition. Lanham:

Lexington Books, 2016.

THORSTENSEN, Vera Helena; GULLO, Marcelly Fuzaro. **O Brasil na OCDE: membro pleno ou mero espectador?** Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/23926>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

THORSTENSEN, Vera; CASTELAN, Daniel Ricardo; RAMOS, Daniel; et al. Investimentos. In: THORSTENSEN, Vera; OLIVEIRA, Ivan Tiago Machado (Orgs.). **Os BRICS na OMC: políticas comerciais comparadas de Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul**. Brasília: IPEA, 2012, p. 215–251. Disponível em: <<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/1361>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

TORRES, Eduardo Mc Mannis. A evolução da indústria petroquímica brasileira. **Química Nova**, v. 20, n. SPE, p. 49–54, 1997.

TREBAT, Thomas J. **Brazil's State-Owned Enterprises: A Case Study of the State as Entrepreneur**. 1st edition. Cambridge Cambridgeshire ; New York: Cambridge University Press, 1983.

TRUBEK, David M.; GALANTER, Marc. Scholars in Self-Estrangement: Some Reflections on the Crisis in Law and Development Studies in the United States Law and Society. **Wisconsin Law Review**, v. 1974, n. 4, p. 1062–1103, 1974.

TRUBEK, David M.; GARCIA, Helena Alviar; COUTINHO, Diogo R.; et al. **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**. New York: Cambridge University Press, 2013.

TRUBEK, David M.; SCHAPIRO, Mario G.; COUTINHO, Diogo R. New State Activism in Brazil and the Challenge for Law. In: TRUBEK, David M.; GARCIA, Helena Alviar; COUTINHO, Diogo R.; et al (Orgs.). **Law and the New Developmental State: The Brazilian Experience in Latin American Context**. New York: Cambridge University Press, 2013, p. 28–61.

VAN HARTEN, Gus. **Investment Treaty Arbitration and Public Law**. Oxford: Oxford University Press, 2007.

VANDEVELDE, Kenneth J. A Brief History of International Investment Agreements Symposium: Romancing the Foreign Investor: BIT by BIT. U.C. **Davis Journal of International Law & Policy**, v. 12, n. 1, p. 157–194, 2005.

VEIGA, Pedro da Motta; RIOS, Sandra Polónia. Inserção em cadeias globais de valor e políticas públicas: O caso do Brasil. **IPEA-Texto para Discussão**, n. TD-2069, 2015. Disponível em: <<https://www.econstor.eu/handle/10419/121597>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

VELASCO JR, Licínio. Documento histórico: A privatização no Sistema BNDES - BNDES. **Revista do BNDES**, n. 33, p. 307–383, 2010.

VIANA, Fernando Luiz E. Indústria Siderúrgica. **Caderno Setorial ETENE**, v. 4, n. 92, p. 1–14, 2019.

VIANNA FILHO, Luiz. **Petroquímica de Industrialização da Bahia (1967-1971)**. Brasília:

Senado Federal, Centro Gráfico, 1984. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/94275>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

VIGEVANI, Tullo; OLIVEIRA, Marcelo F. de; CINTRA, Rodrigo. Política externa no período FHC: a busca de autonomia pela integração. **Tempo Social**, v. 15, n. 2, p. 31–61, 2003.

VILLELA, Annibal V. Multinationals from Brazil. In: LALL, Sanjaya (Org.). **The New Multinationals: The Spread of Third World Enterprises**. New York: Wiley, 1983, p. 220–249.

WASSERMAN, Stanley; FAUST, Katherine. **Social Network Analysis: Methods and Applications**. 1 edition. Cambridge ; New York: Cambridge University Press, 1994.

WIGGER, Angela; BUCH-HANSEN, Hubert. The ascendancy of neoliberal competition regulation in the European community / A ascensão da regulação concorrencial de caráter neoliberal na Comunidade Europeia. **Revista Direito e Práxis**, v. 7, n. 4, p. 610–642, 2016.

WILKINS, Mira. **The Maturing of Multinational Enterprise: American Business Abroad from 1914 to 1970**. First Edition edition. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1974.

WILLIAMSON, John. What Washington means by policy reform. In: WILLIAMSON, John; INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS (U.S.) (Orgs.). **Latin American adjustment: how much has happened?** Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1990. Disponível em: <<http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?researchid=486>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

WILSON, D.; PURUSHOTHAMAN, R. **Dreaming with brics: The path to 2050**. [s.l.]: Goldman Sachs, 2003. Disponível em: <[https://www.google.com/search?q=dreaming+with+brics&rlz=1C5CHFA\\_enUS864US864&oq=dreaming+with+brics&aqs=chrome..69i57j0l3.6588j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8](https://www.google.com/search?q=dreaming+with+brics&rlz=1C5CHFA_enUS864US864&oq=dreaming+with+brics&aqs=chrome..69i57j0l3.6588j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

WIONCZEK, Miguel S. A Latin American View. In: VERNON, Raymond (Org.). **How Latin America views the US investor**. New York: Frederick A. Praeger, 1966, p. 3–48.

WITT, Michael A; LEWIN, Arie Y. Outward foreign direct investment as escape response to home country institutional constraints. **Journal of International Business Studies**, v. 38, n. 4, p. 579–594, 2007.

YACKEE, Jason Webb. Do Bilateral Investment Treaties Promote Foreign Direct Investment - Some Hints from Alternative Evidence. **Virginia Journal of International Law**, v. 51, n. 2, p. 397–442, 2010.

YEUNG, Henry Wai-Chung. Third World Multinationals Revisited: A Research Critique and Future Agenda. **Third World Quarterly**, v. 15, n. 2, p. 297–317, 1994.

ZORICIC, Ana Carolina Cabana. **Competência do CADE na disciplina antitruste das operações envolvendo fundos de private equity**. Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade de São Paulo, 2015. Disponível em:

<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-24022016-163044/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

### Fontes documentais

AGUIAR, Marcos; BRADTKE, Thomas; CARLISLE, Erica; et al. **Meet the 2014 BCG Global Challengers**. [s.l.]: Boston Consulting Group, 2014. Disponível em: <<https://www.bcg.com/en-br/publications/2014/growth-meet-global-challengers.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ANDRADE GUTIERREZ PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2020.

Apresentação - Era Vargas 1o tempo | CPDOC. Disponível em: <<https://cpdoc.fgv.br/producao/dossies/AEraVargas1/apresentacao>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ASOCIACIÓN LATINOAMERICANA DE INTEGRACIÓN. Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos. 2013. Disponível em: <[http://www2.aladi.org/nsfaladi/convenio.nsf/2F867B10A3C9CD8183257D8900481CB1/\\$FILE/Convenio\\_de\\_Pagos\\_-\\_principales\\_aspectos\\_2013.pdf](http://www2.aladi.org/nsfaladi/convenio.nsf/2F867B10A3C9CD8183257D8900481CB1/$FILE/Convenio_de_Pagos_-_principales_aspectos_2013.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

B3. Regulamento do Novo Mercado. 2017. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/3A/60/99/CC/038CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(Sancoes%20pecuniarias%202020\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/3A/60/99/CC/038CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(Sancoes%20pecuniarias%202020).pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BANCO MUNDIAL; MINISTÉRIO DE MINAS E ENERGIA; LOBATO, Emilio. Relatório Técnico 40 - Perfil da Magnesita. Produto 28 - Outras rochas e minerais industriais. 2009.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Desestatização e Reestruturação, 1990–2002. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2002.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Estatuto Social da BNDES Participações S/A - BNDESPAR Aprovado em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 29.06.2018 (5a AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 11.07.2018, e alterado pelas seguintes Assembleias Gerais: de 12.09.2018 (6a AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 18.09.2018; de 28.12.2018 (9a AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 22.01.2019, de 07.06.2019 (11a AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 11.06.2019, de 18.10.2019 (14a AGE) e de 23.03.2020 (15a AGE), publicado no Diário Oficial da União (D.O.U.) em 26.03.2020.

BEMATECH S.A. Fato Relevante de 6 de agosto de 2008 - Bematech anuncia a conclusão da aquisição da Logic Controls, empresa de tecnologia nos EUA. 2008.

BEMATECH S.A. Formulário de Referência 2010.

BLOCKBIT anuncia novo vice-presidente para o Brasil. Disponível em:



<<https://www.securityreport.com.br/overview/mercado/blockbit-anuncia-novo-vice-presidente-para-brasil/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BM&FBOVESPA. Bovespa Mais - Nível 2. 2014. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/FA/70/46/46/538CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202020\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/FA/70/46/46/538CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202020).pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BM&FBOVESPA. Bovespa Mais. 2014. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/17/70/AD/AE/438CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202%C2%AA%20fase%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202020\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/17/70/AD/AE/438CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20Bovespa%20Mais%20-%202%C2%AA%20fase%20(San%C3%A7%C3%B5es%202020).pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BM&FBOVESPA. Nível 1 de Governança Corporativa. 2011. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/53/70/88/65/438CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202020\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/53/70/88/65/438CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202020).pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BM&FBOVESPA. Nível 2 de Governança Corporativa. 2011. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/data/files/FE/60/98/3A/338CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202020\).pdf](http://www.b3.com.br/data/files/FE/60/98/3A/338CF610761CABF6AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202020).pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA. Acordo de Acionistas celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ. 2007.

BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA. Primeiro Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ. 2013.

BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA. Segundo Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ. 2014.

BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; NETSTRATEGY PARTICIPAÇÕES LTDA. Terceiro Termo de Aditamento e Outras Avenças e Consolidação do Acordo de Acionistas n. 07.6.0075.2, celebrado entre a BNDES Participações S.A. - BNDESPAR e a Acionista Controladora da BRQ Soluções em Informática S.A. - BRQ. 2017.

BNDES PARTICIPAÇÕES S.A.; PADTEC S.A. Petição inicial - Ato de Concentração n. 08700.000925/2013-06. 2012.

BONELLI, Regis (coord.). **Caracterização do processo de internacionalização de grupos econômicos privados brasileiros**. [s.l.]: AP/DEPES, GEPES 1, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1995.

