

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

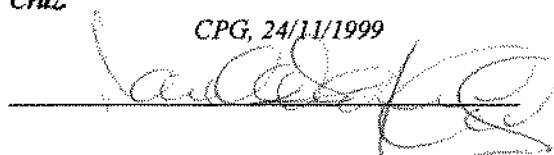
INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO E FUSÕES E
AQUISIÇÕES: ESTUDOS DE CASO PARA OS RAMOS DE
AUTOPEÇAS E DE ALIMENTOS/BEBIDAS

Rute Imanishi Rodrigues

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de Mestre em Ciências
Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr.
Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz.

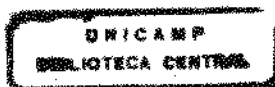
*Este exemplar corresponde ao original da
dissertação defendida por Rute Imanishi
Rodrigues em 24/11/1999 e orientada pelo
Prof. Dr. Paulo Roberto Davidoff Chagas
Cruz.*

CPG, 24/11/1999



Campinas, 1999

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE



UNIDADE	BC
Nº CHAMADA:	1/UNICAMP
	R0781
V.	Ex.
TOMBO BC/	41928
PROC.	278/00
C	☐
D	☒
PRECº	R\$ 11,00
DATA	30-02-00
Nº CPD	

CM-00145139-1

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

R618i Rodrigues, Rute Imanishi
Investimento direto estrangeiro e fusões e aquisições: estudos de caso para os ramos de autopeças e de alimentos/bebidas / Rute Imanishi Rodrigues. – Campinas, SP : [s.n.], 1999.

Orientador: Paulo Roberto Davidoff Chagas Cruz.
Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia.

1. Reestruturação industrial – Brasil. 2. Investimentos estrangeiros – Indústria de transformação – Brasil. 3. Indústrias de transformação – Fusões. I. Cruz, Paulo Roberto Davidoff Chagas. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

*Uma fazenda
Com casarão
Imensa varanda
Dá gerimum
Dá muito mamão
Pé de jacarandá
Eu posso vender
Quanto você dá?*

(...)

*Sou feliz
E devo a Deus
Meu éden tropical
Orgulho dos meus pais
E dos filhos meus
Ninguém me tira nem por mal
Mas posso vender
Deixe algum sinal*

*Bancarrota blues
Edu Lobo - Chico Buarque/1985*

Índice

<u>Apresentação</u>	3
<u>Capítulo 1: Notas Introdutórias</u>	6
1.1. <i>Fusões e Aquisições e Investimento Direto Estrangeiro</i>	7
1.2. <i>Investimentos Diretos e o Balanço de Pagamentos</i>	16
<u>Capítulo 2: As Fusões e Aquisições Industriais no Brasil no Período Recente – Determinantes e Impactos Esperados sobre o Balanço de Pagamentos</u>	22
2.1. <i>Os Investimentos das Empresas Estrangeiras e as Fusões e Aquisições</i>	22
2.2. <i>Os Investimentos Estrangeiros e a Sustentabilidade do Balanço de Pagamentos</i>	29
<u>Capítulo 3 - F&As e Desnacionalização no Setor de Autopeças</u>	45
3.1. <i>Tendências Internacionais no Setor de Autopeças</i>	46
3.2. <i>Estrutura do Setor de Autopeças no Brasil</i>	48
3.3. <i>Ambiente Interno e as F&As no Setor de Autopeças</i>	50
3.4. <i>Uma Amostra de Transações de F&A</i>	54
3.5. <i>Conclusões</i>	63
<u>Capítulo 4: Estabilização de Preços e F&As nos Ramos Alimentos/Bebidas</u>	65
4.1. <i>Tendências Internacionais na Indústria de Alimentos</i>	65
4.2. <i>Estrutura do Setor de Alimentos no Brasil</i>	66
4.3. <i>Ambiente Interno e as F&As nos Ramos Alimentos/Bebidas</i>	68
4.4. <i>Uma Amostra de Transações de F&A</i>	73
4.5. <i>Conclusões</i>	82
<u>Considerações Finais</u>	85
ANEXO 1 : Esclarecimento Contábil	90
ANEXO 2: Nota Metodológica	94
ANEXO 3: Distribuição dos Ativos de Capital Estrangeiro	96
ANEXO 4 : Outras Modalidades de Investimentos Estrangeiros Medidos pelo Balanço de Pagamentos ...	98
Bibliografia	101

Índice de Tabelas e Gráficos

Tabela 1 Fusões, Aquisições, Joint Ventures e Alianças - Número de Transações	22
Tabela 2 Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997 - Quadro Geral	33
Tabela 3 Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997 - Serviços	33
Tabela 4 Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997 - Indústria de Transformação	35
Tabela 5 Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997 - Principais Setores Receptores da Indústria.....	35
Tabela 6 Investimentos Estrangeiros Programados - 1994-1998	37
Tabela 7 Fontes de Recursos do Regime Automotivo	38
Tabela 8 Autopeças: Balança Comercial e Coeficientes de Abertura.....	51
Tabela 9 Autopeças: Indicadores de Desempenho do Setor	52
Tabela 10 Empresas Nacionais de Autopeças entre as 500 maiores	53
Tabela 11 Autopeças: Aquisições e Joint Ventures - número de transações	54
Tabela 12 Autopeças: Amostra de Transações	56
Tabela 13 Indústria de Alimentos: Variação do índice de Produção Física	69
Tabela 14 Indústria de Alimentos: Indicadores de Desempenho	69
Tabela 15 Cerveja: Indicadores de Comércio Exterior e Rentabilidade	70
Tabela 16 Laticínios: Indicadores de Comércio Exterior e Rentabilidade	71
Tabela 17 Cadeia do Trigo: Indicadores de Comércio Exterior e Rentabilidade	72
Tabela 18 Alimentos/Bebidas: Aquisições, Joint Ventures e Alianças - Número de Transações	74
Tabela 19 Investimentos Estrangeiros em F&A: Ramo de Destino	75
Tabela 20 Alimentos/Bebidas: Amostra de Transações	76
Tabela 21 Distribuição dos Ativos das Empresas de Capital Estrangeiro no Brasil - Quadro Geral..	96
Tabela 22 Distribuição dos Ativos das Empresas de Capital Estrangeiro no Brasil - Serviços	96
Tabela 23 Distribuição dos Ativos das Empresas de Capital Estrangeiro no Brasil - Indústria.....	97
Tabela 24 Investimentos Estrangeiros - Todas as Modalidades (1980-1997).....	99
Tabela 25 Investimentos Estrangeiros - Formas Monetárias <i>versus</i> Não-Monetárias	98
 Gráfico 1 Investimento Direto Estrangeiro/Investimento Global (1980-1997).....	30
Gráfico 2 Remessas de Lucro e Dividendos - 1980-1997	43

Apresentação

Os investimentos diretos estrangeiros financiaram parcelas crescentes dos déficits em transações correntes do balanço de pagamentos, entre 1995-1998, e suscitaram amplo debate acerca do papel dessa modalidade de capital para o financiamento dos déficits e para a reestruturação produtiva da economia brasileira. Um aspecto importante da reestruturação foi a redefinição dos espaços reservados aos capitais estatal, estrangeiro e nacional, que já vinham sendo alterados, sobretudo com o processo de privatização a partir de 1990.

A presente dissertação focaliza os ramos de autopeças e alimentos/bebidas para discutir as relações entre os investimentos diretos estrangeiros (IDEs) e o processo recente de desnacionalização na indústria e para avaliar os impactos esperados desse aspecto da reestruturação sobre as contas do balanço de pagamentos.¹

Tais setores foram escolhidos como casos representativos dos investimentos estrangeiros na forma de fusões e/ou aquisições (F&A) na indústria por uma conjunção de fatores. Em primeiro lugar, ressalte-se que o complexo automotivo e a indústria de alimentos foram dois exemplos de setores dinâmicos, em termos do nível da produção de bens finais, a partir do Plano Real. Por outro lado, os dois casos permitem contrastar, a partir da inserção dos setores na dinâmica industrial, o ciclo de modernização observado. Dadas as diferenças estruturais das indústrias em questão houve disparidade entre os determinantes setoriais específicos que levaram a intensificação da participação estrangeira em F&As, que ilustram a heterogeneidade da reestruturação e das motivações das F&As ocorridas. Além disso, os ramos focalizados foram, ao mesmo tempo, importantes em termos de número de F&As e em termos de ingressos de IDE medidos pelo balanço de pagamentos, no conjunto da indústria.

As fusões e aquisições foram um aspecto importante da reestruturação e, em certa medida, explicam o baixo dinamismo dos investimentos fixos observados no período recente. Os altos ganhos de produtividade alcançados através de estratégias de especialização produtiva e redução de custos garantiram rentabilidade positiva para os projetos de reconversão de plantas já existentes, a despeito do ambiente macroeconômico desfavorável à retomada sustentada dos investimentos, sobretudo no que diz respeito as elevadas taxas de juros domésticas (Bielschowsky, 1998).

¹ Não há estatísticas que discriminem as aquisições de capacidades existentes nos ingressos de IDE, nem estatísticas sistemáticas sobre a distribuição setorial dos ingressos e tampouco sobre as mudanças na estrutura de propriedade no Brasil. Para contornar essas dificuldades, construiu-se uma base de dados para as transações de fusão/aquisição

As políticas internas adotadas a partir do Plano Real radicalizaram determinadas tendências do processo de F&A, que já eram observadas desde o início da década. Tais políticas protegeram a rentabilidade de determinados setores produtores de bens finais e prejudicaram a rentabilidade e/ou reduziram a participação relativa no mercado da produção local de setores produtores de bens intermediários e de capital. Em linhas gerais, além das motivações ditadas pelas características específicas dos mercados, os determinantes das F&As foram assimétricos para os ramos, a depender de sua inserção na estrutura industrial.

As subsidiárias de empresas estrangeiras, sobretudo as já instaladas, tiveram papel de destaque nas aquisições ocorridas na indústria. O maior coeficiente de importação tendeu a alterar mais intensamente o valor das firmas para os proprietários nacionais, uma vez que as subsidiárias têm, via de regra, vantagens competitivas, e puderam responder mais facilmente ao novo contexto. Ressalte-se que as vantagens comerciais, principalmente as importações intra-firma, permitiam às subsidiárias readequar a produção local aos novos parâmetros comerciais com maior agilidade.

Os investimentos diretos estrangeiros, tal como registrados no balanço de pagamentos, representaram apenas um entre os diversos mecanismos de financiamento dos projetos das subsidiárias. Os ingressos de IDE concentraram-se em atividades de serviços, que tinham baixa participação de capitais externos e são, atualmente, importantes receptoras de investimentos diretos iniciais. Na indústria, que contava com alto grau prévio de internacionalização, os mecanismos internos de financiamento – tais como, lucros retidos, empréstimos e subsídios locais – e os empréstimos e financiamentos externos em moeda, assim como no passado, foram importantes fontes de recursos para os projetos de expansão das firmas.

Ao contrário dos prognósticos governamentais sobre o processo de IDE, os investimentos das empresas estrangeiras no período não tenderam a aumentar, pelo menos no curto-prazo, as exportações líquidas do país (Laplane e Sarti, 1997b). Por outro lado, a expansão das empresas estrangeiras, mesmo que viabilizada, em grande medida, por mecanismos internos de financiamento, tendeu a aumentar o potencial de remessas financeiras ao exterior.

O capítulo 1, de natureza introdutória, expõe alguns conceitos presentes na literatura sobre investimentos diretos e sobre fusões e aquisições, que foram utilizados e interpretados no contexto do problema específico da pesquisa nos capítulos seguintes. Este capítulo também introduz a discussão sobre a sustentabilidade do financiamento do balanço de pagamentos, as

(F&A) conduzidas por empresas estrangeiras nos dois ramos de atividade da indústria supracitados. As fontes utilizadas são descritas no “Anexo 2”.

características financeiras dos IDEs bem como o debate recente sobre os impactos comerciais dos investimentos estrangeiros no Brasil.

O capítulo 2 analisa a influência do ambiente interno sobre as F&As conduzidas por empresas estrangeiras na indústria, entre 1994-1997, e certas características de tais processos observadas neste período. O capítulo também discute a importância dos ingressos líquidos de IDE como fonte de financiamento das subsidiárias locais contrapondo-os à outras modalidades de financiamento interno e externo. Discute-se também os impactos esperados dos investimentos das empresas estrangeiras (independentemente da modalidade de financiamento utilizada) sobre as contas externas, no período recente.

Finalmente, os capítulos 3 e 4, apresentam os estudos de caso para os ramos de autopeças e alimentos bebidas, respectivamente. Nestes capítulos, são considerados os determinantes setoriais específicos das fusões e aquisições, internos e externos e, através de uma amostra de transações de F&A, as expectativas de preços de vendedores e compradores de empresas são contrapostas. Nos estudos de caso, os conceitos introduzidos no capítulo 1 bem como o cenário mostrado no capítulo 2, são retomados para avaliar as vantagens firma-específicas das empresas multinacionais e as motivações dos vendedores de empresas.

A pesquisa focaliza o período 1994/95-1997, que pode ser visto como uma primeira fase do governo Cardoso. Porém, a amostra de transações de F&A analisadas nos estudos de caso refere-se à operações ocorridas entre 1994 e 1996 que, embora desfalcadas de um ano, permitiram aferir as tendências gerais dos processos examinados. Da mesma forma, outras fontes de dados utilizadas nem sempre cobriram exatamente o período 1994/95-1997, embora tenham sido suficientes para verificar a tendência geral do período-base da dissertação.

Capítulo 1: Notas Introdutórias

Este capítulo introduz algumas referências conceituais necessárias ao exame dos temas centrais tratados na presente dissertação. Tais referências estão organizadas em dois blocos distintos de questões. O primeiro bloco preocupa-se, fundamentalmente, com os determinantes mais gerais dos processos de fusões e aquisições e de investimentos diretos estrangeiros. Este bloco visa proporcionar elementos para a posterior discussão sobre o papel do ambiente macroeconômico e das políticas econômicas nos processos simultâneos de fusões e aquisições e absorção de investimentos diretos, ocorridos no Brasil após 1994. O segundo bloco, também de caráter introdutório, organiza conceitos relacionados à discussão dos impactos dos IDEs e das F&As sobre o balanço de pagamentos ou, mais exatamente, da sustentabilidade dos processos que combinaram grandes déficits em transações correntes com grande absorção de IDE e forte desnacionalização.

A seção 1 examina os determinantes das F&As e dos IDEs a partir de teorias voltadas para o estudo da organização industrial. Em tais abordagens, os processos de investimentos diretos e os de fusões e/ou aquisições têm, basicamente, os mesmos determinantes. Tal convergência não é mera casualidade, uma vez que as fusões e aquisições são uma forma clássica de investimento direto estrangeiro. E por isso mesmo, como será observado, a literatura utilizada nesta seção, em geral, não distingue analiticamente os investimentos em fusões e aquisições dos investimentos *greenfield* (novas empresas). As decisões de investir, em ambos os casos, são, em linhas gerais, resultado da rentabilidade esperada dos projetos. A escolha entre adquirir uma empresa já existente ou instalar novas capacidades depende da rentabilidade relativa dessas alternativas.²

A seção 2, por sua vez, alinha os elementos necessários ao exame da sustentabilidade de processos de crescimento apoiados em grande absorção de recursos externos. Nessa discussão, o papel dos IDEs para determinada trajetória do balanço de pagamentos relaciona-se, por um lado, com as características específicas dessa modalidade de capital. Por outro lado, depende de como afetam os investimentos domésticos e as exportações líquidas. E neste ponto, como será visto, é

² Diversos autores privilegiam a abordagem “financeira” do processo de IDE, que se justifica, entre outros fatores, pelo predomínio de instituições financeiras na montagem das operações de compra e venda de empresas. A abordagem financeira, contudo, não será discutida nesta dissertação. Para a presente pesquisa a abordagem da organização industrial é mais adequada uma vez que visa discutir as F&As industriais, especificamente em dois ramos da indústria. Para uma resenha das teorias ligadas a abordagem da “financeirização”, ou da “mundialização do capital”, ver, por exemplo, Fucidji, 1998.

importante distinguir as F&As dos investimentos *greenfield*, à medida que estes têm, no curto-prazo, impactos distintos sobre a formação de capital doméstica. Os efeitos dos IDEs sobre as contas comerciais, por seu turno, dependem crucialmente da forma de integração das subsidiárias com as demais plantas da rede.

Não obstante, do ponto de vista dinâmico, o ambiente macroeconômico interno influencia a atuação das empresas de capital estrangeiro e seus impactos sobre o balanço de pagamentos, em todos os sentidos. Como será visto no final deste capítulo, o debate recente sobre a contribuição dos IDEs para a retomada dos investimentos fixos e para a melhoria das contas comerciais abrigou visões antagônicas sobre a influência do ambiente interno e seus impactos sobre a atuação das empresas multinacionais no Brasil.

1.1. Fusões e Aquisições e Investimento Direto Estrangeiro

As hipóteses deste trabalho sobre a intensificação das F&As na indústria inspiraram-se no esquema analítico originalmente desenvolvido por Penrose (Penrose, 1968). Na visão de Penrose, as F&As são uma consequência natural do processo de crescimento e diversificação das atividades das firmas. A organização em multiplantas facilita a compra e venda de empresas, encoraja o processo de diversificação e, ao mesmo tempo, cria mercados organizados para as F&As.

Em linhas gerais, existe base econômica para as aquisições quando o preço da firma para o vendedor é inferior ou igual ao preço da mesma para o comprador potencial. Considerando o preço da firma igual ao valor presente dos fluxos de caixa esperados num dado período, ou ciclo de negócios, há divergência de preços quando vendedores e compradores têm expectativas de lucro distintas (assumindo que os fluxos de caixa são descontados pela mesma taxa). Podem ser identificadas, dessa forma, tendências sistemáticas a F&As relacionadas aos seguintes fatores:

a) limitações das firmas pequenas: há um ‘ponto crítico’ na trajetória de expansão das firmas pequenas, dado por limitações de ordem empresarial, administrativa e de financiamento, que travam o salto para uma organização maior. Neste ponto, o valor presente das firmas para seus proprietários tende a ser menor que o valor da mesma para potenciais compradores que garantam minimamente o processo de crescimento;

b) expansão de firmas detentoras de vantagens competitivas: a ameaça de uma grande firma, que detém alguma vantagem monopolística, colocar maior capacidade de produção no mercado tende a alterar, para baixo, o valor presente das demais firmas no mercado, à medida que

altera o *market share* das mesmas. Entretanto, deve haver margem de negociação proporcional às barreiras à entrada nos mercados em questão, já que estas garantem a rentabilidade das firmas para os potenciais vendedores;

c) aquisição de ativos estratégicos: quando a expansão das firmas requer a aquisição de uma empresa detentora de ativos estratégicos para seu programa de expansão, o valor presente da firma alvo não deve ser afetado pela mera ameaça de entrada. Nestes casos a perda de rendimentos que a potencial compradora vislumbra em seu programa de expansão tende a superar o valor presente da firma alvo, por exemplo, quando o programa de expansão da primeira não é possível para a segunda;

d) integração de atividades combináveis/complementares: no caso de não haver vantagem monopolística relativa de nenhuma das duas empresas, a fusão pode representar uma combinação de meios de produção mais rentável do que as atividades isoladas das duas firmas. Analogamente, caso as áreas de atuação sejam complementares, a fusão pode ser uma forma mais econômica das empresas obterem novos serviços produtivos sem arriscarem-se em novas áreas de atuação e,

e) compra e venda de divisões e negócios das grandes firmas: a compra e venda de negócios das grandes empresas é governada pelo custo de oportunidade relativo do uso dos fatores produtivos da empresa, especialmente as capacidades administrativa e financeira. Quando capital e administração são abundantes, o preço de venda deve estar acima do valor presente dos lucros esperados; o custo de oportunidade dos recursos é aproximadamente zero. Por outro lado, quando recursos administrativos e/ou capital são escassos, há disposição de vender por um preço tanto menor quanto maior for o rendimento do uso alternativo dos recursos.

