

Nº 99

**AMEAÇA OU OPORTUNIDADE? DESDOBRAMENTOS
DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL PARA AS
EMPRESAS TRANSNACIONAIS RUSSAS**

14 de julho de 2011

Governo Federal
Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República
Ministro Wellington Moreira Franco

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Mário Lisboa Theodoro

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete
Pérsio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
Daniel Castro

URL: <http://www.ipea.gov.br>
Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

Comunicados do Ipea

Os *Comunicados do Ipea* têm por objetivo antecipar estudos e pesquisas mais amplas conduzidas pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, com uma comunicação sintética e objetiva e sem a pretensão de encerrar o debate sobre os temas que aborda, mas motivá-lo. Em geral, são sucedidos por notas técnicas, textos para discussão, livros e demais publicações.

Os *Comunicados* são elaborados pela assessoria técnica da Presidência do Instituto e por técnicos de planejamento e pesquisa de todas as diretorias do **Ipea**. Desde 2007, mais de cem técnicos participaram da produção e divulgação de tais documentos, sob os mais variados temas. A partir do número 40, eles deixam de ser *Comunicados* da Presidência e passam a se chamar *Comunicados do Ipea*. A nova denominação sintetiza todo o processo produtivo desses estudos e sua institucionalização em todas as diretorias e áreas técnicas do **Ipea**.

INTRODUÇÃO¹

A situação enfrentada por várias das principais empresas transnacionais russas (ETN), quando da eclosão da crise financeira global a partir do segundo semestre de 2008, aponta para situações de perigo, mas, também, de oportunidade para as estratégias dessas instituições. Após anos de políticas agressivas de expansão internacional, impulsionadas pela elevação dos preços internacionais das *commodities*, algumas das maiores ETN russas estavam bastante endividadas, com o agravante de terem concedido parte de seus ativos mais valiosos – e, em alguns casos, suas próprias ações – como garantias em empréstimos contratados no exterior, muitos deles com vencimento em curto prazo. Todavia, a crise também ofereceu oportunidades de expansão às empresas menos alavancadas e/ou com maior grau de liquidez, pois os preços de ativos relacionados a *commodities* caíram significativamente em relação ao período de *boom*. Considerando este cenário, o objetivo deste Comunicado é investigar como a crise financeira global afetou o processo de internacionalização de algumas das principais ETN russas, dando ênfase às ameaças surgidas, às medidas adotadas para contorná-las e aos movimentos realizados para aproveitar as oportunidades.

1 O MOVIMENTO DE INTERNACIONALIZAÇÃO DAS EMPRESAS RUSSAS

Na primeira década do século XXI, a Rússia despontou como uma fonte importante de investimento direto estrangeiro (IDE), posicionando-se em segundo lugar entre as economias emergentes, atrás apenas de Hong Kong e à frente do Brasil, da Índia e da China². Este fenômeno apresentou contornos diferentes dos verificados nos anos 1990, quando a exportação de capitais pela Rússia esteve muito mais ligada a um movimento de êxodo, decorrente do ambiente político e econômico instável, do que a uma lógica

¹ Este comunicado é uma extensão do Capítulo 6 – intitulado “Internacionalização de Empresas Russas” – do livro **Uma Longa Transição: Vinte Anos de Transformações na Rússia** (disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_russia.pdf). A autoria do referido estudo, assim como do presente comunicado, é de André Gustavo de Miranda Pineli Alves, técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

expansionista das empresas. Nos anos 2000, o componente associado à fuga de capitais foi-se tornando cada vez menos relevante, dando lugar a um verdadeiro processo de ampliação dos limites das firmas russas, que partiram ao exterior em busca de mercados, de acesso a recursos naturais, de ativos estratégicos, de ganhos de eficiência e de acesso a fontes de financiamento.

Entre 2000 e 2008, os fluxos de IDE russo aumentaram à taxa de 43% ao ano, muito acima do ritmo de incremento no investimento direto mundial, de 6% ao ano – no período, os fluxos acumulados de saída de IDE do país somaram US\$ 170,7 bilhões³ (gráfico 1). Conforme Vahtra (2009), somente entre 2005 e 2008, as fusões e aquisições transfronteiriças com empresas russas na ponta de compra totalizaram US\$ 55,9 bilhões. Entre os setores que mais investiram no exterior estão os de petróleo e gás, de mineração e metalurgia e de telefonia móvel. Quanto aos aspectos locais, num primeiro momento os investimentos estiveram bastante concentrados nos países da Comunidade dos Estados Independentes (CEI), ex-integrantes da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS). Em anos mais recentes, contudo, a maior parte do IDE russo parece ter se dirigido a países desenvolvidos – Vahtra (2009) estima que 78% das fusões e aquisições ocorridas entre 2005 e 2008, envolvendo empresas russas na ponta de compra, tiveram como contraparte firmas de países desenvolvidos – embora o destino preciso dos fluxos seja difícil de identificar devido à prática de triangulação em paraísos fiscais⁴.

² Em 2009, o estoque de saída de IDE da Rússia era de US\$ 248,9 bilhões, à frente da China, com US\$ 229,6 bilhões, do Brasil, com US\$ 157,7 bilhões e da Índia, com US\$ 77,2 bilhões.

³ Para efeito de comparação, os fluxos acumulados dos demais BRIC foram de: Brasil, US\$ 70,8 bilhões; China, US\$ 126,7 bilhões e; Índia, US\$ 60,6 bilhões.

⁴ Conforme o Banco Central da Rússia (BCR), Chipre e Ilhas Virgens Britânicas concentravam, respectivamente, 39,2% e 10,9% do estoque de IDE oriundo da Rússia, em 2009.

Disponível em: < http://www.cbr.ru/eng/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/dir-inv_out_country_e.htm&pid=svs&sid=ITM_586>. Acesso em 27/06/2011.



Fontes: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) e BCR (apenas 2010).
Elaboração do autor.

Entre os fatores determinantes dessa expansão internacional, deve-se citar, acima de tudo, a forte recuperação da Rússia após a crise de 1998, que pôs fim à década de desintegração econômica iniciada nos anos derradeiros do regime soviético. Desde então, o desempenho econômico do país foi impulsionado pelo grande aumento nas cotações internacionais das *commodities* energéticas e minerais – principais itens de sua pauta de exportações –, que possibilitou a melhoria das contas externas, com a redução do peso relativo da dívida externa e o acúmulo de divisas, e das contas públicas, com o aumento da tributação da renda petrolífera⁵. À melhoria do quadro macroeconômico, que deu impulso à ampliação do mercado interno e à consolidação dos oligopólios setoriais, veio a somar-se a estabilização do cenário político, com o enfraquecimento das legendas reformadoras radicais e o afastamento da possibilidade de volta ao comunismo por intermédio das urnas. Além dos efeitos sobre o estado geral da economia russa, a evolução dos preços das *commodities* impactou diretamente as ETN destes setores, impulsionando seus lucros e elevando as possibilidades de alavancagem, ao propiciar um “seguro implícito” aos credores externos sob a forma de um vasto montante de reservas internacionais⁶.

⁵Sobre a evolução da política tributária para o setor de petróleo e gás, ver Schutte (2011).

⁶ Para uma análise aprofundada do processo de internacionalização de empresas russas, ver Alves (2011a).

2 O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA GLOBAL SOBRE A ECONOMIA RUSSA

A Rússia foi um dos países mais afetados pela crise financeira global de 2008-2009. Entre as 183 economias acompanhadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em seu *World Economic Outlook*, a russa teve o oitavo pior desempenho em 2009 – retração de 7,9% no produto interno bruto (PIB).⁷ Nesse ano, o consumo das famílias russas caiu 4,8% e a formação bruta de capital fixo (FBCF) despencou 41%.⁸ A produção física da indústria de transformação caiu 16% em relação a 2008, com todos os gêneros industriais apresentando recuo – as maiores quedas foram registradas pelos segmentos de material de transporte (38%), equipamentos elétricos, eletrônicos e óticos (31,6%) e máquinas e equipamentos (28,4%). Contudo, a produção física de energia foi pouco afetada – na indústria extrativa correlata, o recuo foi de apenas 0,6%, desempenho idêntico ao apresentado pela indústria de combustíveis nucleares, coque e derivados de petróleo⁹.