BOZANO, SIMONSEN PRIVATISATION LIMITED; PREVI -CAIXA DE PREVIDÊNCIA

DOS FUNCIONÁRIO DO BANCO DO BRASIL; FUNDAÇÃO SISTEL DE SEGURIDADE SOCIAL. Acordo de Acionistas. 1997.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; BURLAMAQUI, Patricia. CALABI, Andrea. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/calabi-andrea>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; BURLAMAQUI, Patricia. CARVALHO FILHO, Eleazar de. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/carvalho-filho-eleazar-de>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; LEMOS, Renato; LAMARÃO, Sérgio; et al. Edmar Lisboa Bacha. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/edmar-lisboa-bacha>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; LEMOS, Renato; PINHEIRO, Luciana. Pérsio Arida. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/arida-persio>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; LOPES, Gustavo; CRUZ, Ednilson. PASTORE, AFONSO CELSO. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/pastore-afonso-celso>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do; LOPES, Gustavo; MORAES, Glória. François Robert André Gros. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/francois-robert-andre-gros>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. CARTEIRA DE COMÉRCIO EXTERIOR DO BANCO DO BRASIL (CACEX). CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/carteira-de-comercio-exterior-d-o-banco-do-brasil-cacex>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. COMPANHIA VALE DO RIO DOCE (CVRD). CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/companhia-vale-do-rio-doce-cv>>

rd>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. CONSELHO DE POLITICA ADUANEIRA (CPA). CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/conselho-de-politica-aduaneira-cpa>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. Instituto Liberal. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/instituto-liberal>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. José Alencar Gomes da Silva. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <[http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/alencar-jose?gclid=Cj0KCQiAnb79BRDgARIsAOVbhRqHbM8PbDFdAgstA\\_1psa6unAol0V-ks5rwl9x5jOJxARqOICsUQpwaAtydEALw\\_wcB](http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/alencar-jose?gclid=Cj0KCQiAnb79BRDgARIsAOVbhRqHbM8PbDFdAgstA_1psa6unAol0V-ks5rwl9x5jOJxARqOICsUQpwaAtydEALw_wcB)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. José Pio Borges de Castro Filho. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/jose-pio-borges-de-castro-filho>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. Luís Carlos Mendonça de Barros. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/luis-carlos-mendonca-de-barros>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. Plano Real. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/plano-real>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL, CPDOC-Centro de Pesquisa e Documentação História Contemporânea do. RESENDE, André Lara. CPDOC - Centro de Pesquisa e Documentação de História Contemporânea do Brasil. Disponível em: <<http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-biografico/resende-andre-lara>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. Balanço de governo 2003 - 2010. Desenvolvimento sustentável com redução de desigualdades. Brasília: Governo Federal, 2010. Disponível em: <[https://i3gov.planejamento.gov.br/dadosgov/textos/livro1/1.4\\_Desenvolvimento\\_Produtivo\\_e\\_Comercio\\_Exterior.pdf](https://i3gov.planejamento.gov.br/dadosgov/textos/livro1/1.4_Desenvolvimento_Produtivo_e_Comercio_Exterior.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. COMITÊ GESTOR DO PAC. 11o Balanço Completo do PAC - 4 anos (2007 a

2010). 2010. Disponível em:  
<<http://www.planejamento.gov.br/assuntos/investimento-e-pac/publicacoes-nacionais/110-balanco-completo-do-pac-4-anos-2007-a-2010.pdf/view>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL (CDES). Ata da 5ª Reunião Ordinária. 2003. Disponível em:  
<<http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca/reuniao-plenaria/atas/ata-5a-reuniao-plenaria>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES. Comparação entre a Reforma Previdenciária Proposta pelo Poder Executivo e as Orientações do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social. 2003. Disponível em:  
<<http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca/2-reuniao-de-grupo-de-trabalho/deliberacoes/quadro-comparativo-reforma-previdencia-04-2003.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES. Parecer do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social sobre a reforma política. 2007. Disponível em:  
<<http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca/reuniao-plenaria/deliberacao/parecer-reforma-politica-07-2007.pdf>, accessed>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES. Reforma Tributária, Relatório do Conselho de Desenvolvimento Econômico e Social. 2003. Disponível em:  
<<http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca/reuniao-plenaria/deliberacao/relatorio-gt-reforma-tributaria-03-2003.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. SECRETARIA ESPECIAL DO CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL SEDES. Relatório do Grupo Temático “Pequenas e Médias Empresas, Autogestão e Informalidade”. 2005. Disponível em:  
<<http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca/reuniao-plenaria/deliberacao/relatorio-gt-micro-e-pequenas-empresas-autogestao-e-informalidade-05-2005.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASIL. Texto de Referência. Plano Brasil Maior, Inovar para competir. Competir para crescer. Plano 2011/2014. 2011.

BRASKEM S.A. Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 12 de dezembro de 2012.

BRASKEM S.A. Braskem, Petrobrás e Petroperú assinam acordo para estudar projeto petroquímico integrado no Peru. Disponível em:  
<<https://www.braskem.com.br/paratletismo-noticia-detalle/BRASKEM-PETROBRAS-E-PETROPERU-ASSINAM-ACORDO>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRASKEM S.A. Formulário 20-F - Relatório Anual de Acordo com o art. 13 ou 15(d) do Securities Exchange Act de 1934 relativo ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2016.

BRASKEM S.A. Formulário de Referência 2010.

BRASKEM S.A. Formulário de Referência 2015.

BRASKEM S.A. Formulário de Referência 2017.

BRASKEM S.A. Formulário de Referência 2020.

BRF S.A. Formulário de Referência 2010.

BRF S.A. Formulário de Referência 2010.

BRF S.A. Formulário de Referência 2016.

BRF S.A. Formulário de Referência 2020.

BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A. Formulário de Referência 2015. Disponível em: <<http://www.brq.com/ri/docs/2018/07/Formul%C3%A1rio-de-Refer%C3%Aancia-2015-v2-1.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A. Formulário de Referência 2017. Disponível em: <[http://www.brq.com/ri/docs/2018/07/Formul%C3%A1rio\\_de\\_Refer%C3%Aancia\\_2017\\_v.6.pdf](http://www.brq.com/ri/docs/2018/07/Formul%C3%A1rio_de_Refer%C3%Aancia_2017_v.6.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BRQ SOLUÇÕES EM INFORMÁTICA S.A. Formulário de Referência 2020. Disponível em: <<http://www.brq.com/ri/docs/2020/05/Formul%C3%A1rio-de-Refer%C3%Aancia-2020.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**CÂMARA DOS DEPUTADOS. CPI do BNDES - Depoimento do ex-presidente Luciano Galvão Coutinho - 24/04/2019 - 14:47**, [s.l.: s.n.], 2019. Disponível em: <[https://www.youtube.com/watch?v=fos7LvMCw5c&feature=emb\\_rel\\_pause](https://www.youtube.com/watch?v=fos7LvMCw5c&feature=emb_rel_pause)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**CÂMARA DOS DEPUTADOS. CPI do BNDES ouve ex-presidente do Frigorífico Independência - 14/08/2019 - 14:53**, [s.l.: s.n.], 2019. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=CL9mrUpBDdY>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**CÂMARA DOS DEPUTADOS. CPI do BNDES ouve sócio do frigorífico Bertin - 07/08/2019 - 14:43**, [s.l.: s.n.], 2019. Disponível em: <[https://www.youtube.com/watch?v=9NM3MG2iM\\_Y](https://www.youtube.com/watch?v=9NM3MG2iM_Y)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**CÂMARA DOS DEPUTADOS. Relatório Final CPI - Práticas Ilícitas no Âmbito do BNDES**. Brasília: Câmara dos Deputados, 2019.

CAMARGO CORRÊA CIMENTOS S.A. Ata da Assembleia Geral Extraordinária Realizada em 30 de novembro de 2005. 2005.

CAMARGO CORRÊA CIMENTOS S.A. Fato Relevante de 19 de abril de 2005. 2005.

CIPHER S.A. Assembléia Geral Extraordinária da Cipher S.A. datada de 16 de julho de 2015. 2015.

CIPHER S.A. Assembleia Geral Extraordinária da Cipher S.A. datada de 1o de março de 2018. 2018.

CIPHER S.A.; PROSEGUR GLOBAL CYBER SECURITY SLU. Formulário de procedimento sumário - Ato de Concentração n. 08700.006899/2018-26.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; OLIVEIRA, Reginaldo Pereira de. Memorando no 16/2015-CVM/SRE/GER-1. 2015. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2015/20150324/9561.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS - AMBEV. Formulário 20-F - Relatório Anual de Acordo com o art. 13 ou 15(d) do Securities Exchange Act de 1934 relativo ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2004.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2003.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2004.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2005.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE; VALE OVERSEAS LIMITED. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD announces proposed all-cash offer to acquire Inco. 2006. Disponível em: <<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/cvrd-anuncia-p-roposta-para-aquisicao-da-inco.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD Assina Acordo para a Produção de Carvão na China. 2004.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD associa-se para a produção de coque metalúrgico na China. 2004.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD concludes the take out of the bridge loan. 2007. Disponível em: <<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/cvrd-liquida-e-mprestimo-ponte-e-conclui-refinanciamento-da-aquisicao-da-inco.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD conclui aquisição da Canico. 2006.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD e Chalco Assinam Acordo para Investimento Conjunto em Refinaria de Alumina no Brasil. 2004.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD exercises option for Belvedere. 2007. Disponível em: <<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/cvrd-exerce-opcao-de-compra-para-o-projeto-belvedere.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD Finalizes the Acquisition of CAEMI. 2001. Disponível em: <<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/cvrd-finaliza-aquisicao-da-caemi.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. CVRD obtém aprovação para aquisição da Inco. 2006.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Further Clarification on Moatize Coal Project. 2003. Disponível em: <<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/esclarecimento-com-relacao-ao-projeto-de-carvao.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale aprova novos projetos de bauxita e alumina, 2008.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale aprova orçamento de investimentos para 2009, 2008.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale assina contrato com BNDES, 2008.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale denies rumors about acquisition, 2008. Disponível em: <<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/vale-nega-rumores-sobre-aquisicao.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale discontinues negotiations for the acquisition of Xstrata. 2008. Disponível em: <<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/vale-encerra-negociacoes-para-a-aquisicao-da-xstrata.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale promove investimento em siderurgia. 2008.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale sets a dedicated Brazil-Asia shuttle service.

Disponível em:  
<<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/vale-estabelece-linha-de-transporte-dedicada-a-rota-brasil-asia.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COMPANHIA VALE DO RIO DOCE. Vale, CVRD, IDC and ISCOR sign Memorandum of Understanding to Develop Moatize Coal mine. 2003. Disponível em:  
<<http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/Pages/cvrd-idc-e-iscor-assinam-memorando-de-entendimentos-para-o-desenvolvimento-da-mina-de-carvao-de-moatize.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA DA CONCORRÊNCIA; SUPERINTENDÊNCIA-GERAL; COORDENAÇÃO-GERAL DE ANÁLISE ANTITRUSTE 5; et al. Parecer Técnico n. 043 - Ato de Concentração n. 08700.000925/2013-06. 2013.

CONSELHO DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Ata da quarta reunião ordinária. 2003. Disponível em:  
<<http://www.cdes.gov.br/Plone/biblioteca/busca/reuniao-plenaria/atas/ata-4a-reuniao-plenaria>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COPENE - PETROQUÍMICA DO NORDESTE S.A. Formulário 20F - Relatório Anual de Acordo com o art. 13 ou 15(d) do Securities Exchange Act de 1934 relativo ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2002.

DIEESE - DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. Privatização, desnacionalização e terceirização no setor elétrico brasileiro. *Nota Técnica*, n. 173, p. 2–19, 2017.

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. Instrumento de Constituição do Brasil 21 - Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes. 2000.

EMBRAER - EMPRESA BRASILEIRA E AERONAVES S.A. IAN - Informações Anuais 1997.

EMBRAER S.A. Assembleia Geral Extraordinária realizada em 31 de março de 2006.

EMBRAER S.A. Estatuto Social Aprovado pela Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária de 29 de abril de 2020. 2020.

EMBRAER S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

EMBRAER S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.

EMBRAER S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

EMBRAER S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.

EMBRAER S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.



EMBRAER S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.

EMBRAER S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

EMBRAER S.A. Formulário de Referência 2020.

EUROFARMA LABORATÓRIOS S.A. Balanço Financeiro Eurofarma 2017.

EUROFARMA LABORATÓRIOS S.A.; HYPERA S.A. Formulário de Notificação - Ato de Concentração n. 08700.003689/2020-09.

ÉVORA S.A. Formulário de Referência 2016.

ÉVORA S.A.; TERRAMAR INVESTIMENTOS S.A. Edital de Oferta Pública Obrigatória de Aquisição de Ações Ordinárias e Preferenciais de Emissão da Évora S.A. 2016.