As abordagens que enfatizam a relação entre IDE e oligopólios partem da mesma pergunta básica do esquema analítico de Penrose e discutem os fatores que explicam a divergência das expectativas de lucro das firmas, ou, quais as vantagens firma-específicas que uma empresa estrangeira deve possuir para que suas expectativas de retorno sobre determinado empreendimento (firma alvo de aquisições ou novas capacidades) superem a de seus concorrentes nos mercados locais. Tais abordagens minimizam o papel dos IDEs como mecanismo de financiamento e, portanto, descartam as explicações do processo de IDE baseadas em diferenciais de custo de capital entre as economias doméstica e hospedeira.

O trabalho seminal de Hymer, elaborado nos anos 60, pode-se dizer, inverteu os pressupostos neoclássicos para analisar o processo de IDE, abrindo caminhos para a investigação

do tema dentro da abordagem da organização industrial. Na explicação da teoria neoclássica, os fluxos internacionais de capital decorrem dos diferenciais de preço dos fatores de produção entre as economias.³ Na visão hymeriana, a característica predominante do IDE é a de propriedade de ativos produtivos no exterior e não seu papel como mecanismo de financiamento. E isto porque, embora os fluxos de capital sejam necessários para estabelecer uma nova subsidiária, não o são para financiar a expansão das firmas já instaladas. Era uma constatação empírica que o autofinanciamento e/ou empréstimos nas economias hospedeiras eram os mecanismos de financiamento predominantes para a expansão das filiais, uma vez estabelecidas (Dunning e Rugman, 1985; Hymer, 1983).

Influenciado pelo trabalho de J. Bain, Hymer trouxe o conceito de barreiras à entrada para o centro da análise do processo de internacionalização das empresas. Sua abordagem, então, parte da existência de determinadas vantagens específicas das firmas sobre suas concorrentes nos mercados hospedeiros que fazem com que, apesar das dificuldades culturais, seja rentável possuir uma filial externa.

“(...) quando uma empresa estrangeira possui algum tipo de privilégio, sob a forma de patentes, de produtos específicos, de melhores conhecimentos técnicos ou de maiores facilidades de financiamento, encontra-se em condições de compensar o inconveniente de ser estrangeira e competir eficazmente com as empresas locais. Sua possibilidade de superar a desvantagem que implica sua condição de estrangeira será tanto maior - por definição, poder-se-ia quase acrescentar - quanto mais rigorosas sejam as condições impostas ao ingresso de outras empresas, quanto mais alto o grau de concentração e maior o privilégio.” (Hymer, 1983, pág.20).

Assim, os IDEs devem estar fundados em vantagens de monopólio das firmas sobre determinados ativos (tangíveis e intangíveis) que permitem à obtenção de extra-lucros e, portanto, a rentabilidade necessária para superar as dificuldades de controlar ativos produtivos num país estrangeiro. Ao mesmo tempo, as estruturas concentradas de oferta incitam investimentos diretos com a finalidade de obter vantagens sobre os concorrentes e/ou aumento

³ O modelo Heckscher-Ohlin formaliza o pensamento neoclássico sobre comércio exterior e foi, posteriormente, utilizado na explicação dos movimentos internacionais de capitais por Samuelson e Mundel. Ver Dunning, 1988.

dos lucros através, por exemplo, da aquisição de firmas concorrentes ou fornecedoras de insumos.⁴

Os impactos dos investimentos diretos sobre a dinâmica industrial, para Hymer, são análogos aos derivados da concentração da produção em mercados nacionais. Hymer estabelece um paralelo entre os impactos dos IDEs e o processo de concentração de capital nos EUA, observado desde o final do século XIX, que gerou uma extensa legislação anti-truste naquele país. Os impactos dos IDEs, então, são considerados em termos do poder que as empresas têm de “fechar” mercados e estabelecer níveis de produção aquém e/ou de preços além dos que seriam determinados em mercados concorrenciais apropriando-se de extra-lucros, ou ainda no poder de explorar alguma vantagem tecnológica limitando sua difusão.

“Em um ramo de uma indústria, a presença de empresas multinacionais afeta o grau de concorrência e atua sobre o nível de preços e o volume de produção. Quando se leva em conta esses resultados, já não permanece válida qualquer declaração de seu caráter benéfico. Os efeitos são diferentes para a empresa, para cada um dos países nos quais opera e para o mundo. Pode-se supor que a empresa realiza ou prevê realizar lucros, pois de outro modo não investiria; a renda mundial pode aumentar ou diminuir, dependendo de aumentarem ou diminuírem a concorrência e o rendimento; o país receptor pode ganhar e o país de origem perder, ou ainda ambos podem ganhar ou perder, dependendo de quais sejam os territórios em que se realizam os benefícios e quais sejam os que suportam o ônus” (Hymer, 1983, pág. 31).

A abordagem sumariamente exposta nas páginas anteriores, além de permitir a identificação dos determinantes dos processos de IDEs e F&As, lança luzes sobre outro tema que será abordado nos capítulos seguintes, a saber: o do financiamento das subsidiárias de empresas multinacionais (MNEs). Como visto, ao contrário das proposições neoclássicas, a abordagem do

⁴ A análise do IDE como uma extensão da concorrência em oligopólios foi aprofundada nos trabalhos de autores como R. Caves e J. Dunning. Caves qualifica as vantagens firma-específicas das firmas e aprofunda o tratamento analítico das mesmas tipificando as empresas multinacionais de acordo com o tipo de integração de suas plantas produtivas classificadas em três categorias: horizontais, verticais e diversificadas. O ‘paradigma eclético’ de Dunning propõe um instrumental analítico unificado para o processo de IDE e faz uma ponte para as análises que contrapõem os IDEs aos fluxos de comércio internacional. Segundo o paradigma, a decisão de realizar IDE deve permitir à firma alcançar, simultaneamente, três tipos de vantagens: de propriedade, de internalização e de localização. Ver Caves, 1996 e Dunning, 1988.

processo de IDE focalizada na organização industrial observa que as subsidiárias das MNEs tendem a recorrer ao autofinanciamento para a expansão de suas atividades, ou, ainda, em alguns casos, a tomar empréstimos nos mercados das economias receptoras e não nos mercados onde os capitais são abundantes e baratos.

Em primeiro lugar, destaque-se o papel do autofinanciamento entre as alternativas de financiamento das subsidiárias, enfatizado por Penrose (Penrose, 1956). Esta autora observou que as MNEs norte-americanas detinham quase a totalidade do capital social de suas subsidiárias e reinvestiam nas economias receptoras parcelas expressivas dos lucros gerados pelas mesmas. Assim, à medida que as subsidiárias já instaladas abriam novas oportunidades de negócios e adquiriam maior capacidade de adaptação, os investimentos novos das corporações nestas economias eram preteridos a favor das iniciativas das subsidiárias já instaladas, em boa medida autofinanciadas.⁵

Uma série de estudos empíricos testaram a hipótese de hierarquia de fundos, segundo a qual as firmas dão tratamento preferencial à utilização dos lucros retidos frente as tomadas de recursos de terceiros.⁶ Estes estudos tenderam a confirmar duas tendências: a) relação positiva entre liquidez (lucros retidos mais depreciação) e formação de capital e relação negativa entre a taxa dívida/ações e formação de capital; b) interdependência entre investimentos na economia doméstica e nas economias hospedeiras, ou seja, as oportunidades em casa reduzem os investimentos externos (Caves, 1996).⁷

Neste ponto, cabe destacar a relação entre remessas de lucros para as matrizes e autofinanciamento das subsidiárias. A utilização dos lucros gerados nas economias hospedeiras como reinvestimento em projetos locais são interdependentes das decisões de investimento da corporação como um todo. Em momentos de alta rentabilidade relativa, os lucros auferidos pela subsidiária devem financiar seus projetos, enquanto em momentos de baixa rentabilidade relativa

⁵ Neste artigo, Penrose preocupa-se com as consequências do autofinanciamento sobre as contas externas das economias receptoras. Nas suas palavras, “a relatively small initial dollar investment, for example, may establish a firm whose earnings are sufficient to permit extensive expansion through ploughed-back profits, each increment of expansion increasing the foreign liabilities of the country. It is therefore likely that dividend remittances, when they become an important proportion of profits, will be enormously high in relation to the original dollar investment, although not necessarily high in relation to the total foreign investment by the firm”. Penrose, 1956, pág. 220.

⁶ A hipótese de “hierarquia de fundos” encontra respaldo no “princípio do risco crescente” de M. Kalecki. Ver Possas, 1990.

⁷ Alguns estudos testaram a hipótese de a liquidez da matriz (incluindo lucros recebidos das subsidiárias) e sua taxa dívida/ações influenciarem os investimentos domésticos e/ou externos (como Stevens, 1969, Barrel and Pain). Uma série de outros estudos testaram especificamente a hipótese da liquidez das subsidiárias influenciar os investimentos nas economias hospedeiras (Kwack, 1972, McClain, 1974, Reuber et. al, 1973). Para a referência bibliográfica desses estudos, ver Caves, 1996, págs. 137 e 138.

deve haver maiores remessas de lucro para as matrizes, que podem distribuir os recursos para outras plantas estrangeiras, ou reinvesti-los nas economias-sede (Caves, op. cit.).

Em segundo lugar, uma série de autores dedicaram-se ao exame das decisões de endividamento das MNE's. Uma linha de pesquisa concentrou-se no endividamento das subsidiárias nos países hospedeiros como mecanismo de *hedge* das corporações, uma vez que estas pagam dividendos na moeda da economia-sede e, portanto, os investimentos nas subsidiárias estrangeiras carregam risco cambial. Trabalhos empíricos tenderam a confirmar o comportamento de *hedge* dos investimentos nas subsidiárias através de empréstimos tomados nas economias hospedeiras (Caves, op. Cit.).⁸

Estudos recentes (anos 90) investigaram a relação entre as variações reais nas taxas de câmbio e os fluxos de IDE ligados à aquisições de empresas. Haveria um "efeito riqueza" decorrente das desvalorizações reais da taxa de câmbio de um determinado país para as firmas estrangeiras, aumentando a capacidade das últimas adquirirem empresas locais, testado para o caso dos EUA na segunda metade dos anos 80, onde os IDE estiveram majoritariamente voltados para aquisições (Froot e Stein, 1991, apud. Caves, op. cit.). Outros autores, entretanto, relativizaram o poder explicativo dessa hipótese para o caso dos EUA, argumentando que esta está referida ao *timing* do IDE, e não aos seus fatores determinantes, estes últimos mais ligados a uma tendência de longo-prazo de queda na competitividade daquele país (Graham e Krugman, 1995).

Autores brasileiros discutiram o papel do autofinanciamento e dos empréstimos externos em moeda entre as alternativas de financiamento das subsidiárias locais, nos anos 70. Para uma linha de pesquisa, o autofinanciamento e a captação de recursos externos eram as fontes privilegiadas de financiamento ao crescimento das subsidiárias locais e explicavam, em parte, a ausência de mecanismos internos privados de financiamento de longo-prazo (Cruz, 1994). Os empréstimos externos em moeda, a partir dos anos 70, eram a principal fonte 'suplementar' (aos lucros retidos) de recursos para financiar a expansão dessas empresas (Cruz, 1984).⁹ Outros autores ressaltaram que os empréstimos externos em moeda tomados pelas subsidiárias locais

⁸ Alguns estudos apontaram uma tendência a minimizar os aportes de capital para as subsidiárias e tomar o máximo de empréstimos possíveis nas economias hospedeiras (Behrman, 1962, Brooke and Remmers, 1970, Robbins and Stobaugh, 1973). Um estudo para 20 anos de expansão de grandes subsidiárias de empresas estrangeiras na Índia mostrou que apenas 5,5% dos ativos eram financiados com fontes externas (Martinussen, 1988). Um estudo mostrou relação proporcional constante entre ativos e passivos das MNEs denominados em moedas estrangeiras (Goldsbrough, 1979). Para a referência bibliográfica desses estudos, ver Caves, op. cit, pág. 147 e 148.

⁹ Havia evidências de que uma parte dos empréstimos externos em moeda, na forma da lei 4131, significavam empréstimos intra-firma. Ver Cruz, 1984.

eram resultado de um comportamento de aversão ao risco econômico das corporações visando maximizar a apropriação dos lucros gerados pelas subsidiárias (Malan e Guimarães, 1982). As corporações preferiam transferir recursos através de obrigações contratuais, que têm renda preestabelecida, em detrimento de obrigações não-contratuais (IDE).¹⁰

Ainda dentro da abordagem da organização industrial sobre os determinantes dos IDEs, cabe uma breve referência a autores que discutem as relações entre IDE e comércio exterior e destacam o papel dos fatores locais nas decisões de investimento das firmas. Tais autores trataram de experiências distintas de IDEs em economias menos desenvolvidas no pós-guerra: os IDEs norte-americanos voltados para países que se industrializavam através de substituição de importações e os investimentos japoneses voltados para implantação de subsidiárias do tipo plataformas de exportação.

A teoria do ciclo do produto de Vernon estuda o processo de inovação liderado pelos EUA no imediato pós-guerra e trata da expansão horizontal das firmas norte-americanas, que difundiram um padrão industrial voltado para mercados consumidores de alta renda e produtos poupadores de mão-de-obra (Vernon, 1966). Os fatores locais são cruciais na teoria do ciclo, porém não se restringem às dotações relativas de mão-de-obra e capital, mas também estão relacionados à existência de capacidades locais para P&D. A liderança tecnológica dos EUA é vista, em parte, como reflexo de sua supremacia em termos de infra-estrutura científica e tecnológica no pós-guerra (Vernon, 1971).

Na teoria do ciclo, os fluxos de comércio e investimentos internacionais são interdependentes e relacionados ao *timing* do processo de inovação tecnológica. O processo de inovação inicia-se no mercado doméstico, onde as firmas locais encontram-se em posição privilegiada; os novos produtos exigem certo grau de flexibilização técnica da produção, e sua demanda têm baixa elasticidade, minimizando o papel dos fatores locais que poderiam reduzir custos. Na fase de maturidade, quando a produção alcança determinada escala, a planta inicial passa a abastecer a demanda em mercados externos. Finalmente, na fase de padronização, os países menos desenvolvidos podem apresentar significativas economias de custo, sobretudo de mão-de-obra, e induzir investimentos diretos. Estabelecida a produção no exterior, os diferenciais

¹⁰ Nas palavras dos autores, "*Tais empresas (multinacionais) sabem que - em caso de modificações futuras da política vigente, induzidas por exemplo por dificuldades de balanço de pagamentos - o fluxo de dividendos é, sem dívida, mais vulnerável que empréstimos contraindo no exterior, que têm como contrapartida obrigações contratuais a serem honradas pelo mutuário, independentemente inclusive de sua performance econômica expressa na taxa de lucro(...)*". Malan e Guimarães, 1982, pág. 29 (grifos dos autores).

de custos tornam-se mais importantes e podem inclusive viabilizar exportações das economias hospedeiras para as domésticas.

Além do impulso característico da fase de padronização, a decisão de implantar uma subsidiária no exterior é estimulada, também, por alguma promessa ou ameaça à posição de mercado das firmas (produtores locais imitadores, restrições à importações, etc).¹¹ Exemplos típicos, foram os programas de industrialização com substituição de importações que funcionaram como o principal estímulo para os IDEs nas economias menos desenvolvidas. Os mecanismos de proteção à concorrência externa e os incentivos governamentais induziam IDEs ainda que fossem instaladas plantas com escalas aquém do necessário para atingir os custos ótimos de produção, uma vez que a rentabilidade era garantida através de elevadas margens de lucro (Vernon, 1971).

Como contraponto à teoria do ciclo do produto, destaque-se a experiência dos IDEs japoneses nos países menos desenvolvidos, sobretudo do sudeste asiático (mas também em países da África, Oriente Médio e América Latina) no pós-guerra. Ao invés de substituir importações, estes foram voltados para implantação de subsidiárias exportadoras (Kojima, 1985). A expansão das MNEs manufatureiras do Japão foi realizada, principalmente, através das *tradings companies* japonesas em *joint-ventures* nas economias hospedeiras, visando explorar os fluxos comerciais dos empreendimentos - importando máquinas e equipamentos da economia-sede e ocupando-se do marketing e da venda dos produtos finais manufaturados nas economias hospedeiras.¹² Tais empreendimentos concentraram-se em indústrias intensivas em mão-de-obra e com alta padronização tecnológica, em plantas, em geral, de pequena escala. O forte crescimento da economia japonesa no pós-guerra e a escassez de recursos naturais naquele país estimularam, ao mesmo tempo, programas governamentais de desenvolvimento para projetos de grande escala, em economias abundantes em recursos naturais, visando abastecer a indústria japonesa de importantes insumos industriais.

¹¹ O conceito de "ameaça" de Vernon incorpora a hipótese de Knickerbocker de IDEs como um movimento de "reação oligopolística". A hipótese de Knickerbocker baseou-se na construção de um índice (*entry concentration index*) mostrando que as entradas das firmas norte-americanas em mercados estrangeiros eram agrupadas no tempo, revelando um comportamento das firmas de "seguir o líder" com vistas a manter os *market-shares* relativos, e/ou posições privilegiadas para compra de insumos. Ver Lizondo, 1991.

¹² As MNEs japonesas organizaram-se como "zaibatsus" - grupos que reúnem várias companhias, bancos, seguros, transportes além das ditas companhias comerciais. As *tradings* também funcionaram como "quasi bankers", organizando o financiamento das empresas com empréstimos em moeda advindos de seus bancos associados no Japão e atuaram na transferência de tecnologias intensivas em mão-de-obra para os empreendimentos. Ver Kojima, 1985.

É importante salientar que, para ambas as visões, os fatores determinantes daquelas experiências de IDE teriam deixado de vigorar a partir dos anos 70. Para Vernon, o poder explicativo da teoria do ciclo reduziu-se com o passar dos anos à medida que cresceram as redes de filiais das MNEs e os padrões de renda e consumo entre as economias industrializadas tornaram-se mais homogêneos.¹³ A perda da liderança tecnológica dos EUA nos anos 70 é vista, em grande medida, como resultado da convergência de renda e infra-estrutura para P&D entre as economias industrializadas. Essas transformações, contudo, não configuravam uma tendência de atuação das MNEs como “*global scanners*” onde, hipoteticamente, a incerteza e a ignorância não seriam função de distâncias geográficas.¹⁴ No caso da experiência japonesa, para Kojima, a partir de meados da década de 70 as *tradings companies* teriam perdido importância, refletindo as transformações na estrutura industrial do Japão em direção a setores intensivos em tecnologia e, à redução dos custos da mão-de-obra com a robotização da produção.

Autores brasileiros discutiram o papel da dinâmica comercial das empresas multinacionais, a partir do início dos anos 70, para o esgotamento do modelo de industrialização com substituição de importações. Para Celso Furtado, em linhas gerais, a crise internacional dos anos 70 impôs, em primeiro lugar, um esforço de ajuste nas economias centrais no sentido de intensificar seu esforço exportador, em conflito com os processos de internalização de determinados segmentos da cadeia produtiva na periferia do sistema. Nos países periféricos a solvência internacional a médio e longo-prazo também teria imposto um desvio dos setores mais competitivos para o mercado externo. A lógica da expansão das multinacionais para os países da América Latina, que desde o pós-guerra apoiava-se no crescimento dos mercados internos dessas economias, a partir dos anos 70 teria deixado de ser convergente com os processos de industrialização com substituição de importações (Furtado, 1992).

¹³ Nas palavras de Vernon, “*The evidence is fairly persuasive that the product cycle hypothesis had strong predictive power in the first two or three decades after World War II (...). But certain conditions of that period are gone. For one thing, the leading MNCs have now developed global networks of subsidiaries; for another, the US market is no longer unique among national markets either in size or factor cost configuration*”. Vernon, 1979, pág. 265.