Um dos principais canais de transmissão da crise financeira global para a economia russa foi a súbita contração nos preços internacionais das *commodities*. No primeiro trimestre de 2009, o preço recebido pelo petróleo bruto exportado foi 63,3% inferior ao do terceiro trimestre de 2008. O mesmo padrão se repetiu no caso dos metais – em 2009, a cotação média do alumínio foi 36,8% inferior à verificada em 2007, enquanto a do níquel foi ainda mais afetada pela crise, com queda de 60,5% em relação aos preços praticados naquele ano.¹⁰ Mesmo com a recuperação da demanda mundial a partir de meados de 2009, até o final de 2010 os preços de exportação de petróleo e gás

⁷ Nesse ano, o PIB mundial caiu 0,5%. As economias avançadas contraíram 3,4% enquanto os países emergentes e em desenvolvimento cresceram 2,7% (FMI, 2011).

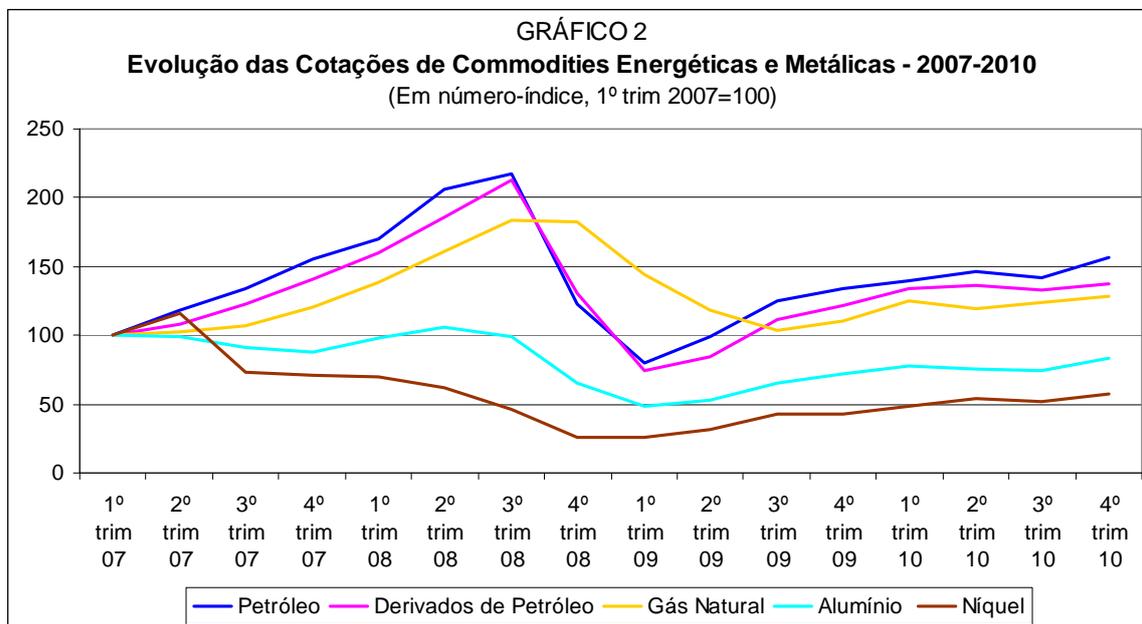
⁸ Conforme o Serviço Federal de Estatísticas do Estado da Federação da Rússia (Rosstat). Disponível em: <<http://www.fsgs.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite.eng/>>

⁹ A contribuição do setor externo para o PIB a preços constantes foi bastante positiva – 56,7% de aumento em relação a 2008 – devido à pequena variação na exportação física de energia – queda de apenas 0,75% nos volumes combinados de petróleo bruto e derivados e de gás natural –, diferentemente do ocorrido com o *quantum* importado.

¹⁰ Conforme o FMI.

Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/weodata/index.aspx>>

da Rússia não haviam retornado aos níveis praticados nos nove primeiros meses de 2008, aproximando-se dos do último trimestre de 2007 (gráfico 2).¹¹



Fontes: BCR e FMI.

Notas: Para petróleo, derivados de petróleo e gás natural, o gráfico apresenta os preços médios de exportação pela Rússia; para alumínio e níquel, o gráfico apresenta os preços médios praticados na Bolsa de Metais de Londres (*London Metal Exchange – LME*), no mercado *spot*, conforme estatísticas compiladas pelo FMI, disponíveis em: <<http://www.imf.org/external/np/res/commod/ExternalData.csv>>. Elaboração do autor.

No período mais agudo da crise – último trimestre de 2008 e primeiro trimestre do ano seguinte – as reservas internacionais da Rússia sofreram uma forte drenagem, sob a influência de temores acerca da evolução futura da balança comercial e das contas públicas, ambas muito dependentes das cotações internacionais do petróleo e do gás natural.^{12 13} Essa correia de transmissão para o estado de saúde da economia reacendeu os debates acerca da excessiva dependência do país em relação ao setor energético,

¹¹ Conforme o BCR. Disponível em: <<http://www.cbr.ru/eng/statistics/?Prtid=svs>>

¹² Entre 2000 e 2008, as exportações de petróleo e derivados e de gás natural cresceram 487% em termos nominais. Deste aumento, a maior parte é explicada pela evolução das cotações: enquanto o índice de quantidade aumentou 51,3%, o índice de preço subiu 291,1% (ALVES, 2011b, p. 272).

¹³ Em 2008, as receitas oriundas de *royalties* e tributos incidentes sobre a produção e a exportação de petróleo e gás natural corresponderam a cerca de um terço das receitas totais do governo russo, o que equivaleu a 9,5% do PIB desse ano (GOLDSWORTHY; ZAKHAROVA, 2010).

trazendo à discussão de política interna novos rumos para a estratégia de desenvolvimento do país, com foco em setores intensivos em conhecimento.¹⁴

3 O IMPACTO DA CRISE SOBRE AS GRANDES EMPRESAS RUSSAS E SEU PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO

A crise financeira global impactou as ETN russas por vias diretas e indiretas. No primeiro grupo, podem-se incluir a interrupção brusca nos fluxos de capitais; a contração global no crédito, que dificultou a rolagem de empréstimos e títulos emitidos nos mercados mais atingidos pela crise, como o norte-americano e o britânico; e a inversão de posição dos especuladores nos mercados de *commodities*, que passaram a apostar majoritariamente na queda das cotações. A crise também afetou as ETN russas de forma indireta, por meio de seu impacto sobre a demanda por *commodities*, que afetou principalmente preços, mas também quantidades; da desvalorização do rublo, que elevou os passivos das empresas endividadas em moeda estrangeira; do derretimento dos índices acionários, que desvalorizaram garantias – em muitos casos, as próprias ações das empresas – dadas em operações de crédito, o que levou as empresas a ter de honrar chamadas de margem em condições adversas e; da crise de liquidez no mercado financeiro doméstico, que dificultou a rolagem e a contratação de novos empréstimos junto aos bancos russos¹⁵.

À época da eclosão da crise financeira internacional – que deu seus primeiros sinais ainda no segundo semestre de 2007, mas que teve na falência do banco de investimentos norte-americano Lehman Brothers, em setembro de 2008, seu ponto de ruptura – as principais ETN russas passavam por um processo de consolidação de ativos, após alguns anos de políticas agressivas de expansão internacional baseadas em aquisições financiadas majoritariamente por empréstimos de bancos ocidentais. Com a crise, esperar-se-ia uma redução nesse ritmo de expansão, uma vez que a capacidade de financiamento de novas aquisições foi restringida pelo menor acesso aos mercados financeiros e de capitais internacionais, assim como pela menor geração de caixa, em decorrência da queda nos preços das *commodities*. Além disso, as expectativas de

¹⁴ Sobre a estratégia de desenvolvimento perseguida pela Rússia antes da crise de 2008, assim como possíveis correções de rumo no pós-crise, ver POMERANZ (2009; 2011).

menor crescimento da demanda e os riscos de aprofundamento da crise também deveriam constituir fatores inibidores do investimento. Por outro lado, a queda nos preços dos ativos, decorrente, entre outros fatores, do aumento da preferência pela liquidez, da necessidade de geração de caixa e de desalavancagem e dos prospectos econômicos desfavoráveis, deveria constituir um elemento incentivador ao investimento, embora, numa situação de crise, preços mais baixos não necessariamente signifiquem barganha.