GERDAU HUNGRIA HOLDINGS LIMITED LIABILITY COMPANY; CARPE DIEM SALUD, S.L (; BOGEY HOLDING COMPANY SPAIN, S.L. Formulário de Notificação - Ato de Concentração n. 08012.011103/2005-91. 2005.

GERDAU S.A. Balanço anual 2007.

GERDAU S.A. Balanço anual 2008.

GERDAU S.A. Co-Steel e Gerdau S.A. anunciam o completo sucesso do levantamento de ativos (due-diligence) - Fato Relevante de 26 de agosto de 2002.

GERDAU S.A. Fato Relevante de 10 de outubro de 2000.

GERDAU S.A. Fato Relevante de 28 de setembro de 1999.

GERDAU S.A. Fato Relevante de 31 de dezembro de 2001.

GERDAU S.A. Fato Relevante de 6 de setembro de 2002.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2001.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2002.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2003.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2004.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2005.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2006.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2007.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2008.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.

GERDAU S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2010.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2014.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2015.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2016.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2017.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2018.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2019.

GERDAU S.A. Formulário de Referência 2020.

GERDAU S.A. IAN - Informações Anuais 1997.

GERDAU S.A. IAN - Informações Anuais 1998.

GERDAU S.A. IAN - Informações Anuais 1999.

GERDAU S.A. IAN - Informações Anuais 2000.

GERDAU S.A. IAN - Informações Anuais 2002.

GERDAU S.A. Relatório Anual 2001.

GERDAU S.A. Relatório Anual 2002.

GERDAU S.A. Relatório Anual 2003.

GERDAU S.A. Relatório Anual 2004.

GERDAU S.A. Relatório Anual 2007.

GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA

DO PERU. Acordo Complementar na Área de Recursos Naturais e Meio Ambiente ao Acordo Básico de Cooperação Técnica e Científica entre o Governo da República Federativa do Brasil e o Governo da República do Peru. 2004.

GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA DO PERU. Ajuste Complementar ao Acordo Básico de Cooperação Científica e Técnica entre o Governo da República Federativa do Brasil e a República do Peru para Implementação do Projeto “Fortalecimento Institucional para a Gestão Integrada dos Recursos Hídricos Peru - Brasil. 2010.

GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA DO PERU. Ajuste Complementar ao Acordo Básico de Cooperação Científica e Técnica entre o Governo da República Federativa do Brasil e o Governo da República do Peru para Implementação do Projeto “Fortalecimento de Capacidades para Melhorar a Produção Aquícola no Baixo Yavari”. 2010.

GOVERNO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL; GOVERNO DA REPÚBLICA DO PERU. Ajuste Complementar ao Acordo Básico de Cooperação Científica e Técnica entre o Governo da República Federativa do Brasil e o Governo da República do Peru para Implementação do Projeto “Fortalecimento de Capacidades para o Melhoramento da Produção Aquícola em Madre de Dios”. 2009.

IDEIASNET S.A. Formulário de Referência 2010.

IDEIASNET S.A. Formulário de Referência 2015.

IDEIASNET S.A. Formulário de Referência 2018.

IDEIASNET S.A. Formulário de Referência 2019.

IDEIASNET S.A. IAN - Informações anuais 2000.

INDEPENDÊNCIA S.A. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL; NOVA CARNE INDÚSTRIA DE ALIMENTOS LTDA. - EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Plano de Recuperação Judicial Modificado e Consolidado. 2011. Disponível em: <<https://www.slideshare.net/andreqcamargo/independencia-plano-recuperacao-judicial-20091030-port>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa Mensal de Emprego - PME.** Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/trabalho/9180-pesquisa-mensal-de-emprego.html?edicao=17949&t=sobre>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

INTERCEMENT BRASIL S.A. Ata da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 06 de julho de 2011.

INTERCEMENT BRASIL S.A. Formulário de Referência 2011.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION; WORLD BANK GROUP. Summary of Proposed Investment (SPI) - WEG Industries (India) Pvt. Ltd.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, Monetary and Exchange Affairs Department.

**Offshore Financial Centers -- The Role of the IMF.** [s.l.: s.n., s.d.]. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/role.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC. Fato Relevante de 3 de julho de 2006.

ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC. Formulário de Referência 2013.

ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC. Formulário de Referência 2015.

ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC. Formulário de Referência 2018.

ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC. Formulário de Referência 2020.

ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC. IAN - Informações Anuais 2008.

J&F PARTICIPAÇÕES S.A.; ZMF FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES; BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. Acordo de Acionistas. 2009.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 17 de dezembro de 2007.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 19 de setembro de 2011.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 21 de maio de 2008.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 25 de junho de 2008 - JBS continua a ser líder em exportação de carne bovina para a Rússia.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 28 de junho de 2008 - JBS confirma a abertura do mercado sul-coreano.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 29 de agosto de 2010.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 30 de agosto de 2011.

JBS S.A. Comunicado ao mercado de 4 de março de 2011.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 8 de setembro de 2010.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado de 9 de setembro de 2010 - A JBS no Mato Grosso.

JBS S.A. Comunicado ao Mercado. 2012.

JBS S.A. Demonstrações Financeiras Padronizadas 2006.

JBS S.A. Demonstrações Financeiras Padronizadas 2011.

JBS S.A. Demonstrações Financeiras Padronizadas 2012.

JBS S.A. Fato Relevante de 10 de maio de 2007.

JBS S.A. Fato Relevante de 11 de maio de 2016 - JBS S.A. anuncia intenção de realizar Reorganização Societária para fortalecer sua posição como Companhia Brasileira Líder na Indústria Global de Alimentos.

JBS S.A. Fato Relevante de 14 de dezembro de 2009.

JBS S.A. Fato Relevante de 16 de setembro de 2009 - A JBS comunica a aquisição da Pilgrim's Pride Corporation por aproximadamente US\$ 2.8 bilhões.

JBS S.A. Fato Relevante de 16 de setembro de 2009.

JBS S.A. Fato Relevante de 20 de fevereiro de 2009 - A JBS S.A. Encerrou a Aquisição da National Beef.

JBS S.A. Fato Relevante de 23 de dezembro de 2009.

JBS S.A. Fato Relevante de 23 de outubro de 2008 - A JBS S.A. completou a aquisição da "Smithfield Beef" e das operações de confinamento conhecidas como "Five Rivers".

JBS S.A. Fato Relevante de 26 de outubro de 2016.

JBS S.A. Fato Relevante de 29 de maio de 2007.

JBS S.A. Fato Relevante de 4 de março de 2008.

JBS S.A. Fato Relevante. 2013.

JBS S.A. Formulário de Referência 2010.

JBS S.A. Formulário de Referência 2010.

JBS S.A. Formulário de Referência 2011.

JBS S.A. Formulário de Referência 2012.

JBS S.A. Formulário de Referência 2013.

JBS S.A. Formulário de Referência 2020.

JBS S.A. Formulário de Referência 2020.

JBS S.A. IAN - Informações Anuais 2006.

JBS S.A. IAN - Informações Anuais 2007.

JBS S.A. IAN - Informações Anuais 2008.

Loan agreement between International Bank for Reconstruction and Development and Companhia Vale do Rio Doce. 1982. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/en/904941468228908784/pdf/Loan-2196-Brazil-Carajas-Iron-Ore-Project-Loan-Agreement.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A. Fato Relevante. 2009.

MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A. Fato Relevante. 2018.

MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A. Formulário de Referência 2010.

MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A. Formulário de Referência 2011.

MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A. Formulário de Referência 2012.

MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A. Formulário de Referência 2013.

MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A. Formulário de Referência 2014.

MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A. Formulário de Referência 2015.

MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A. Formulário de Referência 2016.

MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A. Formulário de Referência 2017.

MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A. Formulário de Referência 2018.

MAGNESITA REFRAATÁRIOS S.A. IAN - Informações Anuais 2007.

MARFRIG ALIMENTOS S.A. Comunicado ao Mercado de 16 de junho de 2010 - Aquisição da Keystone Foods em Junho de 2010.

MARFRIG ALIMENTOS S.A. Fato Relevante de 20 de julho de 2010.

MARFRIG ALIMENTOS S.A. Formulário de Referência 2010.

MARFRIG ALIMENTOS S.A. Formulário de Referência 2011.

MARFRIG ALIMENTOS S.A. Formulário de Referência 2012.

MARFRIG ALIMENTOS S.A. Formulário de Referência 2013.

MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A. Anúncio de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias. 2007.

MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A. Ata da Reunião do Conselho de Administração de 29 de junho de 2007.

MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A. Fato Relevante de 03 de novembro de 2008 - Marfrig conclui as aquisições da Moy Park na Europa e de outras companhias do Grupo OSI no Brasil,. 2008.

MARFRIG FRIGORÍFICOS E COMÉRCIO DE ALIMENTOS S.A. IAN - Informações Anuais 2007.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2014.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2015.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2016.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2017.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2018.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2019.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2020.

MARFRIG GLOBAL FOODS S.A. Formulário de Referência 2020.

METALFRIO SOLUTIONS S.A. Anúncio de Início de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias. 2007.

METALFRIO SOLUTIONS S.A. Formulário de Referência 2010. Disponível em: <[http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo\\_pt.asp?tipo=19810&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2011](http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo_pt.asp?tipo=19810&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2011)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

METALFRIO SOLUTIONS S.A. Formulário de Referência 2020. Disponível em: <[http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=19810](http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=19810)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

METALFRIO SOLUTIONS S.A. IAN - Informações Anuais 2007. Disponível em: <[http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo\\_pt.asp?tipo=19810&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2007](http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo_pt.asp?tipo=19810&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2007)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

METALFRIO SOLUTIONS S.A. IAN - Informações Anuais 2008. Disponível em: <[http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo\\_pt.asp?tipo=19810&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2009](http://ri.metalfrio.com.br/metalfrio2008/web/conteudo_pt.asp?tipo=19810&id=0&idioma=0&conta=28&submenu=0&img=0&ano=2009)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

METALÚRGICA GERDAU S.A. Formulário de Referência 2020.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO, INDÚSTRIA E COMÉRCIO EXTERIOR. Relatório Anual de Avaliação. 2005. Disponível em: <[https://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/leis-orcamentarias/ppa/2004-2007/avalia2005/vol1/voli\\_17desenindustria.pdf](https://www2.camara.leg.br/orcamento-da-uniao/leis-orcamentarias/ppa/2004-2007/avalia2005/vol1/voli_17desenindustria.pdf)>. Acesso em: 12 jan 2021.

MMS PARTICIPAÇÕES S.A.; BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. Acordo de Acionistas da Marfrig Alimentos S.A. 2010.

ODEBRECHT QUÍMICA S.A.; PETROQUÍMICA DA BAHIA S.A.; PETROS - FUNDAÇÃO PETROBRÁS DE SEGURIDADE SOCIAL; et al. Memorandum of Understanding Regarding Shareholders' Agreement. 2001.

OECD. **FDI Accounting Principles and Valuation**, 2009.

OFFICE, U. S. Government Accountability. **Administration of the Steel Trigger Price Mechanism**. [s.l.: s.n.], 1980. Disponível em: <<https://www.gao.gov/products/ID-80-15>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. Active with Brazil. 2018.

ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development. 1960.

ORGANISATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT. OECD Council Resolution on Enlargement and Enhanced Engagement. 2007. Disponível em: <<https://www.oecd.org/brazil/oecdouncilresolutiononenlargementandenhancedengagement.htm#:~:text=OECD%20Council%20Resolution%20on%20Enlargement%20and%20Enhanced%20Engagement,-Adopted%20by%20Council&text=Invites%20the%20Secretary%2DGeneral%20to%20explore%20and%20develop%20recommendations%20to,the%20OECD%2C%20id>>

entified%20by%20Council.>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Declaração sobre o Investimento Internacional e as Empresas Multinacionais. 2000. Disponível em: <<https://www.oecd.org/corporate/mne/38110590.pdf>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2014.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2015.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2016.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2017.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2018.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2019.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2020.

OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A. Prospectivo Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A. 2014.

PADTEC HOLDING S.A. Formulário de Referência 2020.

PARTIDO DOS TRABALHADORES. Plano de Governo de 2002: Um Brasil para Todos. 2002.

PARTIDO DOS TRABALHADORES. Programa de Governo 2007/2010: Lula de Novo com a Força do Povo. 2006.

PERDIGÃO S.A. IAN - Informações Anuais 2000.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRÁS; PETROBRÁS QUÍMICA S.A. - PETROQUISA. Fato Relevante - Incorporação de Ações da Petroquisa. 2006.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRÁS. Formulário de Referência 2014.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRÁS. IAN - Informações Anuais 2001.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Assembleia-Geral Extraordinária realizada em 11 de julho de 2008, às 10 horas. 2008.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Assembleia-Geral Extraordinária realizada em 8 de dezembro de 2016, às 14 horas. 2016.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Assembleia-Geral Extraordinária realizada em 8 de março de 2017, às 10 horas. 2017.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Assembleia-Geral Ordinária realizada em 15 de dezembro de 2014, às 09 horas. 2014.



PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 12 de agosto de 2015, às 10 horas. 2015.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 13 de novembro de 2008, às 10 horas. 2008.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 18 de agosto de 2011, às 10 horas. 2011.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 27 de novembro de 2013. 2013.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 30 de abril de 2009, às 10 horas. 2009.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Ata da Reunião do Conselho de Administração realizada em 9 de dezembro de 2009, às 10 horas. 2009.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Balanço Patrimonial relativo ao exercício social de 2010. 2011.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Balanço Patrimonial relativo ao exercício social de 2013. 2014.

PROCABLE ENERGIA E TELECOMUNICAÇÕES S/A. Estatuto Social. 2016.

SADIA S.A. IAN - Informações Anuais 2008.

SILVA, Luis Inácio Lula da. Carta ao Povo Brasileiro.

SILVA, Luis Inácio Lula da. Discurso do presidente Luis Inácio Lula da Silva. In: Davos: [s.n.], 2003. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=yQIrI6865IE>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

SILVA, Luiz Inácio Lula da; PÉREZ, Alan García. Comunicado Conjunto dos Presidentes da República Federativa do Brasil, Luiz Inácio Lula da Silva, e da República do Peru, Alan García Pérez. 2008.

SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A. Formulário de Referência 2020.

SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A. IAN - Informações Anuais 2007.

TELECOMUNICAÇÕES BRASILEIRAS S/A. Formulário de Referência 2020.

TEMER, Michel. Mensagem no 304. 2006. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2016/Msg/VEP-304.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2016/Msg/VEP-304.htm)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

TOTVS S.A. Formulário de Referência 2020.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. UnctadStat - Development Status Groups and Composition. 2019. Disponível em: <[https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications/DimCountries\\_DevelopmentStatus\\_Hierarch](https://unctadstat.unctad.org/EN/Classifications/DimCountries_DevelopmentStatus_Hierarch)>

y.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2021.

VALE S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2009.

VALE S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2010.

VALE S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2011.

VALE S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2012.

VALE S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2016.

VALE S.A. Form 20-F annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2018.

VALE S.A. Form 20-F, CVRD, annual report pursuant to section 13 or 15(d) of the Securities and Exchange Act of 1934 for the fiscal year ended: December 31, 2019.

VALE S.A. Formulário de Referência 2010.

VALE S.A. Formulário de Referência 2013.

VALE S.A. Formulário de Referência 2020.

VALE S.A. Vale muda seu nome legal para Vale S.A. 2009.

VALE S.A. Vale to invest US\$ 12.9 billion in 2010. 2009. Disponível em: <[http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/ReleaseDocuments/1019capexi\\_rev.pdf](http://www.vale.com/EN/investors/information-market/Press-Releases/ReleaseDocuments/1019capexi_rev.pdf)>. Acesso em: 12 jan. 2021.

VALE S.A. Vale vende 2,07% da PTI. 2009.

VALE. **Nossa História.** [s.l.]: Vale, 2012. Disponível em: <<http://www.vale.com/brasil/PT/aboutvale/book-our-history/paginas/default.aspx>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

VOTORANTIM FINANÇAS S.A. Formulário de Referência. 2010.

VOTORANTIM S.A. Relatório Anual. 2020. Disponível em: <<http://ri.votorantim.com.br/servicos-aos-investidores/perfil-da-divida/>>. Acesso em: 12 jan. 2021

WEG S.A. Formulário de Referência 2010.

WEG S.A. Formulário de Referência 2020.

**World Investment Report 1991.** Geneva: United Nations Publication, 1991. Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=622>>. Acesso em: 12 jan.

2021.

**World Investment Report 1994.** Geneva: United Nations Publication, 1994. (UNCTAD/DTCI/10). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/publicationarchive.aspx?publicationid=642>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2000.** Geneva: United Nations Publication, 2000. (UNCTAD/WIR/2000). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=654>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2001.** Geneva: United Nations Publication, 2001. (UNCTAD/WIR/2001). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=656>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2004.** Geneva: United Nations Publication, 2004. (UNCTAD/WIR/2004). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=680>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2006.** Geneva: United Nations Publication, 2006. (UNCTAD/WIR/2006). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=709>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2008.** Geneva: United Nations Publication, 2008. (UNCTAD/WIR/2008). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=732>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2010.** Geneva: United Nations Publication, 2010. (UNCTAD/WIR/2010). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationArchive.aspx?publicationid=753>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2014.** Geneva: United Nations Publication, 2014. (UNCTAD/WIR/2014). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=937>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2015.** Geneva: United Nations Publication, 2015. (UNCTAD/WIR/2015). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1245>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2018.** Geneva: United Nations Publication, 2018. (UNCTAD/WIR/2018). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2130>>. Acesso em: 12

jan. 2021.

**World Investment Report 2019.** Geneva: United Nations Publication, 2019. (UNCTAD/WIR/2019). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2460>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

**World Investment Report 2020.** Geneva: United Nations Publication, 2020. (UNCTAD/WIR/2020). Disponível em: <<https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2769>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ZEPHYR. Report on the deal No. 1601070600 - Mr. Batista may acquire a stake in CVRD.

### Fontes jornalísticas

ADACHI, Vanessa. GP quer Magnesita na liderança mundial. **Valor Econômico**, 2008. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/486259/noticia.htm?sequence=1>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Agnelli defende compra de navios no exterior e diz que ama a Vale. **O Globo**, 2011. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/agnelli-defende-compra-de-navios-no-exterior-diz-que-ama-vale-2774371>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ALENCAR, Kennedy; SALOMON, Marta. Lessa é demitido do BNDES; Mantega assume. **Folha de S. Paulo**, 2004. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1911200402.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ALENCAR, Kennedy. Lula pressiona por troca de diretores da Vale. **Folha de S. Paulo**, 2009. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0910200902.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

AZEVEDO, Reinaldo. Lula recebe o “ministeriável” Gerdau. **VEJA**, 2006. Disponível em: <<https://veja.abril.com.br/blog/reinaldo/lula-recebe-o-8220-ministeriavel-8221-gerdau/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BARROS, Guilherme. Rota de colisão: Após divergência, Palocci e Lessa se reúnem. **Folha de S. Paulo**. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2611200314.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BORGES, André. “Ele está deixando os outros trabalharem”, diz Gerdau sobre Bolsonaro. **Estadão**, 2019. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,ele-esta-deixando-os-outros-trabalharem-diz-gerdau-sobre-bolsonaro,70002975787>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Brazil takes off. **The Economist**, 2009. Disponível em:

<<https://www.economist.com/leaders/2009/11/12/brazil-takes-off>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Brazil's Eike Batista gives up on Vale bid-report. **Reuters**, 2009. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/vale-batista-idUSN1634244620091016>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BUENO, Sérgio Ruck. Fujikura substitui importações com nova fábrica no RS. **Valor Econômico**, 2013. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2013/07/18/fujikura-substitui-importacoes-com-nov-a-fabrica-no-rs.ghtml>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BUENO, Sérgio Ruck. Gerdau vê recuperação “complicada”. **Valor Econômico**, 2014. Disponível em: <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2014/12/16/gerdau-ve-recuperacao-complicada.ghtml>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CARDOSO, Artur Monte. 11. Embraer, desnacionalização e soberania nacional, 2018. Disponível em <<http://embraernossa.com.br/2018/04/03/11-embraer-desnacionalizacao-e-soberania-nacional/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

CHAIB, Julia. Bolsonaro veta CPMF e governo quer que Guedes deixe Congresso com ônus de buscar reforma tributária. **Folha de S.Paulo**, 2020. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/12/bolsonaro-veta-cpmf-e-governo-quer-que-guedes-deixe-congresso-com-onus-de-buscar-reforma-tributaria.shtml>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Close family to sell majority of Springs holdings. **Charlotte Business Journal**, 2007. Disponível em: <<https://www.bizjournals.com/charlotte/stories/2007/07/23/daily32.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

COUTINHO, Luciano. BNDES decide abandonar a política de criação de “campeãs nacionais”. **O Estado de São Paulo**, 2013.

DIEGUEZ, Consuelo. O desenvolvimentista. **revista piauí**, 49. ed. 2010. Disponível em: <<https://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-desenvolvimentista/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

DONE, Kevin. EADS sells its Embraer stake. **Financial Times**, 2007.

DURÃO, Vera Saavedra. BNDES quer financiar direto no exterior, 8 jan. 2010. **Valor Econômico**, 2010.

Eike Batista negocia fatia da Vale e critica Agnelli - Economia. **Estadão**, 2009. Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,eike-batista-negocia-fatia-da-vale-e-critica-ag-nelli,449208>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Empresário Jorge Gerdau pode ser ministro. Disponível em: <<https://congressoemfoco.uol.com.br/especial/noticias/empresario-jorge-gerdau-pode-ser-mini-stro/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

FELÍCIO, César; AGOSTINE, Cristiane. Distanciamento é justificado pela política monetária. **Valor Econômico**, Especial. p. A10, 2006.