¹⁴ Nas palavras de Vernon, “*The hypothetical global scanner, of course, is not to be found in the real world. The acquisition of information is seldom altogether cost less; and the digestion and interpretation of information always entails cost*”. Vernon, *op. cit.*, págs. 261-262.

1.2. Investimentos Diretos e o Balanço de Pagamentos

a dinâmica de absorção de recursos do exterior e os requisitos da sustentabilidade

Conforme explicitado anteriormente, esta seção 2 visa introduzir alguns conceitos requeridos para o exame dos impactos dos investimentos diretos e das fusões e/ou aquisições sobre o balanço de pagamentos, tendo como referência a intertemporalidade de tais processos.

Os investimentos diretos, como é sabido, são uma modalidade de ingresso de capital e, assim como os demais influxos, passam a fazer parte do passivo externo sobre o qual incidem serviços ao exterior. Contudo, os IDEs, além de gerarem fluxos de renda enviados ao exterior, têm impactos sobre a atividade produtiva que alteram (ou podem alterar) a posição das exportações líquidas do país receptor.

Uma das formas utilizadas para a avaliação dos impactos dos IDEs sobre o balanço de pagamentos é aquela que busca medir a sustentabilidade dos processos de absorção de recursos externos.¹⁵ Segundo tal enfoque, o problema da absorção de capitais externos por uma economia diz respeito, em linhas gerais, a capacidade de pagamento dos compromissos assumidos. Como a ocorrência de déficits em transações correntes financiados por superávits na conta capital implica a ampliação do passivo externo, a dinâmica de crescimento econômico com absorção apenas pode ser considerada sustentável caso haja motivos para acreditar que a economia aumentará suas exportações líquidas para honrar os compromissos assumidos no presente, considerando tudo o mais constante.¹⁶ Ou seja, mesmo na hipótese de não haver qualquer choque exógeno que modifique o comportamento dos fluxos internacionais de capitais, a sustentabilidade da trajetória de financiamento depende, em última instância, da capacidade da economia devedora reforçar suas exportações líquidas sem que seja necessário recorrer a políticas de contenção da demanda interna.

Dois são os parâmetros fundamentais usados para medir a sustentabilidade da trajetória de financiamento, a saber: as relações passivo externo/PIB e passivo externo/exportações líquidas. Dada a taxa de remuneração do passivo externo, essas relações medem a parcela do produto interno e das exportações comprometidas com o pagamento dos serviços incidentes sobre o passivo. Ou, de acordo com a contabilidade nacional, medem a magnitude das transferências de recursos reais ao exterior (superávits em bens e serviços não fatores) que, na ausência de influxos de capitais, são necessárias para financiar a renda líquida enviada ao exterior (déficits em

¹⁵ Ver, por exemplo, Maka, 1997 e Giambiagi, 1997.

serviços fatores) que remuneram o passivo externo. Como a absorção de capitais externos leva ao crescimento do passivo, o produto e as exportações devem crescer ao longo do tempo e alcançar valores suficientes para que a transferência de recursos reais ao exterior prescindia de reduções nos gastos correntes e/ou nos investimentos domésticos.

A estabilidade dos parâmetros supracitados implica que a absorção de recursos externos deve ser concomitante ao crescimento dos investimentos, e não apenas do consumo corrente, para que a relação passivo externo/PIB não assuma uma trajetória explosiva. Por outro lado, os investimentos devem conduzir a acréscimos nas exportações, ou a substituição de importações, viabilizando futuros superávits nas contas de bens e serviços não-fatores (exportações líquidas).

Os IDEs e a dinâmica de absorção de recursos do exterior

Como visto, o efeito final dos IDEs na dinâmica de absorção segundo o enfoque da sustentabilidade depende de seus impactos sobre o passivo externo e sobre os investimentos domésticos e as exportações líquidas.

Para iniciar o exame das questões acima, observe-se que os IDEs são tanto uma modalidade de financiamento supostamente de baixo risco (ou de menor volatilidade) quanto uma fonte autônoma de crescimento do passivo. Como são capitais de risco de longo-prazo, os IDEs têm baixa liquidez, característica reforçada no caso brasileiro pela fraca participação das subsidiárias de empresas estrangeiras nas bolsas de valores domésticas. Assim, a repatriação do IDE depende da viabilidade econômica de converter determinados ativos reais em moeda e sua taxa de remuneração é, em parte, função do nível de atividade, que afeta a taxa de lucro das empresas. Daí ser considerada uma modalidade qualitativamente superior de financiamento externo: a baixa liquidez inviabiliza alta rotatividade dos fluxos de entradas e saídas de capital e a taxa de remuneração potencial deve ter correlação positiva com o ciclo econômico.

Contudo, há pelo menos duas implicações a considerar. Em primeiro lugar, a parcela do passivo externo correspondente ao IDE conta com um componente autônomo de crescimento uma vez que o aumento do capital social das empresas estrangeiras prescinde de novos ingressos de capital. A expansão das firmas através de mecanismos internos de financiamento mascara a pressão do passivo externo aumentado sobre as contas do balanço de pagamentos. Em segundo lugar, há um *trade-off* entre remessas de lucro e reinvestimentos que torna ambígua a correlação

¹⁶ Tal problema coloca-se quando há déficit em transações correntes, uma vez que apenas neste caso há aumento do

positiva entre remessas efetivas e nível de atividade. A falta de oportunidades para reinvestir localmente em períodos de recessão pode aumentar a propensão a efetivar remessas de lucro ao exterior ao invés de reduzi-la, e vice-versa.¹⁷

Já o exame do impacto dos IDEs na formação de capital doméstica exige a diferenciação dos ingressos de IDE destinados a aquisição de ativos existentes daqueles investimentos em novas empresas/plantas produtivas. Os ingressos de investimentos diretos podem assumir três formas básicas, a saber: aportes de capital entre matriz-subsidiária, investimentos *greenfield*, e aquisição de ativos existentes. No curto prazo, a única forma que deve conduzir diretamente a investimentos em capital fixo é a forma *greenfield*, que significa a implantação de uma nova empresa e/ou planta produtiva. Os aportes de capital matriz-filial resultam na capitalização da empresa receptora, mas podem se traduzir em investimentos em capital fixo ou não; devem ser encarados como qualquer outro mecanismo de financiamento que pode servir para gastos correntes, investimentos produtivos ou demais aplicações. No caso de financiarem trocas patrimoniais os ingressos de IDE significam um fluxo financeiro que não se destina a empresa receptora, mas ao vendedor de participação acionária que deve deixar o negócio. Não há, neste caso, qualquer impacto direto desse influxo financeiro sobre os projetos de investimento da empresa receptora. Os investimentos *greenfield*, assim como os aportes de capital utilizados para financiar investimentos em capital fixo devem aumentar o produto, enquanto as trocas patrimoniais não têm, no curto-prazo, impactos diretos sobre os investimentos, mas elevam o passivo externo (exceto as trocas entre grupos estrangeiros). Resulta dessas características que os ingressos de IDE destinados a fusão/aquisição de capacidades existentes pioram a relação passivo externo/PIB num determinado momento do tempo.

Por fim, quanto à balança comercial, a forma de integração das subsidiárias às demais plantas da rede é fundamental para avaliar os impactos esperados dos IDEs sobre as exportações líquidas. As subsidiárias horizontais, que produzem a mesma linha de produtos da matriz, podem ser vistas como IDEs do tipo que substitui importações. Nos casos de integração vertical, por sua vez, os IDEs devem estar acompanhados de maiores fluxos de comércio intra-firma. Quanto a este aspecto, note-se que a integração vertical para frente - ou seja, de integração de subsidiárias na rede como fornecedoras de insumos e componentes para montagem final em outras economias - é responsável por aumento das exportações, enquanto a integração para trás deve

passivo externo, caso contrário o aumento das reservas internacionais neutraliza o referido aumento.

¹⁷ Para uma discussão mais abrangente da suposta melhor qualidade do IDE em face a outras modalidades de capital, ver Kregel, J. A., 1996.

levar ao aumento das importações. Já as plataformas de exportação, ou subsidiárias integradas nos dois sentidos, aumentam simultaneamente importações e exportações.

Porém, do ponto de vista dinâmico, os impactos dos IDE sobre o balanço de pagamentos, em todos os aspectos tratados acima, dizem respeito ao desempenho das empresas de capital estrangeiro e sua influência sobre a concorrência nos mercados locais. E este desempenho é, em grande medida, reflexo do ambiente macroeconômico interno.

Impactos Esperados dos IDEs sobre o Balanço de Pagamento – o debate recente

O debate recente no Brasil sobre os influxos de IDE e seus impactos sobre o balanço de pagamentos reuniu visões antagônicas, não apenas quanto à influência do ambiente interno sobre tais processos, como também sobre a dinâmica de atuação das empresas estrangeiras, sobretudo no tocante às operações de importação e exportação.

Podem ser identificadas três abordagens sobre a contribuição dos IDEs para a reestruturação produtiva e a virtuosidade (ou não) do ciclo de crescimento observado entre 1994/95 e 1997: a) a abordagem das propensões relativas superiores das empresas estrangeiras (EE's) no tocante a produtividade e comércio exterior (Franco, 1996; Moreira, 1999); b) a abordagem das “etapas” do ciclo de IDE (Mendonça de Barros e Goldenstein, 1997); c) a abordagem da especialização produtiva com viés pró-importação (Laplane e Sarti, 1997b).

As duas primeiras abordagens, que compõem a visão (então) governamental do problema, partiram de premissas e chegaram a conclusões similares, apesar de trilharem caminhos distintos. Para ambas, os processos de abertura comercial, globalização, privatização e estabilização estariam conduzindo a economia a um ciclo virtuoso de crescimento não limitado por constrangimentos impostos por crises no balanço de pagamentos, no que diz respeito aos resultados internos.¹⁸ Nesta visão, o ambiente de abertura comercial estaria garantindo, ao mesmo tempo, ganhos de produtividade, estímulos aos investimentos produtivos e distribuição de renda. A concorrência deveria induzir investimentos visando aumentar a produtividade, e os ganhos de produtividade permitiriam reduzir preços e aumentar os salários reais. As empresas multinacionais teriam papel de destaque nesta dinâmica devido a suas vantagens competitivas, sobretudo tecnológicas e comerciais. Os processos de desnacionalização da indústria, acarretados

¹⁸ Na abordagem de Franco, o maior grau de abertura comercial deveria garantir também maior resistência a eventuais choques externos. Ver Franco, 1996.

pelas fusões e aquisições conduzidas por empresas estrangeiras, seriam benéficos devido às vantagens competitivas dessas empresas.

Embora as duas abordagens tenham previsto aumento das exportações líquidas como resultado da reestruturação produtiva, estas apresentaram avaliações inversas sobre a dinâmica comercial induzida pelos investimentos das EE's. Na abordagem de Franco-Moreira a melhoria das exportações líquidas deveria ser resultado, no limite, da constituição de filiais tipo plataformas de exportação, enquanto Mendonça de Barros e Goldenstein apoiaram-se, para chegar ao mesmo resultado, num suposto processo de substituição de importações decorrente dos investimentos das EE's. Pode-se dizer que, mesmo compartilhando dos resultados, as abordagens governamentais vislumbravam configurações antagônicas das cadeias produtivas internas; realocização de parcelas das cadeias de fornecimento no exterior *versus* adensamento das cadeias internas de fornecimento.

A abordagem de Laplane e Sarti contrapôs-se às abordagens governamentais e enfatizou a contradição entre os ganhos de eficiência microeconômicos decorrentes dos investimentos dos grandes grupos industriais, nacionais e estrangeiros, e seus impactos sistêmicos - de baixa indução dos investimentos e da renda doméstica, fracos encadeamentos tecnológicos e piora das contas comerciais. Os investimentos estrangeiros na indústria, a partir do Plano Real, estariam inseridos neste movimento que, ao contrário das visões anteriores, tinham baixo poder de realimentar endogenamente o crescimento econômico. As tendências de especialização e focalização no mercado doméstico teriam se aprofundado a partir do Plano Real em resposta a política macroeconômica que penalizava a rentabilidade dos setores comercializáveis. Os investimentos das EE's, neste contexto, estariam contribuindo para a manutenção dos desequilíbrios comerciais, que exigiam financiamento externo crescente e elevadas taxas de juros, minando a constituição de um ambiente favorável a retomada sustentada dos investimentos. Os ganhos de eficiência poderiam não ser sustentáveis e configurarem-se como um obstáculo ao crescimento.

Feita esta breve introdução aos conceitos que permeiam os temas centrais da dissertação discute-se, no capítulo seguinte, os determinantes gerais dos processos de fusão e aquisição ocorridos na indústria brasileira no período recente e seus impactos sobre o balanço de pagamentos.

Capítulo 2: As Fusões e Aquisições Industriais no Brasil no Período Recente – Determinantes e Impactos Esperados sobre o Balanço de Pagamentos

O presente capítulo objetiva, por um lado, analisar os determinantes mais gerais dos processos de F&As ocorridas no Brasil no período recente. Atenção especial é dada ao papel desempenhado pelo ambiente macroeconômico e pelas políticas econômicas implementadas na década de 90. Por outro lado, o capítulo visa reunir elementos para responder à seguinte questão: de que maneira a elevada participação das fusões e/ou aquisição como destino dos IDEs, tal como observado após o Plano Real, afeta o balanço de pagamentos do país?

O capítulo está estruturado em duas seções. A primeira examina os determinantes internos dos investimentos estrangeiros na forma de F&A na indústria entre 1994/95 e 1997. Para tanto, faz-se uso das referências conceituais expostas no capítulo 1 e da literatura especializada sobre o desempenho industrial e sobre a atuação das empresas estrangeiras no Brasil. A segunda seção discute a importância das transações de F&A nos ingressos de investimentos diretos medidos pelo balanço de pagamentos. Nesta seção, a discussão sobre as formas de financiamento das empresas estrangeiras e o papel dos IDEs na dinâmica de crescimento com absorção de recursos externos é recolocada para o caso específico do Brasil no período recente.

2.1. Os Investimentos das Empresas Estrangeiras e as Fusões e Aquisições

Como pode ser observado na tabela abaixo, as transações de fusão e aquisição de empresas industriais intensificaram-se a partir de 1993 e, no ano seguinte, as empresas de capital estrangeiro passaram a ser majoritárias na ponta compradora das transações.¹⁹

¹⁹ A tabela deve ser interpretada com cautela, sobretudo porque as transações “domésticas” podem incluir transações com empresas locais de capital estrangeiro. Sobre a apuração da KPMG, ver “Anexo 2”

Tabela 1
Fusões, Aquisições, Joint Ventures e Alianças
Número de Transações

ANO	Indústria	Serviços	Total *	Doméstica/Total	Cross Border/Total
1992	39	12	58	0,64	0,36
1993	97	32	150	0,55	0,45
1994	102	49	175	0,46	0,54
1995	138	59	212	0,39	0,61
1996	136	164	328	0,49	0,51
1997	162	186	372	0,45	0,55
total	674	502	1295	0,47	0,53

Fonte: KPMG

* inclui transações cujo ramo de atividade das empresas não foi identificado.

Na visão desta pesquisa as políticas internas – macroeconômica, industrial (nos casos em que houve) e comercial - adotadas a partir do Plano Real radicalizaram determinadas tendências do processo de F&As na indústria, que já vinham sendo observadas desde o início da década de 90. As políticas adotadas a partir de 1994 alteraram as variáveis relevantes para as F&As sobretudo porque afetaram o *market share* da produção local e estimularam a demanda interna para determinados ramos industriais. Em linhas gerais, o retorno do capital investido nas aquisições passou a ter menor risco cambial, determinados ramos produtores de bens finais apresentavam alta rentabilidade devido ao rápido crescimento da demanda e baixo coeficiente de importação. Ao mesmo tempo, nos ramos produtores de bens intermediários e de capital, o acirramento da concorrência externa levou os então proprietários das firmas à negociação.

As empresas estrangeiras puderam aproveitar prontamente as oportunidades de compra que surgiram, pois, via de regra, os grupos internacionais têm vantagens competitivas sobre as empresas nacionais. Sobre este ponto, ressaltase que as subsidiárias já instaladas desempenharam papel de destaque nas aquisições, devido ao alto grau de internacionalização prévio da indústria local. As estratégias de reestruturação das empresas já instaladas no mercado local explicam, em grande medida, o processo recente de desnacionalização. Note-se que as facilidades para importação intra-firma das subsidiárias puderam ser utilizadas para a rápida reação ao novo ambiente, ou para a ameaça da participação no mercado das empresas alvo de aquisições.

As F&As conduzidas por empresas estrangeiras, em certa medida, explicam o baixo dinamismo dos investimentos fixos no período. A recuperação dos investimentos fixos esteve mais relacionada a reconversão de plantas já existentes do que a expansão de plantas, ou novas instalações propriamente ditas.

Nos parágrafos que se seguem, considera-se o comportamento das subsidiárias de empresas estrangeiras, entre 1980-1997, dentro de determinados contextos macroeconômicos, com especial atenção para a evolução da formação de capital fixo e comércio exterior em três sub-períodos. Destacam-se, a partir dessas análises, os elementos que contribuíram para tornar o ambiente interno favorável às transações de F&A. Os capítulos 3 e 4 procuram aprofundar, nos estudos de caso, a discussão das vantagens firma-específicas das empresas multinacionais que devem ter garantido sua supremacia nas F&As observadas.

Década de 80

É verdade que, no contexto de economia fechada, as participações no mercado das firmas eram protegidas acarretando forte poder de barganha para os proprietários de empresas locais; o valor presente de suas firmas não era facilmente ameaçado. Havia, também, uma série de regulamentações restritivas à participação estrangeira em determinados ramos da indústria.²⁰ Mas além disso, o contexto macroeconômico na década de 80 não favorecia a retomada dos investimentos fixos das subsidiárias de empresas estrangeiras, nem o ingresso de novos investidores e, tampouco, o aumento da participação relativa dessas empresas na indústria local através de aquisições. A restrição externa ao crescimento, ao mesmo tempo que inibia investimentos em expansão da capacidade, instabilizava as expectativas de retorno em moeda estrangeira dos projetos.

Na década de 80 a indústria local manteve-se praticamente estagnada: reduziram-se os níveis de produção e emprego enquanto o nível de investimentos contraiu-se mais acentuadamente que o nível de produção. A política de ajuste frente à crise da dívida externa precipitou o esgotamento do padrão de desenvolvimento industrial observado até o final dos anos 70, que se apoiava na expansão do mercado interno e no dinamismo dos investimentos, que cresciam à frente do produto (Suzigan, 1992).

A situação de crise cambial e a conseqüente manutenção de elevados, e indiscriminados, níveis de proteção externa de fato contribuiu para a perda de dinamismo da indústria local. Mas tal efeito não foi restrito à atuação das empresas de capital nacional. O comportamento das subsidiárias de EE's industriais, nos anos 80, não se diferenciou do desempenho da indústria local, tanto nos aspectos negativos, de baixos investimentos, produtividade e progresso técnico, quanto nos positivos, de maior inserção exportadora. As subsidiárias de EE's revelaram

²⁰ Sobre restrições legais à participação de empresas estrangeiras na indústria ver BNDES, 1988.

comportamento defensivo, de manutenção dos *market shares* relativos na indústria. O tamanho do mercado, a complexidade da indústria local e os *sunk-costs* elevados, foram fatores fundamentais para a permanência dessas empresas na economia brasileira em meio a crise e estagnação dos anos 80 (Bielschowsky e Stumpo, 1995). O amadurecimento de projetos iniciados no II PND na área de insumos industriais básicos e sua maior participação no valor agregado industrial constituíram-se nas principais alterações na estrutura da indústria nos anos 80. O aumento do coeficiente de exportação da indústria também esteve relacionado ao amadurecimento desses projetos - notadamente nos setores siderúrgico e petroquímico, realizados através de *joint ventures* entre estado, empresas nacionais e estrangeiras (Bielschowsky e Stumpo, 1995).