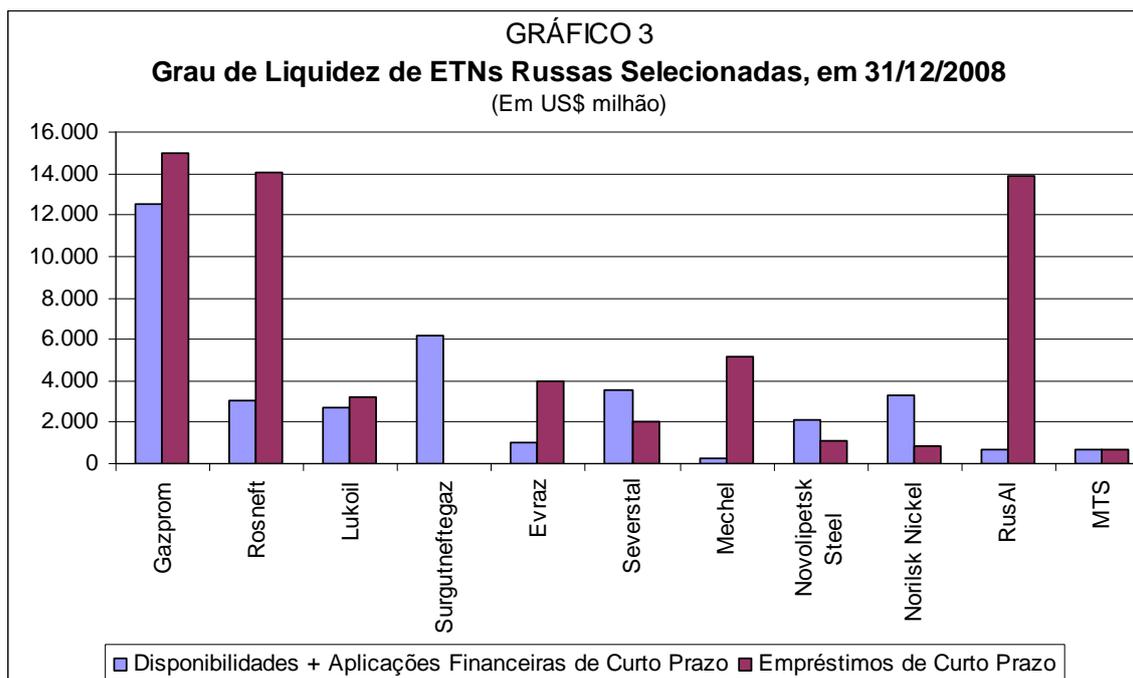
As estatísticas disponíveis indicam, contudo, que o IDE proveniente da Rússia foi pouco afetado pela crise. Em 2008, quando os fluxos mundiais de IDE já davam sinais de arrefecimento, com queda de 14,9% frente ao ano anterior, a saída de IDE da Rússia aumentou 22,2%. Segundo Venes (2009), nos primeiros nove meses de 2008, cerca de US\$ 60 bilhões foram tomados junto a bancos estrangeiros para dar suporte a 75 compras de ativos no exterior. No ano seguinte, já com sua economia profundamente afetada pela crise, a Rússia investiu no exterior 17,9% a menos do que em 2008, redução, no entanto, inferior à queda de 42,9% nos fluxos mundiais de IDE. Em 2010, o IDE russo voltou a crescer, 12,2% na comparação anual, quase retornando ao pico atingido em 2008 (gráfico 1). Todavia, cabe ressaltar que parte desses fluxos registrados pode estar, na verdade, mascarando fuga de capitais, prática há alguns anos em declínio na Rússia, mas que foi retomada durante a crise. Uma evidência em favor dessa hipótese está na redução muito mais pronunciada, em comparação às estatísticas de saída de IDE, nas operações de fusões e aquisições envolvendo empresas russas na ponta de compra – conforme as consultorias KPMG (2010; 2011) e Ernst & Young (2010), estas caíram aproximadamente 54% em 2009, frente ao ano anterior. Em termos de destino do IDE, houve um aumento na participação dos paraísos fiscais, em detrimento dos países desenvolvidos – a participação de Chipre aumentou de 23,2%, no período 2007-2008, para 34,9%, no biênio seguinte; já a soma das participações dos Estados Unidos, Reino Unido, Canadá e Alemanha caiu de 23,7% para 10,8%.

¹⁵ Para uma análise mais aprofundada do impacto da crise financeira global de 2008 sobre os bancos russos, ver Alves (2011b).

3.1 AS AMEAÇAS

Quando a crise adentrou as fronteiras russas, suas principais ETN podiam ser classificadas em três grupos, conforme seu grau de fragilidade financeira. O primeiro compreendia empresas com baixa exposição a dívidas de curto prazo ou com alta exposição, mas com cobertura adequada por ativos de alta liquidez. Neste grupo, estavam as principais ETN do setor de petróleo e gás – Gazprom, Lukoil e Surgutneftegaz –, as empresas do setor de telefonia móvel, como a Mobile Telesystems (MTS), além da Novolipetsk Steel, do setor metalúrgico. O segundo reunia firmas com elevado grau de endividamento de curto prazo, relativamente à sua capacidade de geração de caixa e à sua disponibilidade de ativos de elevada liquidez – estavam neste algumas das principais ETN do setor de mineração e metalurgia – Evraz, Mechel e RusAl -, além da estatal de petróleo Rosneft. Finalmente, o terceiro grupo reunia empresas com débitos de curto prazo com boa cobertura por ativos de alta liquidez, mas com elevadas dívidas de longo prazo – nesse grupo estavam a metalúrgica Severstal e a mineradora Norilsk Nickel (gráfico 3)¹⁶.

¹⁶ Para análise neste Comunicado, foram selecionadas 11 empresas, das quais oito aparecem no *ranking* das maiores ETN russas elaborado, com dados de 2007, pela escola de negócios Skolkovo (2008). São elas (colocação no *ranking* por ativos no exterior entre parênteses): Lukoil (1ª), Gazprom (2ª), Norilsk Nickel (3ª), Evraz (4ª), Severstal (5ª), RusAl (7ª), MTS (8ª) e Novolipetsk Steel (10ª). Além destas, a análise incluiu a Rosneft, a Surgutneftegaz e a Mechel, empresas menos internacionalizadas no período pré-crise, mas que fizeram aquisições relevantes no exterior no período 2008-2010.



Fonte: Bloomberg. Elaboração do autor.

De longe, a situação mais crítica era a da RusAl. Nos anos anteriores à crise, a empresa perseguiu uma política agressiva de expansão, visando consolidar o setor de alumínio em nível global, que resultou em seu salto para o primeiro lugar no *ranking* mundial da cadeia produtiva do produto. Essas aquisições foram financiadas majoritariamente por empréstimos externos de curto prazo e de baixo custo, que desapareceram depois do aprofundamento da crise. Ao fim de 2008, suas dívidas de curto prazo totalizavam US\$ 13,9 bilhões, montante correspondente a 88% de suas receitas totais naquele ano. Para piorar, a empresa amargou um gigantesco prejuízo nesse ano – US\$ 5,9 bilhões. Conforme o balanço publicado pela empresa, ao fim de 2008 seu patrimônio líquido era inferior a um terço de suas dívidas de curto prazo e seus ativos mais líquidos não cobriam nem 5% dessas.

Com as finanças altamente comprometidas, a Basic Element, *holding* que detém o controle da RusAl, começou a se desfazer de ativos adquiridos nos últimos anos. No início de outubro de 2008, uma participação minoritária de 30% na indústria de autopeças canadense Magna International, adquirida em 2007 por US\$ 1.637 milhões, foi repassada ao banco que financiou a compra, devido às dificuldades da companhia em honrar uma chamada de margem após a grande desvalorização destas ações, que

foram dadas como garantia ao empréstimo (KREMLINOMICS, 2008)¹⁷. Uma semana após esse desinvestimento, a Basic Element se desfez de outra participação minoritária, de 10%, desta vez na construtora alemã Hochtief, pela qual havia desembolsado cerca de US\$ 520 milhões em 2007, novamente em favor do banco que havia financiado a aquisição. Porém, com a aproximação do fim de outubro, a situação da *holding* tornava-se ainda mais crítica, pois era a data de vencimento do empréstimo sindicalizado contraído pela RusAl junto a 11 bancos estrangeiros, em abril de 2008, para a compra de 25% mais duas ações da Norilsk Nickel, que foram dadas como garantia na transação. O valor desse empréstimo era de US\$ 4,5 bilhões.