Has Brazil blown it? **The Economist**, 2013. Disponível em: <<https://www.economist.com/news/leaders/21586833-stagnant-economy-bloated-state-and-mass-protests-mean-dilma-rousseff-must-change-course-has>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

JOHNSTON, Eric; NEWSWIRES, Dow Jones. Foreign Holders Exit CVRD, Selling Stake for \$516 Million. **Wall Street Journal**, 2002. Disponível em: <<https://www.wsj.com/articles/SB1041256194552566753>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Jorge Gerdau deixa presidência do grupo cotado para cargo de superministro. **Gazeta do Povo**, 2006. Disponível em: <<https://www.gazetadopovo.com.br/economia/jorge-gerdau-deixa-presidencia-do-grupo-cotado-para-cargo-de-superministro-a9waho2t0v2y1cdq7rkzjnadq/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

LAGE, Janaina. Governo sinaliza apoio aos planos da Vale para a compra da Xstrata. **Folha de S.Paulo**, 08/02/2008. ed. 2008. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0802200807.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

LEWIS, James R. Hagerty and Jeffrey T. Roger Agnelli Transformed Vale Into One of the World's Biggest Miners: 1959-2016. **Wall Street Journal**, 2016. Disponível em: <<https://www.wsj.com/articles/roger-agnelli-transformed-vale-into-one-of-the-worlds-biggest-miners-1959-2016-1458952652>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

LIMA, Samantha; SCIARRETTA, Toni. Bradesco recusa a proposta de Eike Batista pela Vale. **Folha de S.Paulo**, 2009. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1109200927.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Lula diz que investimentos anunciados deixam País bem na fita. **Terra**, 2009. Disponível em: <<https://www.terra.com.br/economia/lula-diz-que-investimentos-anunciados-deixam-pais-bem-na-fita,c2cd1bd5f405b310VgnCLD200000bbccbe0aRCRD.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Lula fala com Agnelli, presidente da Vale, sobre investimentos. **O Globo**, 2009. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/lula-fala-com-agnelli-presidente-da-vale-sobre-investimentos-3154286>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Lula volta a cobrar Vale e pede diversificação de exportações. **Folha de S. Paulo**, 2009. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi1709200908.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MARTINS, Rafael Moro; DEMORI, Leandro; GREENWALD, Glenn. As mensagens secretas da Lava Jato — uma série investigativa do **The Intercept Brasil**. *The Intercept Brasil*, Parte 3. 2019. Disponível em: <<https://theintercept.com/2019/06/09/dallagnol-duvidas-triplex-lula-telegram-petrobras/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MAZZINI, Fernanda. Empresa de Cornélio tem BNDES como sócio. **Folha de Londrina**, 2008. Disponível em:

<<https://www.folhadelondrina.com.br/economia/empresa-de-cornelio-tem-bndes-como-socio-654594.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MELLO, Tatiana Farah de. Caso Bancoop: triplex do casal Lula está atrasado. **O Globo**, 2010. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/politica/caso-bancoop-triplex-do-casal-lula-esta-atrasado-3041591>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

MENDES, Luiz Henrique; NAVARRO, Kauanna. BNDES impede a reorganização da JBS. **Valor Econômico**, 2016-10-27. ed. 2016. Disponível em: <<https://valor.globo.com/agronegocios/noticia/2016/10/27/bndes-impede-a-reorganizacao-da-jbs.ghtml>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Morre o economista Carlos Lessa, ex-reitor da UFRJ e ex-presidente do BNDES. **G1 Rio**, 2020. Disponível em: <<https://g1.globo.com/rj/rio-de-janeiro/noticia/2020/06/05/morre-o-economista-carlos-lessa.ghtml>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

NAIDITCH, Suzana. Jorge Gerdau garante que não será ministro de Lula. **Exame**, 2010. Disponível em: <<https://exame.com/negocios/jorge-gerdau-garante-que-nao-sera-ministro-de-lula-m0116970/>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

OLIVEIRA, Eliane; MELO, Liana. Um desenvolvimentista no BNDES. **O Globo**, 2007. Disponível em: <<https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/406105/noticia.htm?sequence=1>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Palocci pede afastamento da Fazenda após quebra do sigilo de caseiro. **Folha de S. Paulo**, 2006. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/folha/brasil/ult96u76994.shtml>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

PASSARINHO, Nathalia. Jorge Gerdau se reúne com Dilma e diz que não assume ministério. **G1 - Política**, 2010. Disponível em: <<http://g1.globo.com/politica/noticia/2010/12/jorge-gerdau-se-reune-com-dilma-e-diz-que-nao-assume-ministerio.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

Pres. Lula says Vale should buy Brazilian ships. **Reuters**, 2009. Disponível em: <<https://www.reuters.com/article/vale-lula-ships-idUKN1145976620090911>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

PUPO, Fábio; JUBÉ, Andrea. Temer e Gerdau articulam volta do ‘Conselhão’. **Valor Econômico**, 2016. Disponível em: <<https://valor.globo.com/politica/noticia/2016/07/22/temer-e-gerdau-articulam-volta-do-conselhao.ghtml>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

REGALADO, Antonio. Vale Seeks to Expand Name Recognition. **Wall Street Journal**, 2007. Disponível em: <<https://www.wsj.com/articles/SB119863299004950079>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

ROSA, Vera. Gerdau elogia faxina: Dilma está no caminho certo. **O Estado de São Paulo**, Nacional. p. A4, 2011.

ROSAS, Rafael. Entrada do BNDESPar no capital da Magnesita foi “normal”, diz Coutinho. **Valor Econômico**, 2009. Disponível em: <<https://extra.globo.com/economia/entrada-do-bndespar-no-capital-da-magnesita-foi-normal-diz-coutinho-321345.html>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

SCARAMUZZO, Mônica. Gerdau fica de fora da cena política em 2018. **Uol**, 2018. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2018/10/26/gerdau-fica-de-fora-da-cena-politica-em-2018.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.

SOARES, Pedro. Polêmica: Lessa critica AmBev e ex - dirigentes do BNDES. **Folha de S. Paulo**, 2004. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi2710200410.htm>>. Acesso em: 12 jan. 2021.



Anexo I

Operações de financiamento do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas

Empresa	Operação	País de destino	Produto	Origem do recurso	Área operacional	Sector CNAE	Ano	Valor contratado (R\$)	Valor desembolsado (R\$)
JBS	1) Aquisição de 75% da participação acionária da Swift Armour Sociedad Anónima Argentina, com aporte de capital de giro, visando fortalecer o processo de internacionalização da empresa brasileira	Argentina	BNDES FINEM	Recursos livres - Próprios	Área de Indústria e Serviços	Alimentos/Bebidas	2005	187.464.000	192.229.087
	2) Subscrição e integralização de ações ordinárias de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar a aquisição da Swift & Co., empresa de proteína bovina, com unidades nos Estados Unidos e na Austrália	Estados Unidos/ Austrália	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2007	113.700.625,4	113.700.625,4
	3) Subscrição e integralização de ações ordinárias de emissão da companhia, com o objetivo de apoiar seu processo de internacionalização, por meio da aquisição da National Beef Packing Company LLC e da Smithfield Beef Group Inc., empresas de proteína animal sediadas nos Estados Unidos. Esta operação é parte do apoio total de R\$ 996 milhões, que envolveu também o apoio indireto por meio da aquisição de cotas de emissão do FIP PROT	Estados Unidos	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2008	335.267.813	335.267.813
	4) Apoio indireto à JBS S.A. para seu processo de internacionalização, por meio da aquisição da National Beef Packing Company LLC e da Smithfield Beef Group Inc., empresas de proteína animal sediadas nos Estados Unidos. Esta subscrição de cotas é parte do apoio total de R\$ 996 milhões, que envolveu também o apoio direto por meio da subscrição e integralização de ações de emissão da companhia pelo Sistema BNDES	Estados Unidos	Cotas de fundo de investimento - PROT Fundo de Investimento em Participações	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2008	660.600.000	660.600.000
	5) Subscrição e integralização de debêntures mandatoriamente permutáveis em certificados de recibos de ações - BDRS - da controlada JBS ou mandatoriamente convertíveis em ações ordinárias da JBS S.A., no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar: a) a aquisição da Pilgrim's Pride, empresa do setor de proteína de frangos, com sede nos Estados Unidos; b) reforço da estrutura de capital consolidada da JBS, após a aquisição da Pilgrim's e a associação com a Bertin S/A, empresa de proteína bovina e de processamento de carnes. Esta operação é parte do apoio total via debêntures de 2 bilhões de Dólares	Estados Unidos	Debêntures	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2009	226.5280.493	226.5280.493
	6) Subscrição e integralização de debêntures mandatoriamente permutáveis em certificados de recibos de ações - BDRS - da controlada JBS USA ou mandatoriamente convertíveis em ações ordinárias da JBS S.A., no âmbito de oferta privada, com os objetivos de apoiar: a) a aquisição da Pilgrim's Pride, empresa do setor de proteína de frangos, com sede nos Estados Unidos; b) o reforço da estrutura de capital consolidada da JBS, após a aquisição da Pilgrim's e a associação com a Bertin S/A, empresa de proteína bovina e de processamento de carnes. Esta operação é parte do apoio total via debêntures de 2 bilhões de Dólares	Estados Unidos	Debêntures	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2010	121.2287.421	121.2287.421
1) Modernização de instalações, capacitação de pessoal, pesquisa e desenvolvimento de produtos, componentes, e software, e aquisição de tecnologia no setor de automação comercial, objetivando fortalecer o posicionamento competitivo no mercado interno e viabilizar o processo de internacionalização da empresa	Não informado	BNDES FINEM	Recursos livres - FND	Área de Indústria e Serviços	Indústria de transformação - Equipamentos de informática, Eletrônicos e Ópticos	2005	1681.2829	171.856.41	

Anexo I

Operações de financiamento do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas

Empresa	Operação	País de destino	Produto	Origem do recurso	Área operacional	Sector CNAE	Ano	Valor contratado (R\$)	Valor desembolsado (R\$)
<b>Tovys Large Enterprise Tecnologi S.A.</b>	2) Investimento em pesquisa e desenvolvimento, modernização de infra-estrutura e sistemas de gestão empresarial, capacitação de recursos humanos e aquisição da empresa americana Logie Controls, no âmbito do Prosoft-empresa, da linha de inovação-capital inovador e da linha de internacionalização de empresas	Estados Unidos	BNDES FINEM - BNDES PROSOFT - PSI capital inovador	Recursos livres - FAT, Próprios e do Tesouro Nacional	Área de Indústria e Serviços	Indústria de transformação - Equipamentos de informática, Eletrônicos e Óticos	2010	30287800	28128251
<b>BRQ Soluções em Informática S.A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações preferenciais de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui investimentos para o crescimento orgânico, aquisições e internacionalização	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	TI - Tecnologia da informação	2007	50181768	50181768
<b>Metalfrio Solutions S.A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações ordinárias de emissão da companhia, no âmbito de oferta pública, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui a expansão orgânica e aquisições no Brasil e no exterior	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Bens de consumo	2007	58900000	58900000
<b>Springs Global Participações S. A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações ordinárias de emissão da companhia, no âmbito de oferta pública, com os objetivos de melhorar sua estrutura de capital e de apoiar seu plano de negócios, que inclui a aquisição de empresas do setor na Europa e a expansão de capacidade nas plataformas de produção na Ásia	Vários	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Bens de consumo	2007	70300000	70300000
<b>Hautec S.A. - Grupo Hautec</b>	1) Pesquisa, desenvolvimento e inovação em produtos e processos, realocação com aumento de capacidade produtiva e expansão da atividade internacional através de aquisição de empresa distribuidora de produtos de informática nos Estados Unidos e capitalização de subsidiárias no exterior	Estados Unidos	BNDES FINEM	Recursos livres - FAT, FND e Próprios	Área de Indústria e Serviços	Indústria de transformação - Equipamentos de informática, Eletrônicos e Óticos	2007	36646000	34567728
<b>Ouro Fino Participações e Empreendimentos S.A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações preferenciais de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui a implementação de unidades industriais para a produção de agroquímicos, internacionalização, bem como melhoria da estrutura de capital da companhia 2) Subscrição e integralização de ações preferenciais de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui a implementação de unidades industriais para a produção de terapêuticos hormonais e biológicos; implantação de fábrica de agroquímicos; internacionalização; bem como melhoria da estrutura de capital da companhia	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Agronegócio	2007	83790060	83790060
<b>Independência Participações S. A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações preferenciais de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui a aquisição de empresas; internacionalização de suas operações; modernização das instalações; ampliação de capacidade; implantação de novas unidades industriais; bem como melhorar a estrutura de capital da empresa	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2008	250000006	250000006
	1) Integralização parcial de ações preferenciais de emissão da companhia subscritas em 2008 (no montante total de 19 milhões), no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui investimentos em desenvolvimento tecnológico, internacionalização e expansão da capacidade de prestação de serviços	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Energia	2008	13200002	13200002