1990-1993

A forte mudança no marco regulatório, o início do programa de privatização e o contexto de retração e crise no mercado interno, entre 1990-1992, conduziram à estratégias de reestruturação produtiva por parte dos grupos industriais privados, nacionais e estrangeiros. Essas estratégias jogaram importante papel na reestruturação da indústria e potencializaram as transações de compra e venda de empresas. Os processos de especialização e desverticalização - que podem incluir sub-contratação de manufaturas - intensificaram as transações de troca patrimonial à medida que divisões ou negócios dos grupos foram colocados a venda. Por outro lado tais processos, em muitos casos, implicavam novos arranjos entre as empresas 'para trás' nas cadeias produtivas.

Assim, a reestruturação produtiva, já a partir de 1990, trazia em seu bojo numerosas possibilidades de trocas patrimoniais. Entretanto, o contexto recessivo, que reduzia o retorno esperado dos empreendimentos para os potenciais compradores, represou parte das transações. A retomada do crescimento econômico a partir de 1993 provavelmente estimulou a realização de negócios que não eram rentáveis no contexto recessivo. Ressalte-se que, contudo, a concorrência com produtos importados ainda não representava séria ameaça à participação de mercado das empresas locais, e consequentemente, ao valor das firmas para seus então proprietários.

As reformas institucionais foram inauguradas num ambiente de profunda recessão e instabilidade econômica. O bloqueio financeiro e a redução da liquidez promoveram aguda recessão e não contiveram o processo inflacionário. Apesar da abertura comercial, os baixos níveis de importação foram mantidos devido à recessão interna (até 1992) e à contenção da

tendência de valorização cambial, com a adoção de um regime de câmbio administrado - sobretudo visando um dado nível de reservas internacionais.

O programa do governo Collor de Mello para a indústria revogou as bases do sistema de proteção e subsídios construídos nas décadas anteriores. Entre as medidas adotadas destacam-se: a revogação das barreiras não-tarifárias resumidas no Anexo C; o cronograma de redução tarifária; a revisão da lei de reserva de mercado para informática e previsão de seu fim; a revisão de mecanismos de controle de preços e regulamentações setoriais; e a privatização das empresas das áreas de siderurgia, petroquímica e fertilizantes (Suzigan e Villela, 1997).

O processo de privatização nas indústrias siderúrgica, petroquímica e construção aeronáutica levou à aquisição de boa parte do capital das empresas por instituições financeiras, que posteriormente venderam suas participações, dando continuidade ao processo de troca patrimonial. Já os setores como informática e telecomunicações perderam os mecanismos de reserva de mercado para empresas de capital nacional: no caso da informática, a perda da reserva atingiu os segmentos de microcomputadores e periféricos, enquanto que nas telecomunicações a perda alcançou as empresas fornecedoras do sistema Telebrás (que eram empresas estrangeiras “nacionalizadas”). Por outro lado, o fim de mecanismos de controle de preços afetou os processos de reestruturação em setores como cimento e determinados ramos da indústria de alimentos (lácteos, cadeia do trigo).

Nos primeiros anos da década de 90, mais uma vez, a atuação das subsidiárias de EE's não diferenciou-se significativamente da atuação dos grandes grupos nacionais. Neste período foram adotadas sobretudo estratégias de especialização produtiva e racionalização de custos. As subsidiárias implementaram, como estratégia de ajuste frente às perdas de rentabilidade, políticas de desverticalização, especialização e terceirização, que não demandaram investimentos em capital fixo e modernização, e sim redução de emprego. O ajuste micro, no que diz respeito a “o que fazer”, se deu pelo fortalecimento das atividades *core*, *down-sizing* (aumento de compras/valor unitário e redução do número de produtos), e terceirização de serviços (transporte, manutenção, etc). Também foram difundidas técnicas gerenciais, de controle administrativo, e organizacionais (Bielschowsky, 1994).

1994-1997

Como visto, as mudanças institucionais ocorridas na virada da década e a retomada do crescimento econômico a partir de 1993 estimularam as transações de F&A. Contudo, também é

verdade que o contexto do Plano Real intensificou ainda mais as trocas patrimoniais e reforçou certas características do processo. As tendências de reestruturação dos grandes grupos industriais continuavam incluindo – assim como nos primeiros anos da década de 90 – um forte componente de desverticalização e especialização acarretando numerosas ofertas de compra/venda de empresas. Mas o programa de estabilização de preços alterou as variáveis relevantes para a realização de negócios de F&A, sobretudo no que diz respeito aos seus efeitos sobre o *market share* da produção local e ao crescimento relativo da demanda, e de forma assimétrica para os setores produtores de bens intermediários e produtores de bens finais.

Em primeiro lugar, como ressaltado por Laplane & Sarti (1997b), a política cambial causou a radicalização das estratégias de *global sourcing* das grandes empresas produtoras de bens de consumo final, que tiveram como contrapartida o acirramento da concorrência externa nos segmentos produtores de bens intermediários e de capital. Além disso, entre 1995 até outubro de 1997, a política de importação tendeu a cancelar aquelas estratégias. Em segundo lugar, a partir de meados de 1994, a estabilização monetária produziu dois efeitos importantes sobre a demanda interna: efeito renda e reestabelecimento das linhas de crédito ao consumo. O efeito renda foi localizado no ano de 1995 (Pochman, 1997), mas o segundo permaneceu sendo um importante mecanismo de estímulo a demanda para determinados bens, até o final de 1997.

A balança comercial registrou déficits crescentes entre 1995-1997 refletindo a tendência de valorização cambial e, neste período, a política de importação foi administrada visando a contenção do déficit. A partir de 1995 a tendência de redução das alíquotas de importação, que iniciara-se em 1991 e fôra acelerada com a antecipação da adoção da Tarifa Externa Comum (TEC) em 1994, foi revertida.²¹ A política de importação a partir de 1995 seguiu a regra de elevar os níveis de proteção para bens finais, sobretudo bens duráveis de consumo, através de aumentos nas alíquotas do imposto de importação e/ou outras barreiras não-tarifárias, e de reduzir as alíquotas incidentes sobre insumos, partes, peças e componentes e bens de capital (Suzigan e Villela, 1997). Caso emblemático desta tendência foi o da indústria automotiva (Laplane e Sarti, 1997a). A reversão da política de importação, pode-se dizer, foi uma imposição da inflexibilidade da política cambial uma vez que a economia não suportaria os níveis de importação de bens finais que, aos preços relativos vigentes, as empresas tendiam a realizar. No final de 1997, entre as medidas de ajuste frente a crise asiática, o governo lançou mão de medidas de proteção linear

²¹ Sobre as mudanças na estrutura tarifária no biênio 1995-1996 que reduziram o ritmo do processo de abertura, ver Bauman *et al*, 1997.

contra importações (elevação da Tarifa Externa Comum do Mercosul - TEC, e Licenças para Importação).

O acelerado crescimento dos coeficientes de importação dos setores produtores de bens intermediários e de capital e a conseqüente perda de *market share* das empresas locais, pressionou para baixo o valor presente das mesmas para seus então proprietários. Ao mesmo tempo e inversamente, o rápido crescimento da demanda interna para alguns ramos produtores de bens finais e a manutenção de elevados níveis de proteção externa, onde havia base econômica para F&As, aumentaram a rentabilidade das empresas alvo para os potenciais compradores. Nestes casos, a queda de preços dos produtos importados também favorecia as estratégias dos potenciais compradores, que podiam testar o mercado e/ou ameaçar os produtores locais assumindo menores riscos. Por outro lado, a política cambial garantia a estabilidade do retorno esperado nas aquisições em moeda estrangeira.

As F&As foram um aspecto importante do “mini-ciclo de modernização” observado na indústria entre 1995-1997. Este foi caracterizado pelo fato de a maioria dos projetos de investimento em capital fixo das empresas estar voltado para a reconversão das plantas produtivas visando ganhos de eficiência (reposição de equipamentos, desobstrução de gargalos e redução de custos) e uma menor parcela para a expansão de plantas propriamente ditas (Bielschowsky, 1998). As estratégias de reestruturação das firmas, em grande medida, trataram de reorganizar as plantas produtivas dos grupos, alimentando o mercado de compra e venda de empresas. Ainda que a incorporação de novas plantas aos grupos demandasse investimentos visando ganhos de produtividade, os investimentos tiveram baixo coeficiente de capital.

Os grupos estrangeiros, mais do que as empresas de capital nacional, puderam aproveitar as oportunidades de compra que surgiram. As “vantagens firma-específicas”, sobretudo no que diz respeito ao porte e multinacionalidade (inclusive capacidade de financiamento), via de regra, deviam garantir maior expectativa de retorno dos empreendimentos alvo para as EE's vis-à-vis as empresas de capital nacional. Por outro lado, ainda que as subsidiárias locais tenham posto a venda divisões e negócios, suas facilidades comerciais, inclusive intra-firma, puderam ser utilizadas para reagir rapidamente a ameaça a produção local representada por maiores importações, seja alterando o coeficiente importado da produção local, seja introduzindo, elas mesmas, produtos finais importados no mercado.

As vantagens competitivas das EE's e suas subsidiárias, se por um lado garantiram o aumento do *market share* das empresas multinacionais sobre as nacionais, não garantiram a

virtuosidade da reestruturação industrial, inclusive no que diz respeito aos seus impactos sobre o balanço de pagamentos, como será discutido a seguir.

2.2. Os Investimentos Estrangeiros e a Sustentabilidade do Balanço de Pagamentos

O debate brasileiro recente sobre os crescentes influxos de IDEs enfatizou seu papel enquanto forma de financiamento dos déficits em transações correntes e como transformador da base produtiva do país. Contudo, pouca atenção foi conferida àquela parcela dos IDEs destinados à operações de F&A.

As evidências reunidas nesta pesquisa indicam que os ingressos de investimentos diretos medidos pelo balanço de pagamentos, entre 1995-1997, foram utilizados sobretudo para aquisição de capacidades já existentes. Além disso, os IDEs foram importantes, principalmente, como mecanismo de entrada de novos investidores. No caso das subsidiárias já instaladas, os IDEs foram apenas um dos diversos mecanismos de financiamento a sua disposição, inclusive para as F&As. A baixa participação relativa dos ingressos de IDE à indústria está relacionada ao alto grau de internacionalização prévio da mesma. Os ingressos de IDE são imprescindíveis para financiar os investimentos iniciais das empresas, mas não o são para financiar a expansão das firmas já instaladas. Com efeito, as atividades de serviços, as quais receberam a maior parcela dos ingressos, tais como serviços públicos e serviços financeiros, eram estatizadas e/ou sofriam limitações à participação estrangeira, daí serem mais importantes, no período recente, como receptoras de investimentos diretos iniciais.

Como será tratado a seguir, uma vez instaladas, as subsidiárias contaram, no período recente, com grande potencial de autofinanciamento, acesso a empréstimos externos em moeda, e, notadamente no setor automotivo, com importantes esquemas de subsídios e incentivos fiscais. Deve ser ressaltado que os registros de reinvestimentos no Brasil não são representativos do valor disponível para o autofinanciamento das empresas, e que os empréstimos em moeda intra-firma não são contabilizados como IDE nas estatísticas do Bacen.²²

Do ponto de vista dos requisitos da sustentabilidade do balanço de pagamentos, o processo recente de desnacionalização foi um aspecto importante do “mini-ciclo de modernização” na indústria, caracterizado por baixo dinamismo dos investimentos fixos. Por outro lado, tal processo tendeu a aumentar o potencial de remessas financeiras ao exterior, sem contrapartida, no curto-prazo, em maiores exportações líquidas.

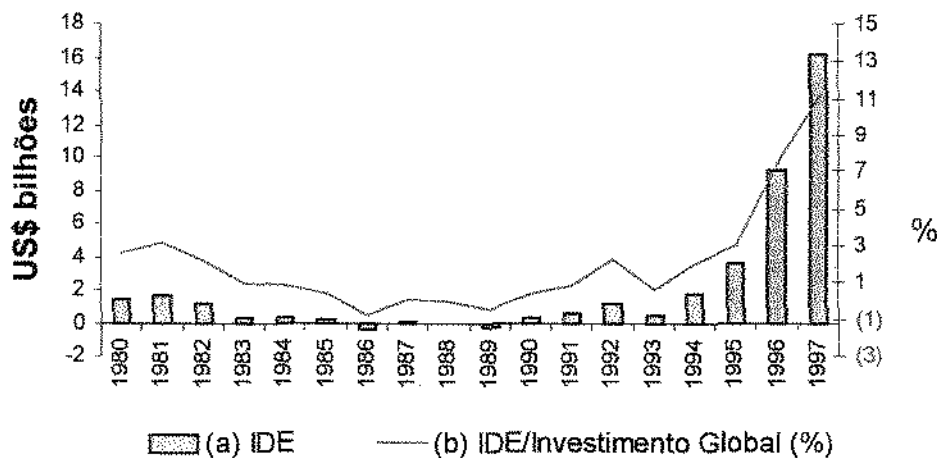
²² Ver “Anexo 1”.

Os Ingressos de IDE

No período 1995-1997 a principal modalidade de investimento registrada no balanço de pagamentos foram os investimentos diretos.²³ A evolução dos ingressos líquidos de IDE mostra que os influxos dessa modalidade acompanharam o movimento de retração dos influxos voluntários de capital após a crise da dívida externa em 1982 e foram irrisórios – e em alguns anos negativos – até o final dos anos 80. Nos primeiros anos da década de 90 os IDEs mostraram alguma recuperação, mas apenas a partir de 1994-1995 os influxos de investimentos diretos iniciaram uma trajetória firme de crescimento. A partir de então os IDEs passaram a alcançar níveis recorde, tanto em termos absolutos quanto medidos em relação ao investimento agregado da economia.²⁴

Gráfico 1

Investimento Direto Estrangeiro / Investimento Global



(a) Investimento Direto em Moeda, ingressos líquidos do balanço de pagamentos, Bacen.

(b) Investimento Global (em US\$) calculado a partir da taxa de investimento no PIB, entre 1980-1996 extraído de Lapiane e Sarti (1997b), 1997, IBGE.

²³ A conta 'investimentos' do balanço de pagamentos reúne modalidades monetárias e não-monetárias de capital de risco, de curto e longo-prazo. As modalidades monetárias são os investimentos de portfólio (curto prazo) e os investimentos diretos (longo prazo). As formas não-monetárias são mecanismos de conversão de ativos em capital de risco de longo prazo: reinvestimento de lucro, conversão de dívida externa em investimento direto, e importação de mercadoria registrada como investimento direto. Em todas as modalidades os fluxos líquidos já descontam os investimentos de brasileiros no exterior. Sobre as formas não-monetárias e os ingressos de portfólio, ver "Anexo 4".

²⁴ A participação do IDE (valor dos ingressos exclusive portfólio) no investimento agregado - taxa média anual - foi de 6,5% nos anos 70. Ver Barros, 1993.

A distribuição setorial dos ingressos brutos IDE para os anos de 1996 e 1997- acima de US\$ 10 milhões (que significaram 73,6% e 81,6% dos ingressos brutos naqueles anos respectivamente) – mostra que os IDEs concentraram-se em setores envolvidos em intensos processos de troca patrimonial.²⁵ As atividades de serviços receberam cerca de 80% dos ingressos brutos, incluindo as empresas agrupadas na rubrica “serviços prestados a empresas”.²⁶ A indústria de transformação, que foi responsável por cerca de 70% dos ingressos de IDE no longo período 1970-1992 (Barros, 1993), recebeu apenas 16% dos ingressos brutos acima de US\$ 10 milhões entre 1996-1997.

As emendas constitucionais aprovadas a partir de 1994, e a utilização de uma brecha no texto constitucional relativo ao setor financeiro foram pré-requisitos para o crescimento dos IDEs nas atividades de serviços. O programa de privatização passou a contar com expressiva participação de investidores estrangeiros, a partir de 1996, após uma série de mudanças nas regras do programa e na Constituição de 1988.²⁷ A privatização das distribuidoras estaduais de energia elétrica respondeu por cerca de 60% dos ingressos destinados à serviços públicos, em 1996 e 1997. As telecomunicações absorveram cerca de 30% dos investimentos nessa área através da privatização de empresas estaduais prestadoras de serviços e da concessão para exploração do serviço da “Banda B” da telefonia celular.²⁸ No setor de transportes, os ingressos destinaram-se à compra da RFFSA e à concessão para administração de rodovias federais.

Para permitir a participação de grupos estrangeiros na reestruturação do setor financeiro doméstico foi utilizada uma prerrogativa dada pela Constituição de 1988, para casos de “interesse nacional”, já que a Constituição proibiu, até que fosse promulgada legislação complementar, a instalação de novas instituições e o aumento da participação estrangeira em

²⁵ Infelizmente não há informações públicas sobre a distribuição setorial dos ingressos para o ano de 1995 e, portanto, o exame da correlação entre IDE e F&A baseia-se nas informações supracitadas para os anos de 1996 e 1997.

²⁶ Esta rubrica pode abrigar atividades de serviços de empresas de grupos industriais.

²⁷ A revogação das restrições constitucionais à participação estrangeira em diversos setores foi condição necessária para o crescimento da concorrência de investidores externos no programa. Entre as emendas constitucionais aprovadas, a partir de julho de 1994, constam, por exemplo: a flexibilização do monopólio estatal na exploração de serviços telefônicos, telegráficos e de telecomunicações; a flexibilização do monopólio estatal do petróleo, e a extinção da reserva de mercado para as empresas estatais nos serviços de distribuição de gás canalizado via concessão. Em 1995 foi aprovada a lei de outorgas de concessões e permissões para serviços públicos, que representou o passo inicial para que, alterada a Constituição, as empresas de capital estrangeiro pudessem participar do processo de privatização nessas áreas. Sobre as alterações nas regras do programa de privatização, e na Constituição de 1998, ver Margarido, 1997.

²⁸ Os investimentos diretos voltados para a compra das empresas do sistema Telebrás significaram parcelas expressivas dos ingressos de IDE em 1998. Ver Cepal (1998).

instituições financeiras locais.²⁹ Entre outubro de 1995 e abril de 1998, 24 instituições financeiras estrangeiras foram autorizadas a se instalar no país, através de aquisições de participação acionária em instituições locais, *joint-ventures*, ou novas instalações. No setor financeiro ocorreram, pelo menos, 34 transações de entrada de novas instituições financeiras, ou ampliação da presença de bancos estrangeiros já instalados no país entre 1996 e 1997, e as aquisições de participação acionária foram o principal veículo de aumento da presença estrangeira no setor financeiro (Freitas, 1998).

Tabela 2
Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997
Quadro Geral

Atividade	US\$ milhões	%
Agricultura, pecuária	146,4	0,6
Indústria Extrativa Mineral	420,2	1,8
Indústria de Transformação	3.776,4	16,4
Serviços Públicos	6.831,5	29,7
Serviços Prestados a Empresas	7.366,7	32,1
Outros Serviços	4.435,3	19,3
Total	22.976,5	100,0

Fonte: Bacen.

Ingressos acima de US\$ 10 milhões

²⁹ A Constituição manteve, entretanto, a possibilidade dessas restrições serem ignoradas em casos de acordo internacional, reciprocidade, ou interesse do governo, através do Artigo 52 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. Ver Freitas, 1998.

Tabela 3
Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997
Serviços*

Serviços	US\$ milhões	%
Serviços Públicos	6.831,5	60,6
Eletricidade, gás e água quente	5.180,8	46,0
Correio e telecomunicações	1.442,5	12,8
Transporte terrestre	208,2	1,8
Bancos, Finanças, Seguros	2.411,1	21,4
Intermediação financeira	1.975,7	17,5
Seguros e previdência privada	339,3	3,0
Ativs. auxils. da interm. financeira	96,1	0,9
Comércio em Geral	1.581,7	14,0
Comérc. atacado e interms. comércio	897,6	8,0
Comérc. varej. e repar. de objetos	490,9	4,4
Comérc. e repar. veícs.,comérc.combusts.	193,2	1,7
Outros Serviços	346,6	3,1
Atividades imobiliárias	123,3	1,1
Aluguel veícs. máqs. equps. e objetos	51,9	0,5
Ativs. de informática e conexas	135,5	1,2
Alojamento e alimentação	35,9	0,3
Ativs. recreats. culturais e desportivas	29,1	0,3
Atividades associativas	13,7	0,1
Total *	11.266,8	100,0

Fonte: Bacen.