Sob a ameaça de ver ativos estratégicos para o desenvolvimento do país parar em mãos estrangeiras, o Kremlin resolveu agir. Por meio de seu Banco de Desenvolvimento – Vnesheconombank (VEB) – colocou à disposição das empresas em dificuldades um montante de US\$ 50 bilhões, para serem usados no pagamento de empréstimos contratados no exterior¹⁸. A principal beneficiária, como era esperado, foi a RusAl, que tomou emprestado os US\$ 4,5 bilhões de que necessitava, em novembro de 2008. O crédito foi contratado com vencimento em um ano e custo de *Libor*¹⁹ + 5% ao ano, com as ações da Norilsk Nickel, antes colateralizadas em favor dos credores estrangeiros, concedidas em garantia ao VEB (ALUMINUM, 2008). Nos meses seguintes, a RusAl prosseguiu em negociações com os credores e, no início de dezembro de 2009, anunciou que havia chegado a um acordo para reestruturar dívidas no valor de US\$ 17 bilhões, dos quais US\$ 7 bilhões contraídas no exterior (SAVING, 2009), o que abriu caminho para sua abertura de capital – no fim desse ano, as dívidas com vencimento no curto prazo haviam sido reduzidas para US\$ 2,75 bilhões. Em janeiro de 2010, a empresa lançou suas ações na Bolsa de Hong Kong – em troca de uma participação de 10,6% em seu capital, a empresa captou US\$ 2,24 bilhões

¹⁷ Conforme Humber e Clark (2008), pelo menos 10 dos 25 empresários mais ricos da Rússia sofreram chamadas de margem entre agosto e dezembro de 2008 em decorrência da queda de US\$ 230 bilhões no valor de suas ações, muitas das quais dadas em garantia aos empréstimos.

¹⁸ White e Cimilluca (2008) afirmam que a perda da participação da Basic Element na Magna International, em favor dos credores estrangeiros, ajudou a sensibilizar o governo russo a colocar em prática um programa de socorro para prevenir outras perdas, de acordo com fontes próximas às negociações.

¹⁹ *London interbank offered rate* – taxa de juros do mercado interbancário de Londres, muito utilizada como referência em empréstimos e emissões de bônus por empresas no mercado internacional.

(RUSAL, 2010)²⁰. Esta capitalização, somada aos bons resultados obtidos pela empresa em 2010 – lucro de US\$ 2,87 bilhões – permitiu uma redução no endividamento total da RusAl – para US\$ 11,9 bilhões – que, todavia, ainda se mantém num patamar bastante elevado, equivalente a 109% das receitas totais da companhia nesse ano.

Outra empresa que precisou de ajuda do governo foi a metalúrgica Evraz. Em novembro de 2008, o VEB lhe repassou US\$ 1,8 bilhão para a quitação de empréstimos tomados no exterior, sob as mesmas condições do crédito concedido à RusAl. No mês seguinte, outro banco estatal, o VTB, concedeu um empréstimo de RUB 10 bilhões – aproximadamente US\$ 340 milhões à época – com a mesma finalidade (EVRAZ, 2008). Mesmo com esse socorro, a situação da empresa ao final de 2008 ainda era delicada, pois suas dívidas de curto prazo, num total de US\$ 3,9 bilhões, eram 2,8 vezes superiores à soma de suas disponibilidades de caixa e de suas aplicações financeiras de curto prazo. Os recursos recebidos do VEB e do VTB foram integralmente usados para quitar dívidas no estrangeiro, entre elas uma de US\$ 800 milhões, contraída no início do ano para a aquisição da canadense IPSCO, firma pela qual a Evraz pagou US\$ 4 bilhões (METALS, 2008).

3.2 A AÇÃO DO ESTADO

Nos últimos anos, a expressão “grande demais para quebrar”, normalmente associada a instituições financeiras cuja falência poderia oferecer riscos à estabilidade do sistema financeiro, saltou dos livros acadêmicos para as primeiras páginas dos jornais. No caso da Rússia, entretanto, a expressão possui outro sentido. Num país no qual todos os bancos relevantes são controlados pelo Estado e cuja dependência das exportações de recursos energéticos e minerais é notória, são as grandes empresas desses setores que oferecem o maior risco sistêmico, não para a saúde do sistema financeiro diretamente, mas para o próprio estado da economia. Do bom funcionamento dessas empresas dependem, por exemplo, o saldo em transações correntes, a arrecadação fiscal e o nível de emprego no país. O problema é ainda agravado pela existência das monocidades²¹ –

²⁰ Suspeita-se que na colocação das ações o VEB tenha adquirido 3% do capital da RusAl (SAVING, 2009).

²¹ Cidades com apenas uma grande empresa, que normalmente se responsabiliza pela provisão de serviços públicos e sociais básicos à população local. Conforme uma pesquisa do Ministério da

não foi à toa que, no fim de maio de 2009, o primeiro-ministro Putin censurou publicamente o empresário Oleg Derispaska, controlador da Basic Element, pelo fato de sua empresa ter demitido e deixado de pagar três meses de salários aos empregados de sua fábrica em Pikalevo, o que levou a monocidade de 22 mil habitantes a um início de convulsão social (BARRY, 2009).

O governo russo agiu rapidamente em resposta à crise, tão logo ficou clara a extensão de seu impacto sobre a economia do país. Além das providências voltadas à normalização dos mercados financeiro e cambial²², foi editada uma série de medidas com vistas a dar suporte à economia real. Além dos US\$ 50 bilhões colocados à disposição de empresas de setores estratégicos para a quitação de dívidas contraídas no exterior, o banco estatal VEB recebeu do governo US\$ 7 bilhões para a aquisição de ações de empresas russas, como forma de evitar que a contínua queda das cotações pudesse levar a novas chamadas de margem por parte dos credores – conforme noticiado à época, a intenção declarada do governo era revender as ações quando o mercado se recuperasse (WIŚNIEWSKA; DUBAS; ROGOŻA, 2010)²³. Outros US\$ 10 bilhões foram aplicados pelo governo na garantia de créditos tomados por empresas do setor real da economia junto a terceiros (*op. cit.*, 2010). Medidas de natureza fiscal também foram tomadas visando estimular a demanda agregada e aliviar financeiramente as empresas – entre essas, podem-se citar a redução do imposto de renda das empresas, de 24% para 20%; adoção de depreciação acelerada para alguns tipos de ativos fixos; mudanças nos prazos de recolhimento de impostos, em especial do incidente sobre o valor adicionado; aumento nas tarifas de importação de um modo geral, mas redução nas tarifas de certos bens sem similares produzidos localmente; pagamentos antecipados

Economia e do Desenvolvimento da Rússia, citada por Pomeranz (2011, p. 158), em 2000 existiam na Rússia 467 grandes e 322 pequenas monocidades, onde viviam 25 milhões de pessoas e estavam instaladas 900 empresas. Constituídas na época da URSS, essas cidades respondiam por mais de 30% da produção industrial do país.

²² Cabe salientar que as ETN russas estiveram entre as maiores beneficiadas pela política de desvalorização gradual do rublo adotada pelo BCR, principalmente aquelas com disponibilidade de recursos líquidos, que puderam convertê-los em moeda forte a taxas de câmbio mais favoráveis, realizando lucros posteriormente na reversão da operação. Para maiores detalhes acerca da condução da política cambial durante a crise, ver Alves (2011b).

²³ Segundo Wiśniewska, Dubas e Rogoża (2010, p. 17), por meio deste programa o VEB comprou cerca de 2% das ações da Gazprom, 2,6% da Lukoil, 1,4% da Rosneft, 0,8% da Surgutneftegaz, 3,4% do Sberbank e 2,1% do VTB.

a fornecedores e; medidas de estímulo creditício à aquisição de automóveis (FILIPPOV, 2011).