Anexo I

Operações de financiamento do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas

Empresa	Operação	País de destino	Produto	Origem do recurso	Área operacional	Sector CNAE	Ano	Valor contratado (R\$)	Valor desembolsado (R\$)
<b>Preable Energia e Telecomunicações S.A.</b>	2) Integralização parcial de ações preferenciais de emissão da companhia subscritas em 2008 (no montante total de 19 milhões), no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui investimentos em desenvolvimento tecnológico, internacionalização e expansão da capacidade de prestação de serviços	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Energia	2008	7079993	7079993
<b>Bertin S/A</b>	1) Subscrição e integralização de ações ordinárias de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com os objetivos de apoiar o seu plano de negócios, que inclui a expansão e a internacionalização de sua operações; e de melhorar a estrutura de capital da empresa	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2008	2499929732	2499929732
<b>Contrato Indústria de Transformadores Elétricos S.A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações preferenciais de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui expansão de capacidade produtiva e a pesquisa e desenvolvimento de novos produtos no Brasil e no exterior	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	TI - Tecnologia da Informação	2008	20024064	20024064
<b>Marrig Global Foods S.A.</b>	2) Subscrição e integralização de debêntures mandatoriamente conversíveis e ações ordinárias de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar a aquisição da Keystone Foods, sediada nos Estados Unidos, com operações na América do Norte e na Ásia e fornecedora de alimentos processados de origem animal para as principais redes globais de restaurantes; e b) melhorar a estrutura de capital da empresa	Vários	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2008	715654569	715654569
<b>Magnesta Refratarios S.A.</b>	1) Subscrição e integralização de debêntures mandatoriamente conversíveis e ações ordinárias de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com o objetivo de melhorar sua estrutura de capital, dar continuidade ao seu plano de negócios, que inclui seu processo de internacionalização	Estados Unidos	Debêntures	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Alimentos/Bebidas	2010	2528860025	2528860025
<b>Andrade Gutierrez Engenharia S/A</b>	1) Financiamento a investimentos para internacionalização do grupo empresarial Andrade Gutierrez na implementação de planta de dessalinização de água - Projeto Bayovar	Peru	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	Siderurgia/Metalurgia	2009	65463466	65463466
<b>Weg Equipamentos Elétricos S/A</b>	1) Implantação de uma fábrica de motores elétricos na cidade Dehosur, estado de Tamil, na Índia	Índia	BNDES FINEM	Recursos livres - Próprios e do Tesouro Nacional	Área de Indústria e Serviços	Indústria de transformação - Máquinas e Aparelhos elétricos	2010	30572238	30572238
<b>Eurófarma Laboratórios S. A.</b>	1) Aquisição do laboratório argentino "Quesada Farmacéutica", localizado em Buenos Aires, e capital de giro necessário à execução do projeto	Argentina	BNDES FINEM	Recursos livres - Próprios	Área de Gestão Pública e Socioambiental	Indústria de transformação - Farmacológico, Farmacêutico	2010	14070000,01	12398758,37
<b>Cipher S.A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações preferenciais de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com o objetivo de apoiar seu plano de negócios que inclui a expansão orgânica de serviços de segurança da informação, internacionalização e desenvolvimentos de novos produtos e soluções	Não informado	BNDES PROSOFT - Participação acionária	Recursos livres - Próprios, Recursos vinculados - FAT, Depósitos especiais	BNDESPAR	TI - Tecnologia da informação	2010	10000237	10000237

Anexo I

Operações de financiamento do Sistema BNDES para a internacionalização de empresas

Empresa	Operação	País de destino	Produto	Origem do recurso	Área operacional	Sector CNAE	Ano	Valor contratado (R\$)	Valor desembolsado (R\$)
<b>Braskem Idesa S.A.P.I.</b>	1) Implantação de um pólo petroquímico na cidade de Nanchital de Lazaro Cadenas del Rio, no estado de Veracruz no México, com três plantas produtoras de polietileno, com capacidade para um milhão de toneladas anuais integradas a uma planta produtora de etileno - base etano	México	BNDES FINEM	Recursos livres - próprios	Área de Indústria e Serviços	Indústria da transformação - Química	2012	1117687025	1231540292
<b>Padtec S.A.</b>	1) Subscrição e integralização de ações ordinárias de emissão da companhia, no âmbito de oferta privada, com objetivo de apoiar seu plano de negócios, que inclui desenvolvimento de novas linhas de produtos para expansão no segmento de comunicações ópticas, internacionalização e aquisição de empresas	Não informado	Participação acionária	Recursos livres - Próprios	BNDESPAR	TI - Tecnologia da informação	2013	1099999999	1099999999
<b>Fitesa S.A.</b>	1) Aquisição realizada pelo grupo Evora, das participações societárias detidas pelo grupo Fibervob nas sociedades sediadas no Brasil, na Inglaterra, nos Estados Unidos, na Holanda, na Itália, na Alemanha e na Suécia, detentoras, direta ou indiretamente, de unidades de produção de não-tecidos e polipropileno	Vários	BNDES FINEM	Recursos livres - próprios	Área de Indústria e Serviços	Indústria da transformação - Têxtil	2014	246000000	290374510
<b>Total</b>								13864362099	14021373907

Elaborado pela autora.  
Fonte: BNDES.

## Anexo II

### Operações de internacionalização financiadas pelo BNDES submetidas a aprovação antitruste

Empresa compradora	Empresa vendedora	País de destino	Ano	Operação submetida ao CADE?	Avaliação do CADE	Operação apreciada por outras autoridades antitruste?	Avaliação de outras autoridades antitruste
JBS	Swift Armour Sociedad Anónima Argentina	Argentina	2005	Não	Não houve	Não	Não houve
JBS	Swift & Co.	Estados Unidos/ Austrália	2007	Não	Não houve	Sim	Sem contestações
JBS	National Beef Packing Company	Estados Unidos	2008	Não	Não houve	Sim	Operação foi objeto de disputa judicial pelo DOJ Antitruste, nos Estados Unidos, o que levou à desistência da JBS
JBS	LLC Smithfield Beef Group Inc.	Estados Unidos	2008	Não	Não houve	Sim	Sem contestações
JBS/Bertin	Pilgrim's Pride	Estados Unidos	2009	Não	Não houve	Sim	Sem contestações
Totvs	Logic Controls	Estados Unidos	2010	Não	Não houve	Não	Não houve
Itautec	Tallard	Estados Unidos	2006	Não	Não houve	Não	Não houve
Marfrig	Grupos OSI e Moy Park	Vários	2008	Sim	Aprovado sem restrições	Sim	Sem contestações pela autoridade da União Europeia
Marfrig	Keystone Foods	Estados Unidos	2010	Não	Não houve	Sim	Sem contestações pelas autoridades dos Estados Unidos e da União Europeia
Magnesita	Rearden EINS (Grupo LBW)	Vários países	2008	Sim	Aprovado sem restrições	Sim	Sem contestações pela autoridade da Alemanha e dos Estados Unidos
Eurofarma	Quesada Farmacêutica	Argentina	2010	Não	Não houve	Não	Não houve
Braskem Idesa	Joint venture com Idesa para exploração do Projeto Etileno XXI	México	2014	Não	Não houve	Não	Não houve
Fitesa	Joint venture com Fiberweb	Vários	2009	Sim	Aprovado sem restrições	Sim	Sem contestações pela autoridade do México

## Anexo II

### Operações de internacionalização financiadas pelo BNDES submetidas a aprovação antitruste

<b>Empresa compradora</b>	<b>Empresa vendedora</b>	<b>País de destino</b>	<b>Ano</b>	<b>Operação submetida ao CADE?</b>	<b>Avaliação do CADE</b>	<b>Operação apreciada por outras autoridades antitruste?</b>	<b>Avaliação de outras autoridades antitruste</b>
Fitesa	Aquisição das participações da Fiberweb em joint venture	Vários	2011	Sim	Aprovado sem restrições	Não	Não houve

Elaborado pela autora.  
Fonte: CADE.

### Anexo III

#### Aquisições internacionais realizadas por empresas brasileiras com valor superior a 100 milhões de Dólares americanos entre 2004 e 2009

Empresa adquirente	Empresa adquirida	País receptor	Valor (US\$ milhões)	Sector	Ano
Ambev	Interbrew	Bélgica	4.500	Bebidas	2004
Camargo Corrêa	Loma Negra	Argentina	1.025	Infraestrutura	2005
Vale	Inco Ltda.	Canadá	16.727	Mineração	2006
Vale	Canico Resource Corporation	Canadá	678	Mineração	2006
Banco Itaú	BankBoston Chile	Chile e Uruguai	650	Financeiro	2006
Interbrew	Quilmes Industrial	Argentina	1.250	Bebidas	2006
Gerdau	Chaparral Steel	Estados Unidos	3.974	Siderurgia	2007
Gerdau	Quanex Corp	Estados Unidos	1.458	Siderurgia	2007
JBS	Swift	Estados Unidos	1.400	Carnes	2007
GP Investimentos E&P	Negocios de Perforacion y E&P	Argentina	1.000	Terciario	2007
Vale	AMCI	Austrália	786	Mineração	2007
Votorantim	Acerias Paz del Rio	Colômbia	494	Siderurgia	2007
JBS	Inalca – Cremonini	Itália	329	Carnes	2007
Gerdau	Grupo Industrial Feld	México	259	Siderurgia	2007
Marfrig	Quickfood	Argentina	141	Carnes	2007
Petrobras	El Tordillo y La Tapera – Noble Energy	Argentina	118	Petróleo e gás	2007
Marfrig	Brasilo, Penasul, Agrofrango, Moy Park e outras	Brasil, Irlanda e Reino Unido	680	Carnes	2008
Gerdau	Gerdau Maesteel	Estados Unidos	1.458	Siderurgia	2008
Votorantim	US Zinc – TPG	Estados Unidos	295	Siderurgia	2008
Gerdau	Aceros Corsa	México	101	Siderurgia	2008
Magnesita Refratários	LWB Refractories	Alemanha	952	Siderurgia	2008

JBS	Smithfield Beef	Estados Unidos	565	Carnes	2008
Gerdau	Sidenor	Espanha	287	Siderurgia	2008
JBS	Tasman	Austrália	148	Carnes	2008
Votorantim	Minera Atacocha	Peru	145	Mineração	2008
Vale	Rio Tinto – ativos de Potasa	Argentina	850	Mineração	2009
Petrobras	Eso – Chile	Chile	400	Petróleo e gás	2009
Vale	Cementos Argos	Colômbia	373	Mineração	2009
Vale	Mina de Carbon El Hatillo	Colômbia	305	Mineração	2009
Votorantim	Cementos Avellaneda	Argentina	202	Mineração	2009
Bradesco	Banco Espírito Santo	Portugal	132	Financeiro	2009

Elaborado pela autora.

Fonte: HIRATUKA; SARTI, Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente, 2011.