Ingressos acima de US\$ 10 milhões

* Exclui "serviços prestados a empresas".

Os investimentos diretos destinados diretamente à indústria de transformação também concentraram-se em setores envolvidos em processos de fusão e/ou aquisição com intensa participação de investidores estrangeiros na ponta compradora, como no caso dos 5 maiores receptores: químico, alimentos/bebidas, automobilístico, minerais não-metálicos e máquinas e equipamentos, responsáveis por mais de 60% do total ingressado nesses dois anos.

Na indústria química os ingressos estiveram vinculados ao segmento de tintas, vernizes e lacas e à indústria farmacêutica, na qual ocorreram aquisições de empresas importantes no mercado local por grupos estrangeiros no período recente. As indústrias de alimentos e bebidas lideraram o ranking das transações de F&A realizadas por grupos estrangeiros entre 1994-1997. Neste período, praticamente todas as cervejarias locais associaram-se a grupos estrangeiros. Na indústria automobilística, a maior parcela dos ingressos destinou-se ao setor de autopeças, envolvido em forte reestruturação patrimonial, que resultou na desnacionalização de tradicionais empresas do ramo. No segmento de minerais não-metálicos, os investimentos tiveram como alvo a indústria do cimento, basicamente dominada por empresas de capital nacional, mas que tem

presenciado a ampliação da presença estrangeira via aquisição de empresas locais. O setor de eletrodomésticos (classificado pelo Bacen como “máquinas e equipamentos”) também sofreu forte mudança patrimonial no período recente, quando as maiores empresas mundiais do setor aumentaram suas posições através de compra de nacionais (em alguns casos as EE’s já eram acionistas minoritárias).³⁰

Embora os ingressos de IDE tenham sido importante fonte de financiamento para as aquisições de empresas nos casos tratados acima, significaram apenas uma parcela dos recursos mobilizados pelas empresas estrangeiras, sobretudo no caso das subsidiárias já instaladas no Brasil, como será discutido a seguir.

Tabela 4
Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997
Indústria de Transformação

Indústria de Transformação	US\$ milhões	%
Fabr. de produtos químicos	589,8	15,6
Fabr. produtos aliments. e bebidas	508,8	13,5
Fabr. mont. veícs. automs., rebs. carros.	508,8	13,5
Fabr. produtos minerais não-metáls.	402,6	10,7
Fabr. máquinas e equipamentos	385,8	10,2
Fabr. de produtos do fumo	250,0	6,6
Fabr. mat. eletrôn. e equps. de comunic.	247,7	6,6
Fabr. artigos de borracha e plástico	169,3	4,5
Fabr. máquinas, apars. e mats. elétricos	168,3	4,5
Fabr. de produtos têxteis	123,0	3,3
Fabr. de produtos de madeira	88,1	2,3
Fabr. móveis e indústrias diversas	86,8	2,3
Fabr. equps. méds., ótics., automação, relóg.	68,8	1,8
Fabr. de produtos de metal	63,7	1,7
Metalurgia básica	30,2	0,8
Fabr. máquinas escrit. e equps. inform.	30,0	0,8
Fabr. celul., papel e produtos papel	21,9	0,6
Edição, impressão, repr. gravações	11,8	0,3
Fabr. coque, petról., combs. nucls., álcool	11,0	0,3
Conf. de arts. vestuário e acessórios	10,0	0,3
Total	3.776,4	100,0

Fonte: Bacen.

Ingressos acima de US\$ 10 milhões

³⁰ Ver Cepal, 1997; CADE, 1997; Bielschowsky, 1998, e Capítulos 3 e 4 desta dissertação.

Tabela 5
Ingressos Brutos de IDE entre 1996-1997*
Principais Setores Receptores da Indústria

SETOR	US\$ milhões	%
Material de Transporte	443,0	14,9
Autopeças	268,4	9,0
Veículos Automotores	174,6	5,9
Produtos Alimentares	385,7	12,9
Produtos Alimentares Diversos	306,5	10,3
Beneficiamento Torrefação e Moagem	79,2	2,7
Mat. Eletr. Elétrico e de Comunicação	314,6	10,5
Química	280,7	9,4
Fósforos de Seg., Tintas Vernizes e Lacas	269,7	9,0
Derivados de Processamento de Petróleo	11,0	0,4
Transformação de Min. Não Metálicos	276,2	9,3
Cimento	221,5	7,4
Mat. de Constr. Civil, Cerâmica e Artef. de Cimento	29,3	1,0
Vidro e Cristal	25,4	0,9
Total Indústria de Transformação	2.983,1	100,0

Fonte: Bacen.

Ingressos acima de US\$ 10 milhões

* Até setembro.

Os IDEs e o financiamento das subsidiárias locais

Como no passado, os investimentos diretos foram apenas uma das fontes de recursos a disposição das subsidiárias locais para financiar seus projetos, entre outros mecanismos externos e internos. Há indicações de que o binômio autofinanciamento-captação de recursos externos foram mecanismos de financiamento fundamentais para essas empresas, seja para realizar investimentos fixos, seja para aquisição de ativos, ou demais aplicações. Além disso, a chamada “guerra fiscal” (que mobilizou recursos através de subsídios, empréstimos de bancos estatais e outras facilidades cedidas pelos governos em todos os níveis) funcionou como importante mecanismo de financiamento, ainda que indireto, para os programas de expansão da capacidade de produção de determinadas indústrias, notadamente a automobilística.

Os resultados da pesquisa de Laplane & Sarti (1997b) sobre os projetos de investimento de 79 empresas industriais de capital estrangeiro, no período 1994-1998, permitem aprofundar a discussão da contribuição relativa das modalidades internas e externas de financiamento para os projetos das EEs. Nos novos investimentos fixos programados, o estudo captou o predomínio dos setores produtores de bens de consumo durável, notadamente os do setor automotivo, enquanto que nos de projetos de expansão via aquisição/fusão de empresas, constatou-se o predomínio de

setores como alimentos/bebidas, cimento/gesso, e eletrodomésticos. A contraposição desses resultados com a distribuição setorial dos ingressos de IDE na indústria mostra, por um lado, que os setores que mais programaram investimentos fixos receberam pouco IDE, e por outro lado, que os setores onde predominaram projetos de fusão/aquisição foram os maiores receptores de IDE, entre 1996-1997. Com efeito, a indústria automotiva respondeu por cerca de 50% dos investimentos programados, quase na totalidade relativos a novas instalações e ampliação/modernização de instalações. Entretanto, os ingressos de IDE destinados às montadoras de veículos, entre janeiro de 1996 e setembro de 1997, foram irrisórios frente aos montantes previstos de gastos.

Tabela 6

Setor	Investimentos Estrangeiros Programados - 1994/98				
	US\$ milhões	%	Novas Instalações (%)	Ampliação/Modernização (%)	Aquisição/Associação (%)
Autoveículos	7.516,5	50,6	65,4	32,0	2,7
Eletrônica	2.840,0	19,1	87,3	12,0	0,7
Química/farmacêutica	1.358,0	9,1	37,0	34,3	28,7
Alimentos e bebidas	955,0	6,4	13,2	5,8	81,0
Cimento/gesso	885,0	6,0	-	-	100,0
Embalagens	500,0	3,4	54,0	40,0	6,0
Eletrodomésticos	436,0	2,9	37,8	0,9	61,2
Higiene e limpeza	362,0	2,4	31,8	-	68,2
Total	14.852,5	100,0	57,7	23,3	18,9

Fonte: Lapiane & Sarti (1997 b).

Quanto ao papel do autofinanciamento, estudos recentes avaliaram uma tendência de queda nas estimativas de *mark ups* médios para a indústria de transformação e relacionaram esse comportamento, primordialmente, ao acirramento da concorrência externa que começou com o programa de redução tarifária, e foi acentuado, a partir de meados de 1994, pela tendência à apreciação cambial (Moreira e Correa, 1996; Pereira e Carvalho, 1998). Contudo, o potencial de autofinanciamento manteve-se alto nos setores dominados por subsidiárias, em boa medida, em função das políticas tarifárias específicas voltadas para arrefecer a concorrência externa nesses segmentos. O crescimento da proteção efetiva serviu à garantia da rentabilidade, notadamente dos setores produtores de bens duráveis de consumo, tais como veículos automotores, eletrodomésticos e eletrônica de consumo, farmacêutica, onde as subsidiárias de empresas de capital estrangeiro dominam, de forma absoluta ou relativa, o mercado local. Os setores supracitados, assim como setores que contam com certo nível de proteção natural a importações (como alimentos industrializados), mantiveram altos níveis de rentabilidade a partir de 1995,

relacionados a níveis de proteção relativamente mais altos que aqueles verificados em determinados setores produtores de bens intermediários e alguns bens finais (têxteis), onde a presença de subsidiárias era até então, coadjuvante ou marginal (Bielschowsky, 1998). Ressalte-se também que os expressivos ganhos de produtividade verificados não foram acompanhados de semelhante evolução dos salários reais pagos na indústria, o que manteve como uma característica estrutural da indústria brasileira a existência de baixos custos variáveis.

Uma outra mudança importante no marco regulatório que relativiza o papel do IDE no financiamento das subsidiárias locais foi a liberalização do acesso das mesmas a agências oficiais de crédito e incentivos e subsídios governamentais, através de emenda constitucional aprovada em 1994, que eliminou a possibilidade legal de diferenciar empresas nacionais e estrangeiras para esses fins. O sistema BNDES, por exemplo, que servira, por décadas, ao financiamento das empresas privadas nacionais (Cruz, 1994), deixou de sofrer limitações legais para oferecer, diretamente, crédito aos projetos das subsidiárias de empresas estrangeiras.

O setor automotivo é emblemático das tendências acima sugeridas. Estima-se que as montadoras de veículos locais recuperaram suas margens de lucro a partir da implantação do regime automotivo, que elevou o nível de proteção efetiva para a produção interna de veículos (Laplane e Sarti, 1997a; De Negri, 1998). Essa tendência é confirmada por informações do MICT, que indicam que o autofinanciamento foi a principal fonte de recursos financeiros para os investimentos programados pelas montadoras de veículos, seguido de recursos de terceiros internos e externos, no biênio 1996-1997. Os “recursos próprios internos”, ou o autofinanciamento, respondiam por 79% do financiamento total dos projetos, e por 86% do financiamento para capital fixo. Os “recursos próprios externos”, ou os aportes de capital e/ou empréstimos da matriz, representavam apenas 1% do financiamento total.

Tabela 7
FONTES DE RECURSOS DO REGIME AUTOMOTIVO

	Ativo Fixo		Capital de Giro		Total	
	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%	US\$ milhões	%
Recursos Próprios	4.068	87	1.626	66	5.694	80
Internos	4.036	86	1.601	65	5.637	79
Externos	33	1	24	1	57	1
Recursos de Terceiros	607	13	855	34	1.462	20
Internos	368	8	503	20	871	12
Externos	239	5	352	14	590	8
Total	4.675	100	2.481	100	7.156	100

Fonte: MICT

OBS: Exclui autopeças

Além disso, os incentivos fiscais reduziram sobremaneira os custos dos projetos de expansão da capacidade. Além das reduções de impostos federais (como IPI) para carros populares, programas de incentivos criados por governos de estado e municípios incluíram, via de regra, facilidades para financiamento, infra-estrutura, doações de terrenos, e etc (Laplane e Sarti, 1997a). No caso da Mercedes Benz em Juiz de Fora (MG), por exemplo, a montadora negociou – e obteve – uma série de incentivos e benefícios junto aos governos municipal e estadual para realizar investimentos fixos no Estado que tenderam a tornar inexpressiva a necessidade de aporte próprio de recursos, além de garantir alta rentabilidade para o projeto (FUNDAP, 1997).³¹

No que diz respeito às tomadas de empréstimo em moeda por empresas de capital estrangeiro, cabe ressaltar que as emissões diretas de títulos nos mercados internacionais permitem operações de empréstimos intra-firma, uma vez que os compradores finais dos títulos podem ser as matrizes das empresas, sobretudo nas colocações privadas.³² Mesmo que a operação não envolva diretamente a matriz, deve funcionar, à semelhança dos empréstimos em moeda dos anos 70, como a substituição de um possível endividamento direto da matriz junto ao sistema financeiro internacional e posterior repasse de recursos para as subsidiárias.

Quanto às captações externas, as subsidiárias industriais captaram US\$ 2,6 bilhões através de emissões de dívida direta nos mercados financeiros internacionais, entre 1994-1996 (Pereira, 1999). Segundo as categorias de uso, os setores produtores de bens de consumo intermediário e bens de capital foram os que apresentaram maior dinamismo nas captações externas via títulos, representando mais de 70% das captações para o total da indústria, naquele período. Tal comportamento sugere que as captações externas foram mais importantes fontes de financiamento para os investimentos em modernização visando manter os *market shares* relativos, devido à intensa concorrência com importações, nos setores produtores de bens intermediários e de capital, e não foram importantes para os setores produtores de bens de consumo durável, refletindo a manutenção do elevado potencial de autofinanciamento nesses últimos (Pereira, 1999).

³¹ Tais benefícios incluíram: a) doação de terreno e suas benfeitorias, em valor aproximado de R\$ 50,5 milhões; b) criação e oferta da infra-estrutura econômica e social, com custos e execução distribuídos entre estado e município; c) concessão de financiamento para capital fixo (R\$ 128 milhões) com prazo de carência de 10 anos e juros subsidiados pelo programa mineiro de incentivos fiscais; financiamento para capital de giro, oferecidos pelo Estado e Município, por 10 anos (com base no faturamento mensal da empresa); financiamento para capital de giro para comercialização; d) garantia de esforço do Estado para viabilizar financiamento para investimentos fixos junto ao BNDES, e prestar fiança bancária, por meio do BDMG, para captação de recursos externos. Ver FUNDAP, 1997.

No caso dos setores produtores de bens de consumo não durável, que captaram 15%, 27% e 11%, do total da indústria nos anos 94, 95 e 96, respectivamente, destacou-se a indústria de outros produtos alimentares, e é provável que parte significativa de tais captações tenha servido ao financiamento de parcela das fusões/aquisições conduzidas por subsidiárias de empresas estrangeiras já instaladas no ramo de alimentos, que foram intensas neste período.

Os IDEs no período recente e a sustentabilidade do balanço de pagamentos

Como visto no capítulo 1, o debate sobre o papel dos investimentos diretos no financiamento dos déficits em transações correntes a partir do Plano Real foi focalizado no desempenho das empresas de capital estrangeiro do setor industrial, à medida que é sobre estas que recai a maior parcela da responsabilidade de promover o aumento das exportações. Por um lado, os bens industriais são os que apresentam maior dinamismo nos fluxos de comércio mundial; por outro lado, as empresas de capital estrangeiro predominam nos setores mais dinâmicos da indústria local.

As hipóteses de Laplane & Sarti, resumidas no capítulo 1, forneceram pistas para explicar as tendências gerais dos investimentos das empresas estrangeiras na indústria de transformação e seus impactos comerciais, a partir do Plano Real. O ambiente macro não favoreceu a retomada sustentada dos investimentos apesar de viabilizar um “mini-ciclo de investimentos em modernização” na indústria (Bielschowsky, 1998). O predomínio dos projetos de modernização na reestruturação produtiva, que incluíram as fusões e aquisições, configurou um quadro de baixo dinamismo dos investimentos entre 1994-1997. A despeito dos fortes ganhos de produtividade, que foram acompanhados de níveis recorde de desemprego, a taxa de investimento da economia (FBKF/PIB) entre 1994-1997 apenas recuperou os níveis anteriores ao período recessivo do início dos anos 90, quando atingira seus mais baixos níveis históricos – passou do piso de 14% em 1992, para 15,3% em 1994, e 18% em 1997. A recuperação da taxa de investimento foi explicada pelo expressivo crescimento do componente máquinas e equipamentos importados na formação bruta de capital fixo (FBKF).³³

³² Entrevistas com técnicos do FIRCE confirmam que boa parte das emissões diretas de títulos nos mercados internacionais por subsidiárias, sobretudo as colocações privadas, deve-se a empréstimos intra-firma, onde a empresa matriz é a compradora dos títulos emitidos.

³³ Entre 1994-97, enquanto a FBKF acumulou uma taxa de expansão de 18,4%, o item máquinas e equipamentos importados cresceu quase seis vezes mais (107,6%) e caiu a participação do item máquinas e equipamentos nacionais (-18,8%) segundo dados do IBGE.

Na visão de Laplane e Sarti, a globalização e a abertura não haviam alterado significativamente as vantagens locacionais do Brasil, no que diz respeito à implantação de filiais exportadoras. Tais vantagens ainda seriam localizadas em setores intensivos em recursos naturais. Nos setores de bens de capital e bens de consumo duráveis, o principal fator de atração continuava sendo o mercado interno. O perfil dos IDEs após o Plano Real, concentrado nos complexos automobilístico e eletrônico (setores com comércio fortemente administrado por regulamentação específica), não tendia a gerar superávits comerciais. Pelo contrário, as políticas de *global sourcing* das EE's tendiam a produzir déficits.³⁴

Ao mesmo tempo, a despeito dos ganhos de eficiência acarretados pela introdução de componentes e bens finais mais sofisticados no mercado, a especialização da produção local em atividades *core* tendia a racionalizar também o processo de geração de inovações tecnológicas. As filiais tendiam a concentrar-se em adaptação de produtos deixando as demais atividades de inovação para as matrizes, gerando, portanto, baixos encadeamentos também do ponto de vista tecnológico.

Com efeito, a dinâmica comercial das empresas estrangeiras não contribuiu, no curto-prazo, para que a evolução das exportações líquidas sinalizasse a reversão dos déficits em transações correntes. A propensão a exportar (exportações/receita operacional líquida) das empresas de capital estrangeiro evoluiu de 11 para 12,2%, em média, no período 1995-1997, e a propensão a importar (importações/receita operacional líquida) dessas empresas era de 18% em 1997 - sendo 3,2 vezes maior que a propensão a importar das empresas nacionais. Nos setores intensivos em capital e tecnologia as subsidiárias tiveram propensão a exportar decrescente entre 1995-1997 - o índice passou de 11,6 para 10,3% -, enquanto a propensão a importar dessas empresas, em 1997, era de 20,1%. Note-se ainda que a propensão a exportar das subsidiárias de EE's nos setores intensivos em recursos naturais também reduziu-se no período, passou de 27,4 para 24,6%. Apenas os setores intensivos em trabalho, que têm baixa presença de empresas estrangeiras comparativamente aos demais, apresentou elevação na propensão à exportar, passando de 9,4 para 12,2% (Moreira, 1999).

As abordagens das "propensões superiores" e a das "etapas", resumidas no capítulo 1, são representativas de visões extremas sobre as estratégias das empresas multinacionais. A primeira idealiza que a atuação das multinacionais, no Brasil ou em economias "emergentes" asiáticas, têm o sentido de racionalizar e especializar a produção para integração nas redes de comércio das

³⁴ Veja-se também Bielschowsky, 1994 e 1996, que compartilha desta visão sobre as estratégias *market seeking* das

EE's no sentido extremo da figura de "fábrica global"; as vantagens "locacionais" são, em grande medida, irrelevantes. A segunda vê os IDEs como substituição a importações, nos termos descritos pela teoria do ciclo do produto, a qual serviu para explicar os IDEs no Brasil no pós-guerra; ou seja, aqui as implicações comerciais do crescimento das redes de filiais das empresas multinacionais, e da própria abertura do mercado interno, são ignoradas. Enquanto a abordagem das propensões superiores supõe um automatismo entre o aumento do coeficiente de importação e maiores exportações, a abordagem das etapas supõe que os investimentos voltados para o mercado interno devem acarretar a redução dos ditos coeficientes. Além disso, as abordagens governamentais minimizam o papel das políticas internas, que não as de cunho liberalizante, para tornar o ambiente interno favorável a retomada sustentada dos investimentos.