A despeito das possíveis críticas relativas ao apoio financeiro do Estado a empresas privadas em dificuldades, não se pode afirmar que os empréstimos foram dados em condições excessivamente favoráveis às empresas (GURIEV; TSYVINSKI, 2010). A maior evidência nesse sentido está no fato de que, dos US\$ 50 bilhões oferecidos por meio do VEB, apenas US\$ 11 bilhões foram efetivamente utilizados. Para efeitos de comparação, a taxa de juros efetiva média dos empréstimos de curto prazo em dólar que a Evraz possuía em 31 de dezembro de 2008 era de 6,4% a.a., não muito diferente do custo dos empréstimos do VEB – *Libor* + 5% a.a. (EVRAZ, 2008)²⁴.

3.3 AS OPORTUNIDADES

Se, por um lado, a crise amplificou os riscos, por outro lado, ofereceu oportunidades, aproveitadas até mesmo por empresas em situação financeira não muito sólida. Esse foi o caso da Mechel, empresa que, entre as grandes do setor metalúrgico, era a menos internacionalizada – sua política de expansão nos anos pré-crise voltou-se a países em transição como a Romênia, a Lituânia e o Cazaquistão, com foco na compra de ativos desvalorizados (KALOTAY; SULSTAROVA, 2010). O cenário para empresa já vinha se deteriorando antes mesmo do aprofundamento da crise internacional, por conta das acusações de evasão fiscal proferidas pelo primeiro-ministro Vladimir Putin, em julho de 2008 e do anúncio feito pela agência antitruste da Rússia da investigação aberta sobre a Mechel e outras duas grandes produtoras de carvão, sob a acusação de praticarem no mercado interno preços superiores aos aplicados em suas exportações (BANCO CENTRAL DA FINLÂNDIA, 2009). Além disso, sua situação financeira não era das mais auspiciosas – no fim de 2008, suas dívidas de curto prazo, num total de US\$ 5,2 bilhões, equivaliam a mais de 50% de suas receitas naquele ano e a mais de 20 vezes a soma de suas disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo. Isso não impediu, todavia, que a Mechel assinasse, em abril do ano seguinte, um contrato de compra da mineradora de carvão norte-americana Bluestone Coal. Por US\$ 436 milhões

²⁴ Em 24 de novembro de 2008, data em que o empréstimo do VEB foi noticiado na imprensa (RUSSIA'S, 2008), a *Libor* de seis meses estava em 2,57% a.a. – encerrou o ano em 1,78% a.a.

– pagos em dinheiro mais 83 milhões de ações preferenciais de sua própria emissão e assunção de US\$ 132 milhões em dívidas – a Mechel fechou um negócio que chegou a ser avaliado em até US\$ 4 bilhões no ano anterior, conforme Skolkovo (2009)²⁵. As finanças da Mechel só viriam a melhorar de forma significativa a partir de julho do mesmo ano, quando conseguiu refinar US\$ 2,6 bilhões que havia contraído no exterior para a aquisição de ativos – dos quais US\$ 1,6 bilhão referentes à compra dos campos de carvão de Yakutugol e de Elgaugol, em outubro de 2007, e US\$ 1 bilhão relativo ao empréstimo contraído para a aquisição da britânica – com atuação no Cazaquistão – Oriel Resources, em 2008 (MATERNOVSKY; KOLESNIKOVA, 2009).

Algumas empresas mais internacionalizadas também aproveitaram a crise para comprar ativos desvalorizados, como foram os casos da metalúrgica Severstal e da petrolífera Lukoil. Em março de 2010, a Severstal aumentou sua participação na italiana Lucchini, de 79,8% – adquiridos em 2005 por US\$ 579 milhões (SKOLKOVO; CPII, 2007) – para 100%. Pelo negócio, estima-se que a empresa tenha desembolsado € 100 milhões, apesar de a família Lucchini possuir à época uma opção de venda de suas ações restantes por € 160 milhões (SEVERSTAL, 2010). Entre janeiro de 2010 e janeiro de 2011, por meio de várias operações, a Severstal também adquiriu 100% das ações da Crew Gold, empresa do ramo de mineração de ouro sediada em Londres cujos principais ativos estão localizados em Guiné, que vinha enfrentando dificuldades financeiras (SEVERSTAL, 2011).

Já a Lukoil teve, no período da crise, sua chance de ouro para adentrar os mercados consumidores mais desenvolvidos da Europa, após diversas tentativas fracassadas em anos recentes – quando o mercado ainda estava em *boom*, a empresa tentou adquirir refinarias na Grécia, na Holanda, na Polônia, todas mal-sucedidas, em parte por causa dos preços altos pedidos pelos vendedores (LUKOIL, 2008), em parte devido às resistências políticas à entrada de investimentos russos no setor energético destes países. Em junho de 2008, a Lukoil tornou-se a primeira empresa petrolífera russa a possuir ativos de refino na Europa Ocidental, com a aquisição de 49% na refinaria ISAB, controlada pela italiana ERG S.p.A. No negócio, fechado por US\$ 2,1 bilhões, ficou estabelecida a opção de venda do restante do capital pela empresa italiana

²⁵ As principais fusões e aquisições transfronteiras envolvendo empresas russas na ponta de compra, no período 2009-2010, estão apresentadas na tabela 2, do anexo A.

à Lukoil num prazo de até 5 anos pelo mesmo preço da transação original. No mesmo mês do ano seguinte, a empresa russa adquiriu uma participação de 45% na Total Raffinaderij Nederland, refinaria em território holandês controlada pela francesa Total, por US\$ 600 milhões. O preço foi considerado baixo – conforme Socor (2009) teria havido um desconto entre 18% e 41% em relação ao preço aplicado em transações ocorridas pouco antes da crise. A razão para tal foi a necessidade de caixa da antiga detentora das ações, a americana Dow Chemicals (*op. cit.*, 2009).

A desvalorização dos ativos ao redor do mundo por conta da crise internacional também possibilitou mudanças nas estratégias de algumas empresas, como a estatal do petróleo Rosneft. Anteriormente pouco presente no exterior – seus principais investimentos fora da Rússia haviam sido feitos no segmento *upstream* da cadeia produtiva, em países como a Argélia, o Cazaquistão e a Colômbia (LIUHTO; VAHTRA, 2007) – a Rosneft foi a herdeira onerosa da maior parte dos ativos da extinta Yukos²⁶ localizados na Rússia, motivo pelo qual a empresa possuía dívidas elevadas no momento da eclosão da crise²⁷. Sua primeira grande aquisição de ativos *downstream* no exterior ocorreu em 2010, com a compra de 50% da alemã Ruhr Oel, participação antes pertencente à venezuelana PDVSA, numa transação avaliada em US\$ 1,6 bilhão. Em comentário sobre a aquisição, o presidente da Rosneft disse que “esta transação é consistente com nossa estratégia de expandir nossa presença internacional em mercados-chave com ativos de alta qualidade. Como resultado desta aquisição, 18% da capacidade de refino da Rosneft estará localizada no coração da Europa industrializada” (ROSNEFT, 2010).

4 AMEAÇA OU OPORTUNIDADE?

²⁶ A Yukos chegou a ser a maior produtora de petróleo da Rússia no início dos anos 2000. Controlada pelo oligarca Mikhail Khodorkovsky, condenado em 2005 por fraude e evasão fiscal, a empresa teve sua falência decretada em 2006. Seus principais ativos em solo russo foram herdados pela Rosneft, que os adquiriu em leilões promovidos pelo Estado, que os confiscou para o pagamento de débitos fiscais. Entre as principais aquisições feitas pela Rosneft estão a da subsidiária Yuganskneftgas, por US\$ 9,4 bilhões, ocorrida em dezembro de 2004 (KLINGER, 2005), e a da Tomskneft e outros ativos localizados na Sibéria, por US\$ 6,8 bilhões, em 2007 (CLARK; KIM, 2007).

²⁷ Cerca de metade das dívidas da Rosneft estava relacionada à compra de ativos da Yukos.

O grau de vulnerabilidade das empresas aos efeitos da recente crise financeira global dependeu fundamentalmente de três grupos de fatores, relacionados aos respectivos países de origem e de atuação, ao setor e à própria firma.