Anexo IV

Trajatória de investimentos da Vale no Brasil (2003-2012)

Ativo	Setor	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	País
Capim Branco I and II	Energia	Mar-2013	112	Não	Brasil
EBM	Minério de ferro	Jun-2012	437	Não	Brasil
Vale Fertilizantes	Fertilizantes	Dez-2011	1.141	Não	Brasil
Terminal Ultrafertil - TUF	Logística	Jun-2011	95	Não	Brasil
NESA	Energia	Abr-2011	1.200	Não	Brasil
Biopalma	Energia	Fev-2011	174	Não	Brasil
FNS	Logística	Dez-2010	893	Não	Brasil
Vale Fertilizantes	Fertilizantes	Dez-2010	1.029	Não	Brasil
Fosfertil	Fertilizantes	Jan-2010	4.700	Não	Brasil
TK CSA	Siderurgia	Set-2009	1.417	Não	Brasil
Corumbá	Minério de ferro	Set-2009	750	Não	Brasil
Apolo	Minério de ferro	Mai-2008	128	Não	Brasil
EBM / MBR	Minério de ferro	Mai-2007	231	Não	Brasil
Ferro Gusa Carajás	Ferro gusa	Mar-2007	20	Não	Brasil
Valesul	Alumínio	Jul-2006	28	Não	Brasil
Rio Verde	Minério de ferro	Jan-2006	47	Não	Brasil
Ceará Steel	Siderurgia	Nov-2005	25	Não	Brasil
Estrela de Apolo	Minério de ferro e bauxita	Mar-2005	9,3	Não	Brasil
CSA	Siderurgia	Dez-2004	200	Não	Brasil
Pitinga	Bauxita	Nov-2004	20	Não	Brasil
Caemi	Minério de ferro	Set-2003	426,4	Não	Brasil
DCNDB	Navios	Mai-2003	Não informado	Não	Brasil
FCA	Rodovias	Abri-2003	67	Não	Brasil
Ferro Gusa	Siderurgia	Abri-2003	70	Não	Brasil
CST	Siderurgia	Abri-2003	60	Não	Brasil
MVC	Bauxita	Jul-2002	2	Não	Brasil

## Anexo IV

### Trajatória de investimentos da Vale no Brasil (2003-2012)

Ativo	Setor	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	Pais
Estreito	Energia	Jul-2002	Não informado	Não	Brasil
Alumorte	Alumínio	Jul-2002	42	Não	Brasil
Salobo	Cobre	Mai-2002	51	Não	Brasil
São Luis	Pelotas	Mar-2002	188	Não	Brasil

Elaborado pela autora.  
Fonte: VALE S.A., Formulário 20-F, vários anos.

Anexo V

Trajatória de desinvestimentos da Vale no Brasil (2003-2012)

Ativo	Setor	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	Pais
Vale Fertilizantes	Fertilizantes	1/2018	1.150	Não	Brasil
Salobo – Goldstream	Cobre	8/2016	823	Não	Brasil
Belo Monte	Energia	4/2015	97	Não	Brasil
Salobo - Goldstream	Cobre	3/2015	900	Não	Brasil
Fosbrasil	Fertilizantes	12/2014	46	Não	Brasil
Vale Florestar	Papel e celulose	6/2014	90	Não	Brasil
Log-in Logística	Logística	12/2013	94	Não	Brasil
Power Generation Assets	Energia	12/2013	88	Não	Brasil
Restructure	Energia	12/2013	851	Não	Brasil
VLI	Logística	12/2013	52	Não	Brasil
Fosbrasil	Fertilizantes	12/2013	8	Não	Brasil
Oil and gas concessions	Energia	11/2013	1.811	Não	Brasil
Norsk Hydro	Alumínio	9/2013	1.206	Não	Brasil
VLI	Logística	12/2012	40	Não	Brasil
Oil and gas concessions	Energia	12/2012	234	Não	Brasil
Araucária	Fertilizantes	5/2012	30	Não	Brasil
CADAM	Caulim	2/2011	503	Não	Brasil
Alunorte, Albras, CAP e Paragominas	Alumínio	1/2010	74	Não	Brasil
PPSA	Caulim	1/2010	31	Não	Brasil
Valesul	Alumínio	7/2009	43	Não	Brasil
Florest Assets	Papel e celulose	4/2009	595	Não	Brasil
Usiminas	Siderurgia	6/2007	204	Não	Brasil
Log-In Logística	Logística	5/2007	728	Não	Brasil
Usiminas	Siderurgia	11/2006	176	Não	Brasil
Usiminas	Siderurgia	10/2006	67	Não	Brasil

**Anexo V**

**Trajectoria de desinvestimentos da Vale no Brasil (2003-2012)**

<b>Ativo</b>	<b>Setor</b>	<b>Data</b>	<b>Valor (US\$ milhões)</b>	<b>Internacional?</b>	<b>Pais</b>
Foz do Chapecó	Energia	2/2006	10	Não	Brasil
NES	Liga de ferro	2/2006	14	Não	Brasil
PPSA	Caulim	10/2004	117,8	Não	Brasil
CST	Siderurgia	6/2004	580	Não	Brasil
Fosfóritil	Fertilizantes	10/2003	84	Não	Brasil
Segetiba Tecon / CFN	Transporte	9/2003	7.4	Não	Brasil
Fazenda Brasileiro	Ouro	6/2003	21	Não	Brasil
Docenave Ships	Navios	6/2003	36	Não	Brasil
São Mateus	Papel e celulose	9/2002	49	Não	Brasil
Florestas Rio Doce	Papel e celulose	5/2002	59	Não	Brasil

Elaborado pela autora.  
Fonte: VALE S.A., Formulário 20-F, vários anos.

## Anexo VI

### Trajectoria de investimentos da Vale no exterior (2003-2012)

Ativo	Sector	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	País/região
Belvedere	Carvão	2/2013	156	Sim	Austrália
Carborough Downs	Carvão	2/2012	69	Sim	Austrália
SDCN	Logística	9/2010	21	Sim	Mocambique e Malauí
Konkola North	Cobre	8/2010	400	Sim	Zâmbia
Belvedere	Carvão	6/2010	92	Sim	Austrália
Simandou	Minério de ferro	5/2010	500	Sim	Guínea
Teal	Cobre	3/2009	65	Sim	África Central
Rio Colorado / Regina	Potássio	1/2009	857	Sim	Argentina e Canadá
Argos	Carvão	12/2008	306	Sim	Colômbia
VLOC	Navios	8/2008	1.600	Sim	China
Belvedere	Carvão	7/2007	45	Sim	Austrália
AMCI HA	Carvão	4/2007	656	Sim	Austrália
Inco	Níquel	11/2006	18.931	Sim	Canadá
Zhuhai YPM (ZYPM)	Pelotas	9/2006	4	Sim	China
Caemi	Minério de ferro e caulim	5/2006	2.552	Sim	Vários
Canico	Níquel	12/2005	800	Sim	Canadá
Belvedere	Carvão	7/2005	2.5	Sim	Austrália
Shandong Yankuang International Coking Company Limited.	Coca e metanol	12/2004	27	Sim	China
Moatize	Carvão	11/2004	122,8	Sim	Mocambique e Malauí
Moatize	Carvão	6/2003	1	Sim	Mocambique e Malauí

## Anexo VI

### Trajectoria de investimentos da Vale no exterior (2003-2012)

Ativo	Sector	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	País/região
Rio Doce Manganese Norway	Liga de ferro	2/2003	18	Sim	Noruega
Antofagasta	Cobre	7/2002	1	Sim	Peru
Nucor	Siderurgia	4/2002	0	Sim	Vários
Comexport	Navios	2/2002	Não informado	Sim	Polónia

Elaborado pela autora.  
Fonte: VALE S.A., Formulário 20-F, vários anos.

**Anexo VII**

**Trajatória de desinvestimentos da Vale no exterior (2003-2012)**

<b>Ativo</b>	<b>Setor</b>	<b>Data</b>	<b>Valor (US\$ milhões)</b>	<b>Internacional?</b>	<b>País/região</b>
2 VLOCs	Logística	12/2017	178	Sim	Ásia
2 VLOCs	Logística	8/2017	178	Sim	Ásia
Coal equity - Mitsui	Carvão	3/2017	733	Sim	Moçambique
Capsize vessels	Logística	12/2016	140	Sim	Ásia
3 VLOCs	Logística	6/2016	269	Sim	Ásia
4 VLOCs	Logística	7/2015	448	Sim	China
4 VLOCs	Logística	5/2015	445	Sim	China
Tres Valles	Cobre	12/2013	25	Sim	Chile
Salobo and Sudbury	Ouro	2/2013	1.9	Sim	Canadá e Brasil
Manganese Ferroalloys Europe	Magarês	10/2012	160	Sim	França e Noruega
Oman (30%)	Pelotas	10/2012	71	Sim	Oman
10 Ships large ore carriers	Logística	10/2012	600	Sim	Ásia
Thermal coal assets in Colombia	Carvão	5/2012	407	Sim	Colômbia
Oman's minority holding	Pelotas	1/2010	125	Sim	Oman
Bayovar's minority holdings	Fertilizantes	7/2010	660	Sim	Peru
Inco Advanced Tech. Mat.	Níquel	12/2009	6	Sim	China
Jinco	Níquel	12/2009	7	Sim	China
INMETCO	Níquel	12/2009	34	Sim	Estados Unidos
PTI	Níquel	8/2009	88	Sim	Indonésia
Jubilee	Níquel	9/2008	130	Sim	Austrália
Lion Ore	Níquel	7/2007	105	Sim	Canadá
RDM	Magarês	6/2007	23	Sim	Brasil e França
Siderar	Siderurgia	12/2006	108	Sim	Argentina
GIIC	Pelotas	5/2006	418	Sim	Bahrain
Quebec Cartier Mining Co.	Pelotas	7/2005	126	Sim	Canadá

## Anexo VII

### Trajatória de desinvestimentos da Vale no exterior (2003-2012)

Ativo	Setor	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	País/região
Rio Doce Pasha	Logística	8/2001	10	Sim	Estados Unidos

Elaborado pela autora.  
Fonte: VALE S.A., Formulário 20-F, vários anos.



Anexo VIII

Trajectoria de investimentos da Gerdau no Brasil e no exterior (2002-2013)

Ativo	Sector	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	País/região
Açominas	Aço	2/2002	393,7	Não	Brasil
Republic Technologies International LLC	Aço	6/2002	7	Sim	Estados Unidos
Armacero Ltda.	Aço	6/2002	2,4	Sim	Chile
Dona Francisca Energética S.A.	Energia	6/2002	5,13	Não	Brasil
Margusa - Maranhão Gusa S.A.	Ferro-gusa	12/2003	18	Não	Brasil
Direitos minerários do grupo Votorantim em Minas Gerais	Ferro-gusa	12/2003	30	Não	Brasil
Potter Form & Tie Co.	Aço	2/2004	11,1	Sim	Estados Unidos
3 unidades de processamento e 4 usinas	Aço	11/2004	317,8	Sim	Estados Unidos
Gate City Steel, Inc. e RJ Rebar, Inc.	Aço	12/2004	16,4	Sim	Estados Unidos
Diaco S.A. e Siderúrgica del Pacífico S.A. - Sidelpa	Aço	12/2004	68,5	Sim	Colômbia
Gerdau Aços Finos Piratini	Aço	12/2004	43	Não	Brasil
Sipar Aceros S.A.	Aço	9/2005	40,5	Sim	Argentina
Diaco S.A.	Aço	9/2005	10,6	Sim	Colômbia
Corporación Sidenor, S.A.	Aço	1/2006	240	Sim	Espanha
Fargo Iron and Metal Company	Aço	2/2006	5,5	Sim	Estados Unidos
Callaway Building Products	Aço	3/2006	2,2	Sim	Estados Unidos
Sheffield Steel Corporation	Aço	6/2006	187	Sim	Estados Unidos
Pacific Coast Steel e Bay Area Reinforcing	Aço	11/2006	104	Sim	Estados Unidos
GSB Acero, S.A.	Aço	12/2006	157	Sim	Espanha
Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A - Siderperú	Aço	6/2006	203,1	Sim	Espanha
Quanex Corporation	Aço	11/2007	1.673	Sim	Estados Unidos
Enco Materials, Inc.	Aço	10/2007	46	Sim	Estados Unidos