Ao contrário dos prognósticos governamentais, a atuação das empresas de capital estrangeiro, assim como no passado, foi fortemente influenciada pelas políticas internas, seja macroeconômica, seja industrial (no caso do setor automotivo) e comercial. A política cambial foi fundamental para explicar a radicalização das estratégias de *global sourcing* das empresas e balizou as alterações na estrutura tarifária que tenderam a cancelar tais estratégias; os setores que mais atraíram investimentos estrangeiros foram (ou já eram) alvo de regulamentação específica. Tais tendências levaram ao aumento acelerado do coeficiente de importação da indústria, sem contrapartida em maiores exportações e garantiram elevadas margens de lucro para os setores terminais, notadamente os dominados por empresas estrangeiras. A assimetria no grau de abertura entre os setores terminais e os setores fornecedores desmantelou o esperado processo de distribuição de renda; os ganhos de produtividade foram apropriados pelos setores terminais, que não foram pressionados a reduzir preços e tampouco a aumentar os salários reais, seja devido ao arrefecimento da concorrência externa, seja devido aos níveis recorde de desemprego industrial.

Ainda sobre a questão da sustentabilidade, resta observar o comportamento das remessas de lucro. Em primeiro lugar, cabe registrar que as mudanças no tratamento fiscal conferido ao IDE, entre 1991-1995, tenderam a reduzir a taxa de incidência sobre remessas financeiras ao exterior e culminaram com a eliminação total de qualquer imposto de renda sobre remessas de lucro e dividendos entre subsidiária-matriz.³⁵

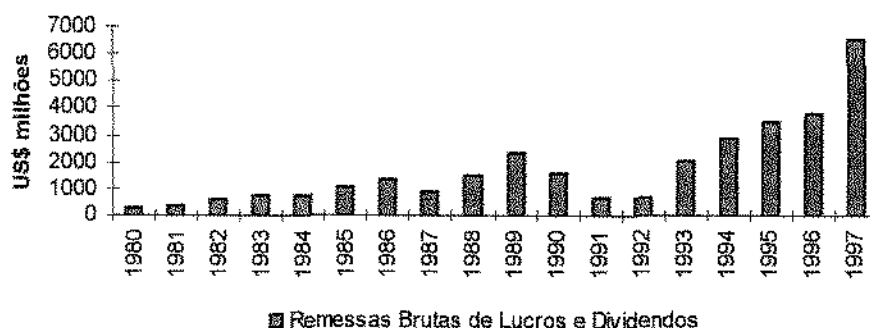
subsidiárias de empresas estrangeiras no Brasil após a abertura.

³⁵ Entre 1991 e 1995, período que concentra as alterações relativas ao IDE, essas alterações tinham sido as seguintes: 1) Alterações na legislação tributária: i) revogação de imposto de renda suplementar de 40% a 60% sobre dividendos

O comportamento das remessas de lucro deve ser avaliado considerando-se a evolução do estoque e dos fluxos. O primeiro diz respeito à participação estrangeira no mercado local e ao valor do capital correspondente, que constitui parte do passivo externo da economia.³⁶ O segundo refere-se à taxa de lucro auferida e também ao interesse de efetivar remessas de lucro ao exterior. A taxa de câmbio, aspectos regulatórios e as oportunidades para reinvestir no país devem afetar a decisão de transferir ou não os lucros auferidos nos mercados locais para as matrizes. É importante ressaltar que independente da forma de financiamento, a expansão da participação das empresas estrangeiras no mercado local aumenta o passivo externo ainda que não implique ingressos de capital, ou seja, resulte de mecanismos internos de financiamento.

Gráfico 1

Remessas de Lucro e Dividendos



■ Remessas Brutas de Lucros e Dividendos

Fontes: entre 1980-1989 Barros (1993); entre 1990-1997, Bacen.

remetidos em excesso a 12% do capital registrado (Lei 8383/91); ii) liberação do pagamento de royalties e assistência técnica de subsidiária para matriz, a partir de 01/01/92 (Lei 8383/91); iii) redução da alíquota de 25% para 15% sobre dividendos remetidos; iv) revogação do imposto de sobre o lucro líquido a partir de 01/01/93 (Lei 8383/91); v) isenção do imposto de renda sobre as remessas de lucro e dividendos, exceto nos casos de ganhos obtidos com aplicações de renda fixa, que pagam alíquota de 15% (Lei 9249/95). 2) Alterações na regulamentação do Banco Central: i) permissão para registros de receitas financeiras como capital estrangeiro (Carta Circular 2266/92); ii) permissão para remessas de dividendos, através de termo de compromisso, mesmo que o certificado de registro de capital estrangeiro estiver aguardando atualização pelo Bacen (Carta-Circular 2165/91); iii) definição de critérios para registros de investimentos em bens (Carta-Circular 2198/91); iv) atualização monetária dos lucros até a data da capitalização, reduzindo a perda cambial de reinvestimentos de lucros já que o Bacen usava valores nominais apurados no balanço (Carta-Circular 2266/92); v) definição de critérios para remessas a título de adiantamento para futuro aumento de capital (Carta-Circular 2161/91); vi) definição de normas e critérios para reinvestimento de lucro e remessas de dividendos (Carta-Circular 2266/92); vii) normas para registros de investimentos na forma de criação de direitos sobre patentes ou marcas, a título de integralização de capital (Carta-Circular 2282/92). Ver Barros, 1993 e Margarido, 1997.

³⁶ Ver "Anexo I".

As evidências reunidas nesta dissertação indicam que partir de 1995 houve crescimento expressivo da participação estrangeira tanto em atividades de serviços quanto no setor industrial (sem correspondente aumento dos investimentos brasileiros no exterior), e portanto, aumento do potencial do déficit na conta de serviços fatores do balanço de pagamentos. Embora o contexto recessivo atual limite a magnitude dos lucros alcançados pelas empresas, a falta de oportunidades para reinvestir pode acarretar uma certa rigidez para baixo no volume de remessas de lucro. Por outro lado, a desnacionalização recente dos setores de serviços tem impactos ainda desconhecidos sobre a dinâmica de remessas.³⁷

O problema da desnacionalização, do ponto de vista do balanço de pagamentos, tem a ver com a magnitude do superávit em bens e serviços não fatores necessário para pagar os serviços dos capitais externos, ainda que produtivos. Note-se que as remessas líquidas de lucros/dividendos pesaram sobre o déficit em transações correntes como mais de dois terços do déficit comercial no ano de 1997, que foi de cerca de US 9 bilhões. A absorção de capitais externos, pode-se dizer, amplifica a dimensão do ajuste exportador pretendido devido ao crescimento do componente financeiro dos déficits em transações correntes.

Concluída a discussão dos determinantes mais gerais dos processos de fusão e/ou aquisição ligados ao ambiente macroeconômico e, o exame de seus impactos sobre o balanço de pagamentos, focaliza-se, nos capítulos seguintes, os mesmos processos para dois ramos de atividade da indústria de transformação.

³⁷ As remessas de dividendos são majoritariamente relativas aos investimentos de portfólio e representaram cerca de 30% das remessas nos anos de 1996 e 1997, segundo dados do Bacen.

Capítulo 3 - F&As e Desnacionalização no Setor de Autopeças

Os capítulos 3 e 4 discutem os determinantes das fusões e/ou aquisições de empresas conduzidas por empresas estrangeiras, entre 1994 e 1996, e os impactos dessas transações sobre o balanço de pagamentos em dois ramos de atividade da indústria de transformação: autopeças e alimentos/bebidas.

Os estudos de caso incluem alguma discussão, que foi deixada de lado no capítulo 2, sobre as vantagens competitivas das empresas multinacionais que devem ter garantido sua supremacia nas transações de F&A e para a qual faz-se uso dos conceitos teóricos aos quais se refere o capítulo 1 da dissertação. A discussão das motivações das F&As propriamente ditas é inspirada no esquema analítico desenvolvido por Penrose (Penrose, 1968), também resenhado no capítulo 1.

As duas primeiras seções de cada um dos estudos de caso visam caracterizar a estrutura das indústrias locais respectivas e a participação de empresas estrangeiras nos ramos considerados. As terceiras seções discutem os fatores internos que tornaram o ambiente propício as F&As no período recente e que influenciaram as propensões ao comércio das empresas nos ramos respectivos. Ou seja, as primeiras seções visam discutir os determinantes setoriais específicos das transações e seus resultados esperados sobre as exportações líquidas. As demais seções discutem as transações de F&A propriamente ditas, através de uma amostra de empresas. As motivações de vendedores e compradores são contrapostas para avaliar a 'base econômica das aquisições' e examina-se, através das informações obtidas, os impactos das transações sobre novos investimentos e sobre as contas comerciais. No "Anexo 2" da dissertação são descritas as fontes usadas na pesquisa.

Feita esta apresentação geral sobre os estudos de caso, cabe observar, em relação ao objeto específico do presente capítulo – o ramo de autopeças –, que as transformações foram rápidas e profundas. Embora a atuação de empresas estrangeiras no setor de autopeças local venha de longa data, até a onda de fusões/aquisições no setor em meados dos anos 90, as empresas de capital nacional representavam metade das maiores empresas do ramo e eram líderes em faixas importantes do mercado. Entre 1994-1997 praticamente todas as grandes empresas nacionais foram vendidas para grupos estrangeiros, a maioria já instalados no país. O processo de desnacionalização foi concomitante ao desaparecimento do expressivo saldo exportador do setor. O acelerado crescimento das importações de autopeças, a partir de meados de 1994, não esteve

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE

vinculado ao aumento das exportações; o complexo automotivo tendeu a produzir déficits no período.

A reestruturação do setor foi ditada pelas novas políticas de compras do setor terminal e refletiu as tendências internacionais de relações entre a indústria montadora e seus fornecedores. A política governamental, através do regime automotivo, foi convergente com os interesses do setor terminal. O arranjo tarifário do regime, se por um lado conteve as importações de veículos, por outro lado acentuou as tendências de perda de *market share* das empresas de autopeças locais e favoreceu a desnacionalização no ramo. Apesar da introdução de inovações no modelo de manufatura, a reestruturação não foi direcionada para fortalecer os vínculos verticais entre as empresas da cadeia de fornecimento, cuja fraqueza era apontada como um dos entraves a maior competitividade da indústria local.

3.1. Tendências Internacionais no Setor de Autopeças

As mudanças tecnológicas na indústria automobilística internacional e as novas políticas de compras das montadoras de veículos ensejaram, nos anos 80, uma onda de fusões/aquisições, inclusive internacionais, de empresas de autopeças.

A liderança da indústria de veículos japonesa na década de 80, como se sabe, inspirou um novo modelo de manufatura na indústria automobilística; o toyotismo, ou a produção enxuta. Em linhas gerais, no modelo toyotista os trabalhadores passam a ser treinados para realizar diversas tarefas e produzir partes completas, ou “módulos” do veículo. Por outro lado, o elemento central da produção enxuta é o método de fornecimento *just in time*, que busca sintonizar todos os elos da cadeia produtiva tornando a produção flexível a variações na demanda e minimizando os estoques. O fornecimento de autopeças, então, à medida que deve ser realizado *just in time* e em “módulos” de peças, favorece a agregação de linhas de produção complementares e muitas vezes acarreta uma nova disposição física das empresas de autopeças. No caso pioneiro da Toyota, no Japão, as empresas de autopeças foram instaladas no próprio parque industrial da montadora.³⁸

Uma característica singular da indústria automobilística japonesa, que em grande medida viabiliza o sistema *just in time*, é a hierarquização dos produtores de autopeças em três ou quatro níveis e o grau de integração vertical entre as empresas. Os fornecedores de primeiro nível fornecem diretamente às montadoras sistemas de componentes ou “módulos” pré-testados e prontos para instalação. Esses fornecedores participam da elaboração dos projetos de produtos

desde o início e gerenciam a pirâmide de fornecimento. As empresas de segundo nível fornecem componentes, peças isoladas e materiais para as de primeiro nível e contratam empresas de terceiro ou quarto nível para o suprimento de peças e materiais. Assim, as montadoras de veículos japonesas comunicam-se diretamente com um número reduzido de fornecedores (cerca de 300) - nos quais, muitas vezes, mantêm participação acionária - que por sua vez sub-contratam cerca de 10 mil PMEs (Posthuma, 1993).

Devido ao acirramento da concorrência internacional no mercado de veículos, as políticas de compras das montadoras americanas e européias foram balizadas pela forte pressão para redução de custos, nos anos 80. A redução de custos seria viabilizada seja diminuindo o número de fornecedores e os custos envolvidos nos milhares de contratos de fornecimento, seja buscando os mais baixos preços no mercado internacional através de políticas de *global sourcing* que, além de serem compatíveis com a primeira medida, serviam para pressionar a redução dos preços domésticos das autopeças. Os programas de produção de “carro mundial”, lançados já no final dos anos 70, também fortaleciam esse tipo de transformação das relações das montadoras com seus fornecedores.³⁹

As indústrias de autopeças na Europa e EUA, apesar de serem compostas por um grande número de PMEs que coexistem com grandes empresas, trabalhavam com um número muito maior de fornecedores diretos (cerca de 2 mil) até o final dos anos 80. A partir de então, empresas como Ford, Renault e Austin Rover passaram a anunciar a redução do número de fornecedores diretos entre 30% e 70%. Inspiradas no sistema toyotista de manufatura, algumas montadoras ocidentais também reorganizaram suas linhas de montagem dividindo os componentes dos carros em “famílias” de peças. No final dos anos 80, a Renault, a Peugeot e a Fiat dividiram os componentes dos carros em 150, 257 e 250 famílias, respectivamente, e passaram a buscar dois ou três fornecedores diretos para cada família, ou envolveram-se diretamente na busca de soluções entre as empresas de autopeças para realizar o fornecimento em famílias, ou módulos completos. A General Motors e a Volkswagen, por sua vez, foram pioneiras na adoção de políticas de *global sourcing*, como parte de suas estratégias de atuação global.

As F&As, domésticas e internacionais, entre empresas de autopeças nas economias da OCDE foram intensificadas nos anos 80, seja para viabilizar fornecimento em módulos, seja para atingir o porte necessário para enfrentar a concorrência com importações. Vale registrar que

³⁸ Para uma análise dos impactos do modelo de manufatura japonês sobre a indústria automobilística ocidental, ver Holanda Filho, 1996.

³⁹ Sobre as novas políticas de compras das montadoras, ver Fucidji, 1998, e Holanda Filho, *op. cit.*

estudos da OCDE sobre as transformações na indústria de autopeças internacional recomendavam políticas de proteção transitória às indústrias nacionais de autopeças visando garantir tempo para a reestruturação das empresas locais, a exemplo dos EUA que incluíram seu setor de autopeças nas negociações sobre política industrial com o Japão (OCDE 1995, apud, Fucidji, 1998).

3.2. Estrutura do Setor de Autopeças no Brasil

As primeiras subsidiárias de empresas estrangeiras no setor de autopeças local datam dos anos 50, quando foram estabelecidos incentivos fiscais e tarifas protecionistas para a produção interna de veículos, peças e componentes do setor automotivo.⁴⁰ Na maioria dos casos essas empresas já eram fornecedoras das montadoras de veículos americanas e européias que estavam se instalando no país. Algumas empresas - como a Mahle (alemã), a Dana Corp (americana) e a Lucas Industries (inglesa) - ingressaram através de aquisições ou associações a empresas locais.

Mesmo antes da chegada das montadoras havia no Brasil uma pequena indústria de autopeças, cerca de 100 fabricantes nacionais, que produziam componentes simples e abasteciam o mercado de partes e peças de reposição para veículos importados ou para os CKDs montados localmente. Com a instalação das montadoras e contando com estímulos governamentais que garantiam elevados índices de nacionalização dos veículos, a indústria de autopeças cresceu rapidamente somando cerca de 500 empresas em 1955. A expansão da indústria automobilística nas décadas seguintes preservou espaços de destaque para algumas empresas nacionais – como, por exemplo, a Metal Leve, a Cofap e a Freios Varga, fundadas por volta dos anos 50.

Até o início dos anos 90 a indústria de autopeças local era caracterizada por sua segmentação em dois grandes blocos de empresas, de acordo com porte e diversificação de produtos/mercados. Outra característica estrutural do setor era o alto grau de verticalização das atividades industriais das firmas, que gerava ineficiências importantes, sobretudo baixas escalas de produção e dispersão da capacitação técnica.⁴¹

No primeiro bloco enquadravam-se as grandes firmas - cerca de 5% das empresas tinham mais de 2 mil empregados e apenas 1% mais de 4 mil empregados -, nacionais e estrangeiras, com produtos de alto conteúdo tecnológico e servindo exclusivamente à indústria automobilística (montadoras, mercado de reposição e exportações), principalmente montadoras. Os mercados de

⁴⁰ Em 1952, através do Aviso 288, foram limitadas as concessões de licenças de importação para autopeças já produzidas no país e, em 1954, com a criação da Comissão Executiva da Indústria de Material Automotivo, estabeleceu-se um programa progressivo de nacionalização dos veículos. Ver Gazeta Mercantil, Panorama Setorial, 1997.

⁴¹ Sobre a estrutura do setor de autopeças local ver Posthuma, 1993.

produto de atuação dessas empresas - como bronzinas, pistões, amortecedores e sistemas de freios -, em geral, são concentrados. A Metal Leve, por exemplo, ocupava 50% do mercado local de pistões, enquanto a Cofap detinha cerca de 70% do mercado local de amortecedores, em meados dos anos 90. Havia barreiras à entrada, tecnológicas e de escala, importantes para alguns desses mercados. Os investimentos eram, em boa medida, ditados pelo setor terminal, uma vez que resultavam de contratos de fornecimento com as montadoras para determinadas linhas de veículos.

O segundo bloco de empresas era formado por um grande número de pequenas e médias empresas (PME's) - cerca de 70% das empresas do setor tinham até 500 empregados - majoritariamente de capital nacional. Estas firmas produziam um leque maior de produtos, menos sofisticados tecnologicamente. E, além de servirem às montadoras, ao mercado de reposição e exportações, atuavam em níveis inferiores da cadeia produtiva fornecendo componentes para as grandes empresas de autopeças ou para outros mercados que não o automobilístico. Devido à ausência de barreiras à entrada, tecnológicas ou de escala, a dinâmica concorrencial nesses mercados era pautada pela concorrência de preços.

A estrutura segmentada da indústria, característica histórica do setor, foi, em certa medida, acentuada a partir dos anos 70. O programa Befiex (Benefícios Fiscais para Exportação) alavancou as vendas de algumas empresas de autopeças locais, nacionais e estrangeiras.⁴² As montadoras de veículos foram as principais beneficiárias do Befiex, através do qual aproveitaram índices de nacionalização reduzidos para produção de veículos para exportação, além de firmarem-se como as maiores exportadoras diretas de autopeças, sobretudo motores. No entanto, algumas empresas de autopeças, especialmente produtoras de peças para motores, inseriram-se nos programas de exportação das montadoras, através dos quais alcançaram significativos ganhos de escala, melhoria na qualidade e acesso à tecnologias mais avançadas. Essas empresas tornaram-se exportadoras diretas nos mercados externos, como no caso das empresas nacionais acima citadas, que chegaram, nos anos 80, a implantar subsidiárias na Europa e EUA.⁴³

O contexto de crise e recessão no mercado interno entre 1990-1992 anunciava mudanças na estrutura do setor. Neste período, diversas empresas do segundo bloco fecharam, ou saíram do ramo, enquanto outras foram adquiridas pelas grandes empresas do primeiro bloco. Além disso, com a abertura comercial, vislumbrava-se uma tendência de concentração e reorganização das

⁴² O Befiex garantia isenção de até 80% das alíquotas dos impostos de importação (II) e produtos industrializados (IPI) incidentes sobre máquinas, equipamentos e insumos importados, vinculados ao desempenho exportador das empresas.

empresas dos diversos níveis da cadeia de fornecedores, como resultado das expectativas de adoção de políticas de *global sourcing* e de novos modelos de manufatura pelas montadoras de veículos instaladas no Brasil, a exemplo da experiência internacional.