Os bons indicadores macroeconômicos da Rússia, como os superávits fiscal e em conta corrente e a alta disponibilidade de divisas foram fatores que serviram como amortecedores do impacto da crise. Por outro lado, algumas características do país exerceram o efeito inverso, como o baixo desenvolvimento do mercado financeiro doméstico, que tem se revelado incapaz de financiar o crescimento da Rússia, empurrando as grandes firmas à tomada de recursos no exterior. No caso das empresas mais internacionalizadas, o desempenho econômico dos países em que estão localizados seus principais ativos, assim como daqueles para os quais remetem a maior parte de suas exportações, também exerceu influência significativa sobre a intensidade com que foram afetadas pela crise.

No segundo grupo de fatores, a principal diferenciação a ser feita é entre os setores cíclicos e os não-cíclicos. A vasta maioria das grandes ETN russas se enquadra na primeira opção, pois se tratam de firmas produtoras de *commodities* energéticas, minerais e metálicas, cujos preços são bastante sensíveis às etapas do ciclo econômico – e também aos movimentos especulativos pró-cíclicos. A segunda categoria possui poucos representantes de peso, como as companhias de telefonia móvel, cujos resultados econômicos tendem a ser menos influenciados pelo ciclo de negócios. Em 2009 – ano em que o PIB da Rússia despencou 7,9% – as receitas totais da companhia telefônica MTS caíram apenas 4% em relação ao ano anterior, enquanto as da Gazprom diminuíram 33% e as da Evraz 52%.

Finalmente, o terceiro grupo de fatores corresponde às características e estratégias intrínsecas às próprias firmas que, em alguma medida, sofrem influência dos outros dois grupos de fatores. O modo pelo qual a crise financeira global afetou as principais ETN russas esteve bastante relacionado com as estratégias de expansão destas empresas nos anos que antecederam a crise. Empresas que adotaram políticas de internacionalização arrojadas, visando a consolidação setorial em termos globais, financiadas por crescente endividamento, mostraram-se as mais vulneráveis, como foram os casos de várias firmas do setor de metalurgia e mineração. Skolkovo (2009),

contudo, salienta que muitos dos supostos benefícios da consolidação – como economias de escala na compra de insumos, economias de escopo, otimização de despesas administrativas, melhoria na alocação de recursos intra-grupo, aumento do fluxo de caixa para financiar grandes projetos e diminuição do custo do capital – são difíceis de concretizar, predominando, na realidade, a lógica de “comprar para não ser comprado”, que, muitas vezes, não passa no crivo da racionalidade econômica.

Salta aos olhos, novamente, o exemplo da RusAl. Diversamente de outras empresas, que abriram seu capital em momentos intermediários do ciclo econômico, a RusAl e sua controladora, a *holding* Basic Element, financiaram sua expansão basicamente por meio de empréstimos de bancos estrangeiros. Foram tantas aquisições nos anos de *boom* que, às vésperas da crise, seu conjunto de controladas incluía desde montadoras de carros e companhias de seguros a empresas de aviação. Conforme Schepp (2009), desde 2004, as dívidas da RusAl aumentaram 500%, enquanto os lucros cresceram apenas 50%. Seu lance mais arrojado, contudo, foi dado pouco antes da eclosão da crise financeira global. A empresa adquiriu um quarto das ações da Norilsk Nickel, por US\$ 12,7 bilhões (STEWART, 2007), em dezembro de 2007, quase no pico do *boom* das *commodities*. Pouco depois, o preço do níquel começou a desabar. No fim de 2008, o valor de mercado da Norilsk Nickel era 77% inferior ao do ano anterior – apenas US\$ 11,7 bilhões.

Por outro lado, empresas mais contidas na alavancagem, e cujos investimentos voltaram-se à integração vertical, revelaram-se mais resilientes à crise. Esses foram os casos das empresas de petróleo e gás, cujos investimentos realizados nos segmentos *downstream* da cadeia de valor ajudaram a reduzir a dependência de seus resultados em relação aos preços das *commodities*. Cabe citar, também, como exemplo deste grupo, a Novolipetsk Steel. Em agosto de 2008, a empresa havia acertado a compra da norte-americana John Maneely por US\$ 3,5 bilhões, dos quais US\$ 2 bilhões viriam de um empréstimo já negociado. Porém, talvez por um golpe de sorte, a crise surgiu no caminho. Em novembro, a Novolipetsk recuou do negócio, cujo preço a ser pago já superava o seu próprio valor de mercado, que havia sofrido uma desvalorização de quase 90% desde o máximo histórico. Isso acabou evitando que viesse a se tornar mais uma empresa a buscar socorro do Estado (VENES, 2009). Ao final de 2008, seu nível

de endividamento era substancialmente inferior aos das outras grandes metalúrgicas da Rússia, fato que se refletiu no valor de suas ações, menos desvalorizadas do que as de suas concorrentes (tabela 1).

TABELA 1

Capitalização de mercado de empresas russas - 2007-2010

(Em US\$ milhão)

Empresa	2007	2008	2009	2010	Varição % 2008/2007	Varição % 2010/2007
Gazprom	329.696	86.754	144.567	150.280	-73,7	-54,4
Rosneft	90.703	36.002	80.518	68.674	-60,3	-24,3
Lukoil	70.000	27.689	47.793	44.270	-60,4	-36,8
Novolipetsk Steel	24.500	6.137	18.336	28.362	-75,0	15,8
RusAl	(a)	(a)	(a)	23.299	(b)	(b)
Severstal	23.017	2.903	8.497	17.081	-87,4	-25,8
MTS	30.189	7.145	14.147	16.946	-76,3	-43,9
Evrz	27.507	3.161	12.370	15.706	-88,5	-42,9
Mechel	(b)	1.921	6.722	12.024	(b)	(b)
Norilsk Nickel	49.956	11.680	24.610	(b)	-76,6	(b)
Surgutneftegaz	42.872	19.948	31.911	(b)	-53,5	(b)

Fonte: Bloomberg.

Obs: os números referem-se à última cotação do ano.

(a) A RusAl abriu seu capital em janeiro de 2010.

(b) Informação não-disponível.

Todavia, nem sempre as condições financeiras da proponente foram o fator decisivo para o sucesso de uma tentativa de aquisição durante o período da crise. Em março de 2009, a petrolífera Surgutneftegas adquiriu, por € 1,4 bilhão, 21% da húngara MOL – participação antes pertencente à austríaca OMV (LIVESEY; KOH, 2009). A operação, contudo, foi considerada hostil pela própria MOL e foi mal-vista pelo governo húngaro, que desde então tentou convencer a Surgutneftegaz, assim como membros do governo russo, a lhe vender as ações, sob o argumento de que um setor tão estratégico como o energético não deve ficar sob o controle de estrangeiros. Depois de meses de conversações, a Surgutneftegaz optou por vender sua participação na MOL ao governo da Hungria, por € 1,88 bilhão, em maio de 2011 (NICHOLSON, 2011).

Casos de objeção ao investimento de empresas russas já vinham sendo comuns antes da eclosão da crise global, especialmente no setor de petróleo e gás. O efeito da crise sobre este tipo de protecionismo deveria ser, a princípio, ambíguo. Por um lado, a crise tende a potencializar o protecionismo comercial e o pendor nacionalista de

governantes e políticos. Por outro lado, a entrada de IDE pode ser uma alternativa mais viável do que o fechamento ou a estatização de empresas em situação financeira delicada.

Outra empresa cujas pretensões expansionistas foram vítimas de restrição política foi a Lukoil. No final de 2008, esta tentou comprar 29,9% do capital da Repsol YPF, o que faria da empresa russa a maior acionista individual da maior companhia de petróleo da Espanha. Uma das potenciais vendedoras das ações, a construtora espanhola Sacyr Vallehermoso, detentora de 20% do capital da Repsol YPF, estava bastante interessada no negócio, uma vez que este lhe permitiria reduzir sua enorme dívida. Contudo, a oferta, avaliada pelo mercado em cerca de US\$ 6,4 bilhões (BARATTI; WALTERS, 2008), foi alvo de grande oposição por parte de políticos espanhóis de diversos partidos, inclusive do primeiro-ministro Jose Luis Zapatero. Com o aprofundamento da crise financeira global, a falta de entendimento entre os possíveis vendedores sobre o preço a ser cobrado, a crescente oposição política na Espanha e a dificuldade em obter financiamento para a aquisição das ações, a Lukoil acabou desistindo da operação²⁸.