Anexo VIII

Trajectoria de investimentos da Gerdau no Brasil e no exterior (2002-2013)

Ativo	Sector	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	País/região
Chaparral Steel Company	Aço	9/2007	4.200	Sim	Estados Unidos
Re-Bars, Inc.	Aço	9/2007	2,9	Sim	Estados Unidos
D&R Steel, LLC	Aço	8/2007	4,9	Sim	Estados Unidos
Multisteel Business Holdings Corp.	Aço	7/2007	72	Sim	Estados Unidos
Valley Placers, Inc.	Aço	6/2007	8,9	Sim	Estados Unidos
Trefilados de Urbina, S.A.	Aço	10/2007	25,8	Sim	Espanha
Corsa Controladora S.A., de C.V.	Aço	10/2007	110,7	Sim	México
SIZUCA - Siderúrgica Zuliana	Aço	6/2007	92,5	Sim	Venezuela
Industrias Nacionales - INCA	Aço	5/2007	42,9	Sim	República Dominicana
Siderúrgica Tultitlán	Aço	3/2007	259	Sim	México
SJK Steel Plant Limited	Aço	6/2007	71	Sim	Índia
Complexo Hidrelétrico Caça e Barra dos Coqueiros	Energia	3/2007	300,1	Não	Brasil
Açominas	Aço	12/2007	369,2	Não	Brasil
Corporación Sidenor, S.A.	Aço	12/2008	288	Sim	Espanha
Kerspe Empreendimentos e Participações Ltda.	Aço	12/2008	47	Não	Brasil
Sand Springs Metal Processors	Aço	11/2008	18	Sim	Estados Unidos
Metro Recycling Co.	Aço	10/2008	40	Sim	Canadá
Caños Cordoba	Aço	10/2008	7	Sim	Argentina
Hearon Steel Co.	Aço	7/2008	15	Sim	Estados Unidos
Cleary Holdings Corp.	Aço	7/2008	59	Sim	Colômbia
Vicente Gabilondo e Hijos, S.A.	Aço	6/2008	22	Sim	Espanha
Distribuidora y Comercializadora de Aceros Regionales Ltda. (Barracas Janssen Ltda.)	Aço	6/2008	6	Sim	Chile
Aços Villares	Aço	5/2008	800	Não	Brasil

## Anexo VIII

### Trajectoria de investimentos da Gerdau no Brasil e no exterior (2002-2013)

Ativo	Sector	Data	Valor (US\$ milhões)	Internacional?	País/região
Refinadora Del Vallés	Aço	5/2008	100	Sim	Espanha
Century Steel, Inc.	Aço	4/2008	149	Sim	Estados Unidos
Pacific Coast Steel e Re-Bars Inc.	Aço	4/2008	82	Sim	Estados Unidos
Corporación Centroamericana del Acero S.A.	Aço	4/2008	180	Sim	Guatemala
Gerdau Macsteel Inc.	Aço	4/2008	1.673	Sim	Estados Unidos
Corsa Controladora S.A., de C.V.	Aço	2/2008	111	Sim	México
Diaco S.A.	Aço	1/2008	107	Sim	Colômbia
Trefilados Bonati S.A.	Aço	1/2008	7	Sim	Chile
Cleary Holdings Corp.	Aço	8/2010	57	Sim	Colômbia
Tamco	Aço	10/2010	166	Sim	Estados Unidos

Elaboração própria.  
Fonte: GERDAU S.A., Balanço anual, vários anos.

## Anexo IX

### Atos de concentração da Gerdau analisados pelo CADE

Processo	Adquirente	Adquirida	Partes	Julgamento	Data
08012.001238/2002-03	Gerdau Ltda.	Acominas	Grupo Gerdau, Grupo NatSteel e Finlayson	Aprovado sem restrições	22.10.2004
08012.000255/2003-04	Gerdau S/A	Dona Francisca Energética S/A	Grupo Gerdau e Grupo Inepar	Aprovado sem restrições	06.08.2003
08012.009561/2003-06	Gerdau Acominas S.A.	Margusa - Maranhão Gusa S.A.	Grupo Gerdau e Calsete Siderurgia Ltda.	Aprovado sem restrições	25.08.2004
08012.010053/2003-62	Gerdau Acominas S.A.	Companhia Paraitbana de Metais	Grupo Gerdau e Grupo Votorantim	Aprovado sem restrições	28.04.2004
08012.011103/2005-91	Gerdau Hungria S.A.	Corporacion Sidenor S.A.	Grupo Gerdau, Grupo Santander, Bogey Holding Company Spain, S.L.	Aprovado sem restrições	07.11.2007
08012.008477/2006-18	Gerdau Aços Longos S.A.	Novelis do Brasil Ltda.	Grupo Gerdau e Grupo Novelis	Aprovado sem restrições	11.04.2007
08012.010322/2007-14	Gerdau Aços Longos S.A.	Entepra Energia S.A	Grupo Gerdau e Entepra	Aprovado sem restrições	30.01.2008
08012.010128/2008-10	Gerdau Aços Longos S.A.	Super Laminação de Ferr	Grupo Gerdau e Grupo S	Aprovado sem restrições	11.08.2009
08012.000542/2008-11	Gerdau Aços Longos S.A.	Pró - Flora Agroflorestal	Grupo Gerdau e Calsete	Aprovado sem restrições	17.09.2008
08012.006527/2008-86	Gerdau S.A.	Aços Villares S.A.	Grupo Gerdau e BNDESPAR	Aprovado sem restrições	27.08.2008
08012.000247/2009-45	Gerdau Hungria Holdings	Corporacion Sidenor S.A	Grupo Gerdau e Merfín Investments	Aprovado sem restrições	26.03.2009
08012.000674/2009-23	Gerdau Aços Longos S.A.	Maco Administração de Bens Próprios e Participações Societárias S/C Ltda.	Grupo Gerdau e Grupo Maco Metalúrgica	Aprovado sem restrições	15.05.2009

Elaborado pela autora.  
Fonte: CADE.

**Anexo X**

**Trajectoria de investimentos da JBS no Brasil e no exterior entre 2005 e 2012**

<b>Ativo</b>	<b>Operação</b>	<b>Data</b>	<b>Valor (em milhões de Dólares)</b>	<b>País</b>	<b>Portfólio de produtos</b>
Swift-Armour	Investimento	2005	300	Argentina	Carne bovina in-natura e processada
Pontevadra	Investimento	2005	Não informado	Argentina	Carne bovina in-natura e processada
SB Holdings	Investimento	2007	11,9	Estados Unidos	Distribuição de produtos industrializados
Swift & Co.	Investimento	2007	1.459	Estados Unidos	Carne bovina in-natura e processada
Col Car S.A.	Investimento	2007	20,25	Argentina	Carne bovina in-natura e processada
Argenvases S.A.	Investimento	2007	0,65	Argentina	Carne bovina in-natura e processada
Aquisição de unidade em Maringá	Investimento	2007	39,3	Brasil	
Consignaciones Rurales S.A	Investimento	2007	Não informado	Argentina	Carne bovina in natura
Beef Snacks	Investimento	2007	18,2	Estados Unidos	Produtos industrializados
Inalca SpA	Investimento	2008	296,3	Itália	Produtos industrializados
Smithfield Beef	Investimento	2008	565	Estados Unidos	Carne bovina in natura
Tasman	Investimento	2008	150	Austrália	Carne bovina in natura e processada

**Anexo X**

**Trajectoria de investimentos da JBS no Brasil e no exterior entre 2005 e 2012**

<b>Ativo</b>	<b>Operação</b>	<b>Data</b>	<b>Valor (em milhões de Dólares)</b>	<b>País</b>	<b>Portfólio de produtos</b>
Tatiara Meat Company	Investimento	2009	27,5	Austrália	Carne ovina processada
Bertin	Investimento	2009	6,84	Brasil	Vários segmentos
Pilgrim's Pride	Investimento	2009	800	Estados Unidos	Carne ovina in natura e processada
Aquisição do confinamento McElhaney em Welton	Investimento	2010	Não informado	Estados Unidos	Carne bovina in natura
Grupo Toledo	Investimento	2010	13,83	Bélgica	Carne bovina industrializada
Vigor	Investimento	2010	30	Brasil	Produtos lácteos
Rockdale Beef	Investimento	2010	37,3	Austrália	Carne ovina in natura e processada
Pilgrim's Pride	Investimento	2010	41,7	Estados Unidos	Produtos industrializados
Inalca SpA	Desinvestimento	2011	303,9	Itália	Carne ovina in natura e processada
Pilgrim's Pride	Investimento	2011	107,2	Estados Unidos	Carne ovina in natura e processada
Arrendamento de unidades da Frangosul	Investimento	2012	155	Brasil	Carne ovina in natura
Venda de unidade em San José	Desinvestimento	2012	16,5	Argentina	Carne ovina in natura
XL Foods	Investimento	2012	100	Canadá	Carne bovina in natura e processada

## Anexo X

### Trajatória de investimentos da JBS no Brasil e no exterior entre 2005 e 2012

<b>Ativo</b>	<b>Operação</b>	<b>Data</b>	<b>Valor (em milhões de Dólares)</b>	<b>País</b>	<b>Portfólio de produtos</b>
Agrovêneto S.A.	Investimento	2012	62,7	Brasil	Carne ovina processada

Elaborado pela autora.

Fonte: JBS S.A., fatos relevantes e comunicados ao mercado, vários anos.

## Anexo XI

### Atos de concentração da JBS analisados pelo CADE entre 2005 e 2013

Processo	Adquirente	Adquirida	Partes	Julgamento	Data
08012.008074/2009-11	JBS	Bertin	JBS e Bertin	Firmado Termo de Compromisso de Desempenho	17.04.2013
08012.010582/2010-95	JBS e Link Snacks Inc. (joint venture)	JBS e Link Snacks Inc. (joint venture)	JBS e Link Snacks, Inc.	Aprovado sem restrições	24.11.2010
08012.007130/2011-15	JBS	Bem Vindo e Matone Promotora	JBS e Banco Matone	Aprovado sem restrições	31.08.2011
08012.012023/2011-09	Flora	Hypermarcas	JBS e Hypermarcas	Aprovado sem restrições	25.01.2012
08012.002149/2012-48	JBS	MJE Administração de Bens Ltda	JBS e MJE	Firmado Termo de Compromisso de Desempenho	17.04.2013
08012.002148/2012-01	JBS	Jema Participações	JBS e Jema Participações	Firmado Termo de Compromisso de Desempenho	17.04.2013
08012.003367/2012-08	JBS	FR Participações Ltda.	JBS e FR Participações	Firmado Termo de Compromisso de Desempenho	17.04.2013
08700.004226/2012-46	JBS	Tiroleza Alimentos Ltda.	JBS e Tiroleza Alimentos	Firmado Termo de Compromisso de Desempenho	17.04.2013
08700.004230/2012-12	JBS	SSB Administração e Participações Ltda.	JBS e SSB	Firmado Termo de Compromisso de Desempenho	17.04.2013
08012.005963/2012-14	JBS	Doux Frangosul S.A. Agro Avícola Industrial	JBS e Frangosul	Aprovado sem restrições	29.08.2012

Elaborado pela autora.  
Fonte: CADE.