3.3. Ambiente Interno e as F&As no Setor de Autopeças

As mudanças nas políticas de compras das montadoras de veículos instaladas no Brasil, efetivas ou anunciadas, forneceram a base econômica das transações de F&A entre as empresas do ramo de autopeças. No que diz respeito aos fornecedores locais essas políticas previam, em linhas gerais: redução do número de fornecedores diretos, fornecimento em módulos de peças e sistema de entrega *just in time* (JIT). Para atender a essas exigências, as empresas de autopeças deveriam passar por um processo de fusões e/ou aquisições, seja visando agregar ou sintonizar determinadas linhas de produção, adquirir porte para credenciarem-se como fornecedoras diretas, ou ainda implantar fábricas para fornecimento em módulos no parque industrial ou redondezas das montadoras. A base econômica das F&As estava dada, não apenas porque poderiam acarretar maior rentabilidade das empresas resultantes, mas acima de tudo porque eram uma exigência do setor terminal, um oligopólio que neste sentido atuava como um bloco unificado de interesses.

As estratégias de *global sourcing* adotadas pelas montadoras locais, entretanto, foram radicalizadas no contexto de apreciação cambial e redução das alíquotas no imposto de importação para autopeças, permitidas pelo regime automotivo. Este contexto favoreceu as transações de F&A no setor à medida que acentuou a redução do *market share* e da rentabilidade das empresas de autopeças locais, fatores que tenderam a reduzir o valor presente das firmas para seus então proprietários.

Em meados da década de 90 as montadoras locais passaram a anunciar reduções no número de fornecedores diretos e compras pelo sistema de módulos de peças. Dois exemplos dessa última tendência foram o projeto de “consórcio modular” da VW e o “Programa de Mineirização” da Fiat. A linha de montagem do Gol, na fábrica da montadora em Taubaté (SP), passou a ser feita, a partir de setembro de 1996, no esquema de consórcio modular, com módulos de chassi e suspensão.⁴⁴ O Programa de Mineirização da Fiat, em Betim (MG), significou a realização de contratos de longo-prazo com seus principais fornecedores, que passaram a instalar

⁴³ Sobre os impactos do programa Belfex sobre o setor de autopeças, ver Posthuma, 1993.

⁴⁴ A fábrica de caminhões e ônibus da VW em Resende (RJ) foi o projeto mais radical de “consórcio modular” da montadora para operar com “fornecimento modular em sistema *just in time*” mas, segundo informações da imprensa, não foi bem sucedido e está sendo revisto.

unidades produtivas nas cidades da região, num arranjo que viabilizou tanto a implantação de fornecimento JIT, quanto de sistemas “semi-montados”. A partir do projeto Palio, modelo lançado em 1996, a montadora intensificou esse processo. Neste projeto, a Fiat se empenhou em fechar contratos com fornecedores, inclusive na Europa e nos EUA, para que realizassem investimentos nas cidades da região de Betim.

As estratégias de *global sourcing* das montadoras locais foram coroadas com a implantação do regime automotivo, anunciado em junho de 1995, que ampliou o diferencial tarifário entre bens finais e insumos da indústria automobilística. Ao contrário das negociações no âmbito das câmaras setoriais, no início da década, os sindicatos de trabalhadores e as associações de empresas de autopeças não tiveram participação relevante na elaboração do novo regime para o setor. O forte poder de barganha das montadoras, que ameaçavam volumosas importações de automóveis, e a preocupação do governo com a evolução do déficit em conta-corrente no contexto da crise asiática impuseram-se sobre os demais interesses envolvidos no processo (Laplane e Sarti, 1997a).

O regime automotivo restabeleceu a proteção à produção local e impôs cotas de importação de veículos com redução tarifária (diferenciadas para produtores já instalados e entrantes), garantindo a contenção do déficit comercial projetado nesse segmento. Durante o ano de 1995, a alíquota do imposto de importação de veículos saltou de 32% para 70%, sendo seguida por uma redução para 2% das alíquotas de autopeças, bens de capital e matérias primas para a indústria automobilística, vinculada ao desempenho exportador das empresas. Esse diferencial tarifário se cristalizou com a implantação do regime, em dezembro daquele ano, quando foram estabelecidos índices de nacionalização para as empresas filiadas, tratamento diferenciado aos *newcomers* e um cronograma de retorno à convergência tarifária entre bens finais e insumos. Dados do regime automotivo mostram que as montadoras foram responsáveis por 81,9% das compras externas de autopeças em 1996, US\$ 2,8 bilhões, contra US\$ 509 milhões das próprias empresas de autopeças.

Tabela 8

Autopeças : Balança Comercial e Coeficientes de Abertura*

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
EXPORTAÇÕES (US\$ milhões)	2.119	2.126	2.047	2.312	2.665	2.985	3.262	3.510	4.042
IMPORTAÇÕES (US\$ milhões)	708	837	843	1.059	1.549	2.072	2.789	3.423	4.401
SALDO (US\$ milhões)	1.411	1.289	1.204	1.252	1.115	912	472	87	-359
IMPORTAÇÃO/CONSUMO APARENTE	6,0%	8,9%	17,1%	11,3%	14,7%	17,9%	20,5%	23,8%	-
EXPORTAÇÃO/PRODUÇÃO	14,9%	18,7%	32,1%	20,9%	22,4%	22,8%	22,3%	23,7%	-

Fontes: Sindipeças e Moreira & Correa (1997).

* coeficientes de abertura para o ramo "motores e peças para veículos"

Nos anos 90 o saldo exportador de autopeças esvaiu-se. O crescimento da utilização de peças e componentes importados, que em 1992 e 1993 deveu-se ao maior intercâmbio comercial com a Argentina, continuou acelerado no período seguinte, quando passaram a crescer também as importações provenientes de países como Itália, Alemanha e EUA, tradicionais exportadores para o Brasil. Entre 1995-1997 as importações de autopeças cresceram 112%, enquanto as exportações cresceram 35%. O forte crescimento das importações não esteve vinculado a maiores exportações a partir de 1994; enquanto o coeficiente de importação saltou de 14% em 1993 para 23,8% em 1996, o coeficiente de exportação permaneceu praticamente estagnado em 22-23%.

Tabela 9

Autopeças : Indicadores de Desempenho do Setor									
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Faturamento Real (US\$ milhões)	10.581	10.816	8.453	8.428	10.376	14.376	16.584	17.000	16.500
Utilização da Capacidade	82%	74%	73%	72%	80%	83%	80%	77%	75%
Emprego (mil)	309	285	255	231	235	236	214	192	186,4
Rentabilidade do PL Médio	-	-	-11%	-7%	-3%	7%	-10%	-8%	-

Fontes: Sindipeças; Panorama Setorial da Gazeta Mercantil.

Para as empresas de autopeças locais, além de perda de *market share*, constatou-se a fragilização dos indicadores de rentabilidade financeira, nos anos 90. Os índices de rentabilidade agregados para as empresas de autopeças foram negativos durante todo o período, com exceção do ano de 1994. O comportamento do índice “rentabilidade do patrimônio líquido médio”, para um conjunto de 200 empresas apurado pelo Sindipeças, mostra que as empresas do setor saíram de um ambiente recessivo, de queda do faturamento e rentabilidade fortemente negativa em 1991/92, recuperaram-se com a retomada das vendas no período seguinte e mergulharam novamente em estrangulamento financeiro em 1995, a despeito de crescimento do faturamento real. Enquanto nos primeiro anos da década a rentabilidade negativa resultou da contração nas vendas, a partir de 1995 a acentuada concorrência com importações forçou a redução dos preços e das margens de lucro, num momento de crescimento da demanda que exigia novos investimentos das empresas.⁴⁵

Neste contexto, e sobretudo a partir de meados de 1994, abriram-se diversas oportunidades de negócios lucrativos para compradores e vendedores de empresas do setor. O

⁴⁵ A variação dos *mark ups* praticados sobre custos teria sido de -33,6% entre 1990/95 (Moreira e Correa, 1996). A redução das margens praticadas, entretanto, só efetivou-se a partir de 1994, num ambiente de estabilização de preços e apreciação cambial, segundo estimativa que decompõe a evolução dos *mark ups* em períodos anuais, para o ramo “outros veículos e peças”. Pereira e Carvalho, 1998.

valor presente das firmas alvo, de acordo com seus então proprietários, tendia a cair em função do aumento do coeficiente de importação do setor que acarretara redução de *market share* e de rentabilidade. Para proprietários de empresas nacionais familiares, cujas receitas dependiam basicamente do mercado interno e que estavam (mais ou menos) convencidos de que tal organização empresarial não sobreviveria à globalização do setor, era um momento de sair do ramo possivelmente embolsando quantias superiores ao valor presente de suas firmas estimado pelas suas próprias - e limitadas - expectativas de desempenho. Por outro lado, para investidores estrangeiros que viam nas aquisições/fusões no Brasil um momento de estratégias produtivas globais, o valor da firma alvo certamente estava acima do valor segundo as expectativas de rentabilidade dos atuais proprietários. Neste sentido, deve ter havido margem de barganha para os vendedores proporcional ao valor estratégico dos ativos, inclusive intangíveis (tais como marca, conhecimento do mercado, reputação, e etc) das empresas alvo para os programas de expansão das firmas compradoras.

Como mostra a tabela 10, praticamente todas as grandes empresas de autopeças de capital nacional foram vendidas para grupos estrangeiros, entre 1994-1997. A participação das empresas nacionais nas vendas totais das grandes empresas do setor caiu de 47% em 1990, para 45% em 1994 e apenas 22% em 1997 (Revista Exame).

Tabela 10

Empresas Nacionais de Autopeças entre as 500 maiores

Posição das Empresas Nacionais em 1994			troca de controle
Empresa	Posição no ranking	Vendas US\$ milhões	
Iochpe-Maxion	1	1.121,7	venda da divisão de tratores agrícolas para o grupo AGCO Corp. (americano), em 1996.
Cofap	3	477,6	vendida em dois blocos, para grupo Mahle (alemão) e Magneti Marelli (italiano), em 1997.
Metal Leve	7	351,2	vendida para grupo Mahle (alemão), em 1996
Varga	9	275,1	vendida para grupo Lucas Varity (inglês), em 1997.
Randon	10	258,9	associação ao grupo Jost Werke (alemão), em 1996
Marcopolo	11	246,8	
Brasica	16	205,0	
Plascar	20	165,2	vendida para grupo BTR (inglês), em 1995.
Borlem	21	161,9	

Fonte: Exame "Melhores e Maiores".

Ainda que as F&As no setor já pudessem ser vislumbradas devido as transformações técnicas na produção, a acentuada concorrência externa potencializou as tendências de desnacionalização. A troca de controle nacional por estrangeiro de empresas importantes do ramo não manifestou-se em maior propensão a exportar a produção local. As políticas de importação de autopeças das montadoras locais não tiveram contrapartida em aumento das exportações, tanto

diretas como indiretas de autopeças, capazes de reverter as tendências de déficits no complexo automotivo.

Por outro lado, a velocidade e o nível de abertura, provavelmente, deixaram muitas pequenas empresas sem margem alguma de negociação no processo e podem ter forçado a queima de segmentos mais fracos da cadeia de fornecedores. E, neste sentido, as políticas industrial e comercial jogaram contra um processo virtuoso de reestruturação. Do ponto de vista do emprego, a queima desses segmentos refletiu-se em redução dos postos de trabalho, a despeito do aumento do faturamento real entre 1995 e 1996 (tabela 9).

A reestruturação do setor, entre 1995-1997, ainda que tenha introduzido as inovações ligadas ao modelo de manufatura implementado nas economias centrais nos anos 80, não foi direcionada para fortalecer as relações entre as empresas nos diversos níveis de fornecimento, configuração que preservaria a sobrevivência de muitas PMEs e postos de trabalho, além de aproximar a estrutura da indústria a um padrão internacionalmente tido como eficiente.

3.4. Uma Amostra de Transações de F&A

A amostra

Segundo levantamento da KPMG *Corporate Finance* para as transações de F&A, *joint ventures* e alianças entre empresas ocorridas no ramo de autopeças, entre 1994 e 1996, predominaram os investimentos de empresas estrangeiras no Brasil, a despeito de haver um bom número de transações de empresas brasileiras na ponta investidora das transações. A atuação de algumas empresas brasileiras como investidoras na amostra, inclusive em outros países, deve ser vista com cautela. Nos anos seguintes, muitas dessas empresas também foram desnacionalizadas.

46

⁴⁶ Que é o caso da Cofap e do Grupo OSA (Plascar e Plavigor) que aparecem na amostra como “compradoras” nas transações domésticas.

Tabela 11

AQUISIÇÕES E JOINT VENTURES

em número de transações

Tipo de Transação	1994		1995		1996		94-96	
	A	JV	A	JV	A	JV	TOTAL	%
ENTRE EMPRESAS BRASILEIRAS	2	0	3	0	1	2	8	28
INVESTIMENTOS BRASILEIROS NO EXTERIOR	2	2	0	0	0	0	4	14
INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NO BRASIL	1	3	5	0	4	4	17	59
TOTAL	5	5	8	0	5	6	29	100

Fonte: KPMG Corporate Finance, elaboração própria.

A = Aquisição; JV = Joint Venture

As 17 operações de empresas estrangeiras na ponta investidora, que interessam para os objetivos da presente pesquisa, corresponderam a 13 investidores externos e 16 empresas receptoras. Predominaram os investidores já instalados no país, tanto no total de investidores quanto no número de transações realizadas.

Entre as 16 empresas receptoras, destacaram-se 8 empresas de grande porte (receita operacional líquida entre R\$100 e R\$250 milhões) para os padrões brasileiros, que fazem parte do ranking das 500 maiores empresas privadas do país, entre as quais 3 empresas de controle estrangeiro. As demais empresas eram majoritariamente pequenas e médias (receita operacional líquida até R\$30 milhões) de controle nacional.

Investidores já instalados realizaram 8 das 10 transações de aquisição (9 tomadas de controle e 1 aquisição minoritária). Assim, essas operações significaram aumento de *market share* de grupos estrangeiros já instalados, seja via incorporação de empresas cujos produtos viabilizam fornecimento modular, seja via tomada de controle de empreendimentos nos quais já eram investidores minoritários.

As associações se caracterizaram pela constituição de uma terceira figura jurídica, cujo capital e controle foram divididos entre as partes. Das 6 empresas receptoras, pelo menos 3 foram posteriormente vendidas para grupos estrangeiros e responderam por 4 transações na amostra.⁴⁷ Por conseguinte, as *joint ventures* podem ser vistas dentro do movimento geral de expansão de grupos estrangeiros via aquisição de empresas no Brasil. Nas *joint ventures*, os investidores já instalados realizaram 4 operações, contra 3 de novos ingressantes.

⁴⁷ Freios Varga, Microlite e Wiest, adquiridas pelos grupos Lucas Varity, BTR e Dana.

Tabela 12

**Autopeças - Amostra de Transações - Aquisições e Joint Ventures
1994 a 1996**

INVESTIDOR			EMPRESA ADQUIRIDA						
Nome do Grupo	país da origem	número de empresas no Brasil	Nome da Empresa	Receita Op. Liq.(R\$ mil) 1996	Sub-setor de atuação	Posição no ranking	Ano de fundação	Controle Acionário	Nova Empresa
AQUISIÇÕES									
BTR Plo	RU	4	Grupo OSA (Plascar/Plavigor)	7.867	carroçarias/acabam. interno	2/5	1963	nacional	#
"	"	"	Metalurgica Carto Ltda	#	acessórios		1954	nacional	#
Dana Corp	USA	3	Brasexos (divisão de eixos leves)	102.331	transmissão e componentes	4	1957	estrangeiro	#
"	"	"	Indústrias Orlando Stevaux	#	empacotaduras		1932	nacional	#
Mahle GmbH	AL	1	Metal Leve S.A.	215.387	motores e componentes	3	1950	nacional	#
BEHR GmbH & CO	AL	2	RCN Radiadores	23.494	motores e componentes	7	#	nacional	#
GKN PLC	RU	2	ATH - Albarus	174.994	transmissão e componentes	3	1947	estrangeiro	#
Standard Products	USA	1	Itatiaia Standard Auto Peças	#	diversos		1946	nacional	#
Rasini	ME	0	C. Fabrini Indústrias de Molas	30.612	amortecedores e molas	6	#	nacional	#
Corporacion Impsa	AR	0	Ford (fábrica em PE)	#	montadoras		#	estrangeiro	#
JOINT VENTURES									
Dana Corp	USA	4	Wiest	31.165	diversos	10	1947	nacional	Simesc Parish AS
"	"	"	Freios Varga	188.067	freios e componentes	1	1945	nacional	SM Sistemas Modulares
Dayco Europe	IT	0	Tecaion	20.029	freios e componentes	8	#	#	Daitec
Joet Werke AG	AL	0	Randon	145.807	carrocerias para caminhões	1	1952	nacional	Jost Brasil
Yuasa Corporation	J.A	1	Microlite	249.933	baterias	1	1950	nacional	Microlite - Yuasa Baterias
Enermex	ME	0	Durex	11.936	baterias	5	1926	#	Enermex Industrial do Brasil
T&N	RU	2	Freios Varga	188.067	freios e componentes	1	1945	nacional	Varga Ferodo

Fontes: KPMG; Gazeta Mercantil (Balanco Anual); Guia Interinvest; Atlas Financeiro do Brasil; OEM Register.

A Base Econômica das F&As

as vantagens dos compradores

As estratégias de expansão dos grupos Dana Corp (EUA) e BTR (RU), ambos com subsidiárias no Brasil - e que realizaram 4 e 2 operações respectivamente na amostra analisada -, ilustram o tipo de vantagem de que se valeram as empresas estrangeiras para que suas expectativas de retorno sobre os empreendimentos alvo estivessem acima das expectativas dos potenciais vendedores. As estratégias desses dois grupos visam colocá-los em posição de liderança como fornecedores globais da indústria automobilística e as F&As são um instrumento privilegiado para a expansão internacional.

O grupo Dana Corp é um dos maiores produtores mundiais de autopeças. Em 1997 a Dana obteve vendas de US\$ 8,3 bilhões (metade do faturamento total da indústria de autopeças no Brasil naquele ano), empregou 79 mil trabalhadores e tinha 317 plantas principais espalhadas por 32 países. A estratégia de expansão do grupo, adotada em 1990, é de diversificação da linha de produtos e de área geográfica de atuação. Em 1998 a Dana praticamente atingiu sua meta de diversificação de produtos aumentando a participação das atividades fora de seu *core business* (que são módulos estruturais para veículos pesados, “highway”, como eixos, e etc) para cerca de 50% das vendas totais. A diversificação dos mercados de destino visa aumentar as vendas fora dos EUA para também 50% das vendas totais, mas não houve igual sucesso uma vez que as vendas nos EUA ainda representavam cerca de 80% das vendas do grupo em 1998. Nesse sentido, a empresa gastou US\$ 1,3 bilhão em fusões/aquisições de empresas em 1997 e suas vendas nas economias da América do Sul, por exemplo, cresceram 6% em função dessas transações, enquanto o crescimento orgânico nessas economias foi de menos 1%.

A Dana tem vantagens competitivas sobretudo em função de inovações tecnológicas nos produtos *core* e capacidade de prover sistemas modulares de alto valor agregado, devido a diversificação de sua linha de produtos. Em 1998, por exemplo, a empresa lançou o módulo “rolling chassis”, que representa cerca de 30% do conteúdo do Dodge Dakota fabricado no Brasil.