5 O CARÁTER DA INTERVENÇÃO DO ESTADO

A crise não resultou em grandes nacionalizações de empresas privadas, ao contrário do esperado por muitos, que viam nela uma oportunidade para o Estado retomar ativos privatizados a preços ínfimos nos anos 1990 (CHARAP, 2009). Conforme White e Kolyandr (2010), quando a crise estourou, a elite russa foi tomada pelo medo de que o Kremlin poderia valer-se das dificuldades enfrentadas pelos magnatas endividados para retomar ativos considerados estratégicos. No auge da crise – meados de outubro de 2008 – a diretora do Centro de Estudos das Elites da Academia Russa de Ciências, Olga Kryshstanovskaya, também manifestou opinião nesse sentido, afirmando esperar “que o Estado seria o vencedor da crise” (WHITMORE, 2008). Conforme White e Kolyandr (2010), muitos empresários desconfiaram que os

empréstimos oferecidos pelo Kremlin para o refinanciamento de dívidas contraídas no exterior pudessem ser, na verdade, uma forma de nacionalização disfarçada, pois como o prazo estipulado era de apenas um ano, poderia ocorrer de as empresas não conseguirem quitá-los e o banco estatal vir a executar as garantias – as próprias ações das empresas. A revista *The Economist* chegou a sugerir um apelido para o possível programa de reestatização, *shares for loans*, num óbvio trocadilho com o programa de privatização conhecido como *loans-for-shares* (FIRST, 2008). Conforme a mesma revista, se nos anos 1990 foram “os oligarcas que emprestaram dinheiro para o Estado falido, recebendo em troca ativos a preços baixíssimos, agora são as empresas que estão endividadas, enquanto o Estado dispõe de muitos recursos e pode então recomprar aqueles ativos de forma barata” (THE LONG, 2008).

Em janeiro de 2009, alguns dos maiores empresários da Rússia lançaram, em uma reunião com o presidente Dmitri Medvedev, a ideia de fusão de suas empresas – entre as quais a Norilsk Nickel, a Evraz, a Mechel, a Metalloinvest, a mineradora de potássio Uralkali e a produtora estatal de titânio VSMPO-Avisma – para criar uma gigante do setor de mineração e metalurgia, cujo controle poderia ficar nas mãos do Estado. O Kremlin, todavia, parece não ter demonstrado interesse (WHITE; KOLYANDR, 2010). Na opinião de Charap (2009), vários motivos fizeram com que, em sua resposta à crise, o Kremlin descartasse o caminho da reestatização, entre os quais podem-se citar a pouca disposição dos *policy makers* em assumir as dívidas das firmas problemáticas e a preocupação com possíveis convulsões sociais decorrentes do fechamento de fábricas nas monocidades. Todavia, deve-se salientar que, em diversos pronunciamentos feitos durante a crise, tanto Medvedev como Putin deixaram claro que não estava em seus planos qualquer renacionalização forçada de ativos – eventuais estatizações que porventura viessem a ocorrer seriam decorrentes da ausência de alternativas, em vez de obedecerem a uma estratégia pré-estabelecida²⁹ – e o plano anticrise lançado em março de 2009 explicitamente rejeitava uma extensão do papel do Estado na economia (CHARAP, 2009).

²⁸ Exemplos de tentativas bem-sucedidas de aquisição de ativos pela Lukoil, a despeito de restrições políticas por parte dos governos dos países receptores do investimento, foram citados na seção 3.3.

²⁹ Num pronunciamento realizado em 4 de dezembro de 2008, a respeito da indicação do presidente da Norilsk Nickel pelo Kremlin, Putin afirmou que o papel do Estado na empresa era o de promover a

REFERÊNCIAS

ALUMINUM giant RusAl confirms \$4.5 bln loan from VEB. **Ria Novosti**, 5 Nov. 2008. Disponível em: <<http://en.rian.ru/business/20081105/118134178.html>>

ALVES, A. Internacionalização de empresas russas. *In*: ALVES, A. (Ed.). **Uma longa transição**: vinte anos de transformações na Rússia. Brasília: Ipea, 2011a.

ALVES, A. O sistema bancário da Rússia entre duas crises. *In*: ALVES, A. (Ed.). **Uma longa transição**: vinte anos de transformações na Rússia. Brasília: Ipea, 2011b.

BANCO CENTRAL DA FINLÂNDIA. **BOFIT weekly yearbook 2008**. Helsinki: Bank of Finland, 2009.

BARATTI, G.; WALTERS, G. Spain won't allow Repsol to fall into foreign hands. **Bloomberg**, 26. Nov. 2008. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=azySXmrqva78>>

BARRY, E. Putin plays sheriff for cowboy capitalists. **The New York times**, 4 Jun. 2009. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2009/06/05/world/europe/05russia.html>>

CHARAP, S. No obituaries yet for capitalism in Russia. **Current history**, v. 108, n. 720, p. 333-338, 2010.

CLARK, T.; KIM, L. Rosneft wins Yukos sale to become Russian oil leader. **Bloomberg**, 3 May 2007. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aoBvlfNqzYp4>>

ERNST & YOUNG. **Russian M&A market overview 2009**. Moscow: Ernst & Young, 2010.

ERNST & YOUNG. **Ungearred for growth**: mergers, acquisitions and capital raising in mining and metals. s/l: Ernst & Young, 2011.

EVRAZ. **Relatório anual**. 2008.

FILIPPOV, S. **Russia's emerging multinational companies amidst the global economic crisis**. Maastricht: United Nations University, 2011. (UNU-Merit Working Paper 2011-003)

FIRST financial aid in Russia: the Russian government lends \$10 billion to cash-strapped firms. **The economist**, 31 Oct. 2008.

estabilidade e, por isso, não diferia muito da assistência que outros países haviam dado a suas instituições financeiras problemáticas (HUMBER, 2008).

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). **World economic outlook: April 2011**. Washington DC: IMF, 2011.

GOLDSWORTHY, B.; ZAKHAROVA, D. **Evaluation of the oil fiscal regime in Russia and proposals for reform**. IMF, 2010. (IMF Working Paper n. 10/33)

GURIEV, S.; TSYVINSKI, A. Challenges facing the Russian economy after the crisis. *In: ÅSLUND, A.; GURIEV, S.; KUCHINS, A. (Ed.). **Russia after the global economic crisis***. Washington DC: Peterson Institute for International Economics, Center for Strategic and International Studies, New Economic School, 2010.

HUMBER, Y. Kremlin sidelines oligarchs in taking Norilsk control. **Bloomberg**, 18 Dec. 2008. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aLyndimCNJvY>>

HUMBER, Y.; CLARK, T. Oligarchs seek \$78 billion as credit woes help Putin. **Bloomberg**, 22 Dec. 2008. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=avGyVvJh9b3w&refer=home>>

KALOTAY, K.; SULSTAROVA, A. Modelling Russian outward FDI. **Journal of international management**, v. 16, n. 2, p. 131-142, 2010.

KLINGER, P. Rosneft sues Yukos for \$ 11bn in tax row. **The times**, 16 Mar. 2005. Disponível em: <http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/natural_resources/article428557.ece>

KPMG. **M&A market in Russia in 2009**. Moscow: KPMG, 2010.

KPMG. **M&A in Russia in 2010-Q1 2011**. Moscow: KPMG, 2011.

KREMLINOMICS: why the russian markets have fared worse than others. **The economist**, 16 Oct. 2008.

LIUHTO, K.; VAHTRA, P. Foreign operations of Russia's largest industrial corporations: building a typology. **Transnational corporations**, v. 16, n. 1, p. 117-144, 2007.

LIVESEY, B.; KOH, A. OMV sells 21% Mol stake to Russia's Surgutneftegas. **Bloomberg**, 30 Mar. 2009. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aWc.FcAommKQ>>

LUKOIL buys Italian refinery. **Ria Novosti**, 26 Jun. 2008. Disponível em: <<http://en.rian.ru/analysis/20080626/112276064.html>>

MARINS, L. As crises e as oportunidades. **Motivação e sucesso**, 8 a 14 fev. 2009.

MATERNOVSKY, D.; KOLESNIKOVA, M. Mechel agrees to refinance \$2.6 billion of bank loans. **Bloomberg**, 13 Jul. 2009. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a62Hm2ruUHq0>>

METALS giant Evraz Group receives \$1.8 bln loan from VEB. **Ria Novosti**. 24 Nov. 2008. Disponível em: <<http://en.rian.ru/business/20081124/118480648.html>>

NICHOLSON, A. Surgutneftegaz shares jump on sale of Mol stake to Hungary. **Bloomberg**, 24 May 2011. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/news/2011-05-24/surgutneftegas-shares-jump-on-sale-of-mol-stake-to-hungary-1-.html>>

POMERANZ, L. Rússia: a estratégia recente de desenvolvimento econômico-social. *In*: CARDOSO JR., J.; ACIOLY, L.; MATIJASCIC, M. (Org.). **Trajetórias recentes de desenvolvimento**: estudos de experiências internacionais selecionadas. Brasília: Ipea, 2009.

POMERANZ, L. Rússia: mudanças na estratégia de desenvolvimento pós-crise? *In*: ALVES, A. (Ed.). **Uma longa transição**: vinte anos de transformações na Rússia. Brasília: Ipea, 2011.

ROSNEFT. Rosneft to acquire 50% of Ruhr Oel GmbH. **Site da Rosneft**, 15 Oct. 2010. Disponível em: <<http://www.rosneft.com/news/financial/15102010.html>>

RUSAL raises \$2.24 billion in Hong Kong IPO. **Bloomberg**, 25 Jan. 2010. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aTDzfUyvQmco>>

RUSSIA'S VEB approves \$1.8 bln loan to Evraz. **Reuters**, 24 Nov. 2008. Disponível em: <<http://uk.reuters.com/article/2008/11/24/sppage023-lo693904-oisbi-idUKLO69390420081124>>

RUSSIA'S Mechel buys U.S. Bluestone Coal. **Ria Novosti**, 22 Apr. 2009. Disponível em: <<http://en.rian.ru/business/20090422/121251343.html>>

SAVING the oligarchs: the Kremlin is bailing out the business tycoons it was once expected to curb. **The economist**, 3 Dec. 2009.

SCHEPP, M. Global downturn brings Russia's oligarchs to their knees. **Spiegel on line**, 1 Aug. 2009. Disponível em: <<http://www.spiegel.de/international/business/0,1518,600164,00.html>>

SCHUTTE, G. Economia de petróleo e gás: a experiência russa. *In*: ALVES, A. (Ed.). **Uma longa transição**: vinte anos de transformações na Rússia. Brasília: Ipea, 2011.

SEVERSTAL takes full control of Lucchini. **The Moscow times**, 5 Mar. 2010. Disponível em: <<http://www.themoscowtimes.com/business/article/severstal-takes-full-control-of-lucchini/400998.html>>

SEVERSTAL acquires 100% of Crew Gold Corporation. **Marketwire**, 10 Jan. 2011. Disponível em: <<http://www.marketwire.com/press-release/severstal-acquires-100-of-crew-gold-corporation-lse-svst-1378015.htm>>

SKOLKOVO; COLUMBIA PROGRAM ON INTERNATIONAL INVESTMENT (CPII). **Russian multinationals bullish on foreign markets**. Moskow; New York: Skolkovo; CPII, 2007.

SKOLKOVO. **Emerging Russian multinationals: achievements and challenges**. Moskow: Skolkovo, 2008.

SKOLKOVO. **Global expansion of emerging multinationals: post-crisis adjustment**. Moskow: Skolkovo, 2009.

SOCOR, V. Lukoil goes Dutch. **Asia Times**, 1 Jul. 2009. Disponível em: <http://www.atimes.com/atimes/Central_Asia/KG01Ag02.html>

STEWART, C. Deripaska's RusAl gets stake in Norilsk Nickel. **The St. Petersburg times**, 25 Dec. 2007. Disponível em: <http://www.sptimes.ru/index.php?action_id=2&story_id=24587>

THE LONG arm of the State: the financial crisis may lead to renationalization by stealth. **The economist**, 27 Nov. 2008.

VAHTRA, P. **Expansion or exodus?** Russian TNCs amidst the global economic crisis. Turku, Finland: Pan-European Institute, 2009. (Electronic publications of Pan-European Institute 20/2009)

VENES, R. Oligarchs face the Russian bear hug: ill-fated acquisitions, funded by loans against core holdings, are coming back to haunt many of Russia's leading business luminaries. **Acquisitions monthly**, 1 Mar. 2009.

WHITE, G.; CIMILLUCA, D. An oligarch's struggle: Deripaska seeks investors in a race to save his metals empire. **The Wall Street journal**, 22 Dec. 2008.

WHITE, G.; KOLYANDR, A. New détente: Putin, tycoons rescue each other in crisis. **Wall Street journal**, 6 Jan. 2010.

WHITMORE, B. Russian oligarchs feeling the heat of financial crisis. **Radio free Europe**, 20 Oct. 2008. Disponível em: <http://www.rferl.org/content/Oleg_Deripaska/1331255.html>

WIŚNIEWSKA, I.; DUBAS, A.; ROGOŹA, J. **Russia in crisis: year one**. Warszawa: Ośrodek Studiów Wschodnich (OSW), 2010.

ANEXO A

TABELA 2

Maiores fusões e aquisições envolvendo empresas russas - 2009-2010

Compradora	Empresa Adquirida	País de origem/atução	Setor	Valor (US\$)	Capital (%)	Natureza	Ano
VimpelCom	Weather Investments	Egito / Egito, Itália e Coréia do Norte	Telecomunicações	6.500	(a)	Fusão	2010
VimpelCom	Kyivstar	Ucrânia	Telecomunicações	5.516	100,00%	Fusão	2009
Surgutneftegaz	MOL	Hungria	Petróleo	1.852	21,00%	Aquisição (c)	2009
Gazprom Neft	Sibir Energy	Reino Unido	Petróleo	1.806	60,00%	Aquisição	2009
TNK-BP	participações acionárias da British Petroleum (b)	Venezuela e Vietnã	Petróleo	1.800	(b)	Aquisição	2010
Grupo de investidores	Zaporizhstal	Ucrânia	Metalurgia	1.700	100,00%	Aquisição	2010
Lukoil	Lukarko	Estados Unidos/Reino Unido/Rússia	Petróleo	1.600	46,00%	Aquisição	2009
Rosneft	Ruhr Oel (participação da PDVSA)	Alemanha	Petróleo	1.600	50,00%	Aquisição	2010
ARMZ	Mantra Resources	Austrália/Tanzânia	Mineração	1.100	100,00%	Aquisição	2010
ARMZ	Uranium Ore	Canadá/Cazaquistão	Mineração	1.055	37,00%	Aquisição	2010
Grupo de investidores	Industrial Union of Donbass	Ucrânia	Metalurgia	1.000	50% + 2 ações	Aquisição	2010
Lukoil	Total Raffinaderij Nederland (refinaria da Total)	Países Baixos	Petróleo	725	45,00%	Aquisição	2009
Mechel	Bluestone Coal	Estados Unidos	Mineração	568	100,00%	Aquisição	2009
Magnitogorsk	MMK Atakas Metalurji Sanayi	Turquia	Metalurgia	485	50% - 1 ação	Aquisição	2010
ARMZ	Effective Energy	Países Baixos	Mineração	470	100,00%	Aquisição	2009
Severstal	Crew Gold	Canadá/Guiné	Mineração	449	89,3	Aquisição	2010
Polyus Gold	KazakhGold	Cazaquistão	Mineração	269	50,00%	Aquisição	2009

Fontes: Ernst & Young (2010; 2011) e KPMG (2010; 2011).

Notas:

(a) 100% da Wind Telecomunicazioni e 51,7% da Orascom Telecom.

(b) Foram adquiridas participações acionárias em três joint ventures da BP com a PDVSA, na Venezuela, e em ativos do setor de gás natural, no Vietnã.

(c) Devido a pressões políticas, a Surgutneftegaz revendeu suas ações na MOL ao governo da Hungria em maio de 2011 (NICHOLSON, 2011).



Ipea – Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República