A BTR, por sua vez, não atua exclusivamente no mercado automotivo e sua estratégia, ao contrário da Dana, é de especialização nas áreas *core*, que são equipamentos industriais (*engineering*). Desde 1990 o grupo vem desinvestindo em determinados segmentos para expandir as áreas onde tem vantagens competitivas, sobretudo através de transações de F&A. As vendas do grupo totalizaram US\$ 13,3 bilhões, em 1997, 60% quais destinaram-se aos mercados europeu

e norte-americano. A divisão de autopeças, embora represente apenas 25% das vendas totais, aproveita as sinergias existentes entre as demais áreas *core*, que são sistemas de controle, direção hidráulica (power drives) e equipamentos especiais. No ramo de autopeças, os principais produtos da BTR são: sistemas de janelas/estofados, sistemas anti-vibração, plásticos, e sistemas de transmissão. O grupo tem como diretrizes a inovação de produtos, fornecimento global e sistemas integrados.

As vantagens “firma-específicas” desses grupos estão ligadas à capacidade de inovação tecnológica, porte e multinacionalidade, que as tornam capazes de estabelecer como metas serem líderes entre os *global players* da indústria de autopeças mundial. Suas estratégias de expansão são, em boa medida, viabilizadas por aquisições de empresas - e portanto, acarretam concentração de mercado -, que muitas vezes superam seu crescimento orgânico. O valor das firmas alvo de aquisições, por conseguinte, é avaliado de acordo com o papel da mesma para alcançar determinadas metas definidas nas estratégias globais.

A forma de integração das plantas internacionais, nos casos da Dana e da BTR, é horizontal - na linha de produtos *core* da matriz. Há, portanto, pouca possibilidade de aumento das exportações a partir das plantas nos países receptores para o país-sede. Pelo contrário, como as plantas no país-sede são mais diversificadas, há maior possibilidade de aumentar as exportações do país-sede para os receptores. Destaque-se que as facilidades para importar das subsidiárias já instaladas podem ter sido importante instrumento nas negociações para compra de empresas nacionais concorrentes, no contexto em que se deram as transações de F&A. Não obstante, há indicações de que as aquisições dessas empresas no Brasil e na Argentina estão inseridas num programa de expansão para toda a América Latina, o que deve provocar impactos sobre o comércio regional.

as motivações dos vendedores

Como já foi visto, o contexto de acentuada concorrência com importações teve o efeito de reduzir o valor presente das firmas locais no ramo de autopeças para seus então proprietários. Este contexto colocou as negociações de compra e venda em outros termos; o preço potencial de venda baixou. É preciso diferenciar, entretanto, três classes de empresas vendedoras na amostra analisada.

Em primeiro lugar, há casos de desnacionalização de pequenas e médias empresas familiares que atuam em mercados de produtos sem sofisticação tecnológica ou barreiras à entrada, nos quais a concorrência se dá via preços. Essas empresas, muito provavelmente, tiveram

baixa ou nenhuma margem de negociação nas transações de venda. Nesses casos, tratava-se de vender ou fechar. A queda do preço de venda das firmas decorria da incapacidade dessas empresas de protegerem seus mercados frente às importações. Na amostra, por exemplo, a C. Fabrini - produtora de molas - registrou rentabilidade bem abaixo da média do sub-setor de atuação e fortemente negativa entre 1991-1996.

Um segundo grupo de empresas adquiridas eram divisões ou plantas de grupos estrangeiros cuja venda foi motivada por políticas de desinvestimento em determinadas áreas, e nada tem que ver com desnacionalização. Esse tipo de transação tem como motivação o fato do uso alternativo dos recursos liberados com a venda ser maior, para o grupo vendedor, do que o uso atual. A redução do preço de venda não está relacionada a limitações financeiras/administrativas, como no caso das pequenas empresas. Na amostra, os grupos Ford e Rockwell Braseixos já vinham se desfazendo de empresas fora de seu *core business*, enquanto que o grupo GKN-Albarus realizava programa de reorganização patrimonial.

O caso emblemático da desnacionalização no ramo de autopeças, de venda de empresas líderes em segmentos oligopolizados do mercado, é ilustrado pela venda da Metal Leve. A empresa foi vendida, em junho de 1996, para a empresa alemã Mahle que liderou um consórcio formado também pela Cofap e pelo Bradesco. A transação não apenas garantiu a Mahle 75% do mercado local de pistões - somando os 25% de sua subsidiária local e os 50% da Metal Leve - como permitiu a agregação das linhas de produção das três empresas para fornecer conjuntos de pistões e anéis (peças para motores), estes últimos fabricados pela Cofap.

Ainda que o grupo alemão tenha vantagens firma-específicas frente às empresas nacionais - é líder mundial nesse segmento de mercado -, a Metal Leve permaneceu líder no mercado local até então, enquanto a subsidiária da Mahle no Brasil dividia o restante do mercado com uma subsidiária da ZF, também alemã. No contexto de economia fechada, as economias de escala de produção estabeleciam, naquele mercado, um alto risco de perda de capital para investimentos em expansão da capacidade visando a sobreposição das demais firmas sobre a líder, ainda mais considerando-se que as vendas destinavam-se a um setor oligopolizado e eram intermediadas por contratos de médio/longo prazo. O grupo Mahle, isto sim, já havia proposto a compra da ML, em diversas ocasiões. No entanto, naquele contexto, as barreiras à entrada e o valor dos ativos intangíveis da ML - como contratos de fornecimento, marca, reputação, capacidade empresarial e relacionamento com fornecedores - devem ter contribuído para que seus proprietários avaliassem o preço de seu empreendimento a valores acima do que os potenciais compradores estavam dispostos a pagar.

Mas o contexto mudou. A forte concorrência com produtos importados, sobretudo em 1995-1996 - inclusive pela subsidiária da Mahle no Brasil -, havia forçado a redução das margens de lucro e a empresa vinha acumulando prejuízos, a despeito de manter vendas crescentes. Naquele ambiente concorrencial, impunha-se para a ML ganhar porte e, para atender as exigências das montadoras, agregar novas linhas de produtos para viabilizar fornecimento de módulos de peças, vale dizer, fundir-se com outras firmas locais.

A família proprietária da ML tomou a iniciativa de procurar consultorias financeiras em busca de alternativas para capitalização da empresa. O banco Bradesco, que antecipara-se ao movimento patrimonial no setor e vinha há alguns anos comprando ou adquirindo participações em empresas de autopeças, já detinha 40% da Cofap e chegou a propor a fusão das duas empresas. A alternativa escolhida, no entanto, foi a de venda das duas empresas nacionais para grupos estrangeiros. Em 1996 o consórcio Mahle-Cofap-Bradesco adquiriu a ML e no ano seguinte, a Cofap foi vendida em pedaços: a divisão de anéis de pistões para o próprio grupo Mahle e a divisão de amortecedores para a Magnetti Marelli, do grupo Fiat.

Segundo o então proprietário-dirigente da ML, desde sua fundação, a solução encontrada, de venda para um grupo estrangeiro, foi racional. A empresa teria que investir e crescer muito para evitar tornar-se uma empresa marginal no novo contexto; a aquisição pela Mahle permitia a presença da ML no mundo dos *global players*. Em outras palavras, o preço da Metal Leve baixara porque seriam necessários volumosos investimentos para manter sua posição no mercado e o custo de alavancar tais recursos não seria recompensado por retornos maiores do que a venda da empresa poderia proporcionar.

Ao contrário das pequenas empresas do setor, a ML e a Cofap não estavam sob ameaça de fechamento. A posição de mercado, o valor dos ativos intangíveis e, ainda, a possibilidade de outros arranjos patrimoniais, garantiam significativo poder de barganha para as famílias proprietárias nas negociações de venda. Ainda que os proprietários nacionais não estivessem dispostos a enfrentar os novos desafios, ou estivessem convencidos de sua incapacidade para tanto, suas empresas eram estratégicas para os projetos do comprador.

os resultados das transações

A amostra de transações confirmou uma forte correspondência das F&As no setor com a reestruturação das empresas de autopeças visando atender as novas exigências das montadoras de veículos locais. A maioria das aquisições e *joint ventures* teve como resultado novos arranjos técnicos da produção visando fornecimento *just in time* e/ou em módulos de peças. Como a

maioria das transações teve na ponta investidora grupos estrangeiros que já tinham subsidiárias locais, as aquisições agregaram novas linhas de produto, ou linhas complementares às subsidiárias já instaladas e, no caso das *joint ventures*, foram construídas novas plantas para fornecimento *just in time*, ou, também, agregadas determinadas linhas de produtos das empresas associadas.

De acordo com o resultado final, as transações podem ser classificadas em 3 categorias, a saber:

- 1) fornecimento modular e *just in time* (11 transações): aquisições visando a complementaridade de linhas de produção para fornecimento em módulos ou sub-conjuntos de peças e; associações que resultaram na construção de uma unidade produtiva no parque industrial da montadora, ou nos arredores da mesma para fornecimento JIT, ou ainda agregaram “especialidades” das empresas envolvidas para fornecimento modular.⁴⁸
- 2) reestruturação patrimonial (3 transações): os investidores já detinham participação minoritária na empresa e assumiram o controle, ou aumentaram participação minoritária.⁴⁹
- 3) exploração de comércio regional (2 transações): aquisições de investidores novos que anunciaram maiores exportações para seu país de origem ou compraram empresas com atuação regional.⁵⁰

investimento direto estrangeiro/ impactos sobre a expansão da capacidade

As transações de F&A tiveram forte correlação com ingressos de IDE. Segundo as fontes disponíveis, a maioria das transações de aquisição e *joint-ventures* resultaram na participação acionária direta de não-residentes em empresas locais, até então de capital nacional. Algumas aquisições entretanto, foram efetuadas por subsidiárias de empresas estrangeiras já instaladas, o que configura investimento estrangeiro “indireto”, e não têm, necessariamente, correspondência com ingressos de IDE. Mesmo as aquisições indiretas, entretanto, conferem direitos a remessas de lucro ao exterior via distribuição de resultados dentro do grupo.

⁴⁸ Enquadram-se nesta categoria todas as transações da Dana Corp. (aquisições da divisão de eixos leves da Braseixos, e da Indústrias Orlando Stevaux, e *joint ventures* com a Freios Varga e com a Wiest), as aquisições do grupo BTR (Plascar/Plavigor, e Metalúrgica Carto), a aquisição da Metal Leve pelo consórcio Mahle GmbH - Cofap - Bradesco; e todas as demais *joint ventures* (Dayco Europe e Tecalon, e Jost Werke e Randon, Yuasa e Microlite, T&N e Freios Varga).

⁴⁹ Correspondem às tomadas de controle pela Behr (RCN Radiadores) e Standard Products (Itatiaia Standard Autopeças) e uma operação de troca de ações entre GKN (holding) e ATH-Albarus (subsidiária).

⁵⁰ Nesta categoria foram classificados o grupo argentino Impsa que adquiriu a fábrica da Ford “ex-divisão Autolatina” em Jabotão (PE), e um grupo mexicano, Rassini, que adquiriu a C. Fabrini.

Por outro lado, as aquisições de empresas nacionais que tinham subsidiárias estrangeiras reduziram os investimentos diretos de brasileiros no exterior. A Metal Leve, por exemplo, tinha duas subsidiárias nos EUA. Em janeiro de 1997, a Mahle foi obrigada a desfazer-se das subsidiárias da ML - que foram compradas pelo grupo inglês T&N -, em consequência de processo de concentração de mercado, aberto pelo Federal Trade Commission, relativo à fusão das subsidiárias da ML e da Mahle naquele país.

As aquisições não estiveram ligadas diretamente a novos investimentos em capital fixo, ainda que tenham sido adquiridas empresas envolvidas em programas de expansão da capacidade. Os investimentos pós-compra, na maioria dos casos, continuaram projetos já em andamento, muitas vezes viabilizados por mecanismos internos de financiamento.⁵¹ Por outro lado, a maioria das *joint-ventures* significou IDE do tipo *greenfield* e, as novas unidades industriais significaram plantas pequenas para entrega *just in time*. Em termos monetários, entretanto, essas transações movimentaram um volume bem inferior de recursos frente as aquisições de empresas.⁵²

A passagem da gestão familiar para a profissional, foi o caso de apenas uma das 5 grandes empresas adquiridas, a Metal Leve. Este único caso, entretanto, significou forte racionalização de emprego, com demissão de cerca de 800 funcionários entre julho de 1996 e abril de 1997. Outras 3 empresas já eram subsidiárias de empresas estrangeiras (Ford, ATH-Albarus e Braseixos), enquanto que uma nacional já estava há algum tempo sob administração profissional (grupo OSA). Para as pequenas e médias empresas não foram obtidas informações sobre o impacto da nova gestão administrativa.

inserção comercial das empresas alvo

A avaliação dos impactos das transações de F&A sobre as contas comerciais implica a análise individual das estratégias dos grupos investidores, sobretudo no que diz respeito a forma de integração das plantas adquiridas com as demais plantas da rede. Embora a presente pesquisa não tenha tido acesso a informações desse tipo, há indicações de que alguns grupos ampliaram

⁵¹ No caso das aquisições, o grupo Impsa estava investindo em "modernização" das instalações da ex-fábrica da Ford em Jaboatão - PE, para o qual recorreu a empréstimo do BIRD. A unidade industrial inaugurada no período pelo grupo BTR, em Betim (MG), para fornecer à Fiat, significou a continuidade de programa de investimentos da gestão anterior do grupo OSA (Plascar/Plavigor), financiado pelo BNDES e por capitalização no mercado acionário interno.

⁵² A maioria das associações significou investimentos em capital fixo: 5 das 7 operações resultaram na criação de uma nova unidade industrial (4) ou numa nova linha de produção (1). Como a Daitec (Dayco/Tecalon) fornecedora da Fiat em Juatuba (MG); a SM Sistemas Modulares (Dana/Varga) fornecedora da Ford, em Taubaté (SP); e a Jost Brasil (Jost/Randon) fornecedora da Randon, em Caxias do Sul (RS). O volume anunciado de inversões nessas unidades (dividido entre receptor e investidor) situou-se entre R\$ 6 e R\$16 milhões, para as que foram obtidas

recentemente sua presença no Brasil como um ponto de exportação para o Mercosul, ou mesmo outras economias latino-americanas, a exemplo do grupo Dana Corp. Deve ser ressaltado, entretanto, que as empresas da amostra já eram, majoritariamente, exportadoras.

As exportações brasileiras de autopeças são bastante concentradas em algumas empresas. As 60 maiores exportadoras são responsáveis por cerca de 90% do total das vendas externas e as 15 maiores, por 65%, entre as quais as montadoras, com cerca de 35% do total exportado. A metade das empresas adquiridas da amostra estava entre as 60 maiores exportadoras diretas de autopeças do país, em 1996. A Metal Leve e a Rockwell Braseixos situavam-se entre as 15 maiores e apresentaram coeficiente exportador (exportação/receita operacional líquida) de mais de 30%, bem acima da média setorial de 17%. As demais empresas exportaram em torno de US\$ 1 milhão em 1996, à exceção de apenas uma empresa a qual não registrou exportações significativas no período.

No caso das associações, coerente com o fornecimento *just in time*, a maioria esteve voltada para abastecer o mercado interno. Apenas uma empresa apresentou exportações significativas no período.

3.5. Conclusões

A reestruturação da indústria de autopeças local refletiu, em parte, as tendências tecnológicas do setor. Novos arranjos produtivos foram introduzidos pelas empresas de autopeças para atender aos requisitos técnicos dos modelos de veículos lançados pela indústria montadora. As subsidiárias de empresas estrangeiras no ramo foram então estimuladas a introduzir as inovações tecnológicas que já vigoravam nas economias sede desde o final dos anos 80; fornecimento modular e plantas para entrega JIT.

A mediação governamental na reestruturação do setor, entretanto, contribuiu para o enfraquecimento dos elos mais frágeis na cadeia de fornecimento e estimulou a desnacionalização. No regime automotivo, as políticas governamentais cederam às montadoras estímulos fiscais e financiamento para os investimentos, tarifas que protegeram os preços dos veículos e viabilizaram a redução de custos através de maiores importações de autopeças. Em troca, as montadoras comprometeram-se a reduzir os níveis de importação de veículos e a expandir a capacidade produtiva do setor. O regime garantiu altas margens de rentabilidade no setor terminal, mas acarretou forte pressão sobre as margens de lucro das empresas de autopeças

informações. Esses investimentos também não geraram muitos postos de trabalho: entre 60 e 100 funcionários foi o

e, por conseguinte, fragilização produtiva e financeira das firmas, sobretudo as pequenas e médias. As políticas governamentais não preocuparam-se em fortalecer os vínculos verticais entre empresas na cadeia de fornecimento local, nem em proteger as pequenas e médias empresas frente a importações de itens muitas vezes de baixo conteúdo tecnológico.

As políticas de *global sourcing* das montadoras já eram uma tendência internacional e favoreciam o processo de desnacionalização à medida que as maiores importações tendiam a reduzir o valor presente das firmas locais. A desnacionalização do setor, entretanto, também foi resultado da despreocupação governamental e empresarial com os efeitos macroeconômicos de tal processo. Embora a base econômica para as F&As já estivesse dada por imposição técnica, as vantagens firma-específicas dos grupos estrangeiros, que os colocam como *global players*, não são suficientes para eliminar qualquer outra alternativa de reestruturação patrimonial da indústria. Naturalmente, mesmo que fosse mantido algum nível de proteção à concorrência externa, as empresas nacionais não teriam chances de ingresso no mundo dos *global players*. No entanto, poderiam ter mantido posições de destaque nos mercados nacional e regional, e nesta base, serem viabilizados outros arranjos patrimoniais. Pode-se imaginar, por exemplo, um acordo entre as empresas nacionais (grande e pequenas) para formação de um conglomerado de estrutura administrativa profissional, com participações proporcionais ao capital das empresas. Mas o contexto de ameaça ao valor presente das firmas nacionais resultou, em parte, de tarifas negativas, ou seja foi mediado pela atuação governamental. Os empresários então, procuraram a solução racional: liquidar seu patrimônio antes de fechar, ou enquanto havia margem de negociação de preço.⁵³

Os investimentos diretos estrangeiros em aquisições e associações trouxeram divisas ao país, mas contribuíram apenas marginalmente para a expansão da capacidade no setor de autopeças, sobretudo no caso das associações. Os novos proprietários, em muitos casos, continuaram projetos de investimento que já contavam com financiamento interno. Do ponto de vista comercial, até 1997, foram adquiridas as maiores empresas exportadoras diretas de autopeças de capital nacional. A troca de controle não tende a levar ao aumento das exportações líquidas dessas empresas, sobretudo porque o maior coeficiente de exportação das empresas estrangeiras é neutralizado por maior coeficiente de importação, segundo estimativas recentes

número declarado de emprego esperado nessas construções.

⁵³ Além disso os grandes empresários do setor, muitas vezes envolvidos em confusões patrimoniais familiares, tiveram a alternativa de tornarem-se rentistas. O ex-proprietário da Cofap contou numa entrevista à revista Veja que vivia assediado por banqueiros após vender seu patrimônio, sobre o qual fazia piada: se um banqueiro tem um olho de vidro é fácil saber qual é, “é o único onde se vê alguma humanidade”.

(Moreira, 1999). A exemplo de dois grupos da amostra, como as plantas das economias sede, em geral, são responsáveis por altas parcelas das vendas do grupo e produzem um rol maior de produtos, há grande possibilidade de aumento das importações como resultado do comércio intra-firma realizado por essas filiais.

Como será visto no capítulo seguinte, o padrão de concorrência e a inserção na estrutura industrial conferiram características, muitas vezes, inversas para os determinantes das F&As nos dois ramos de atividade examinados nesta dissertação.

Capítulo 4: Estabilização de Preços e F&As nos Ramos Alimentos/Bebidas

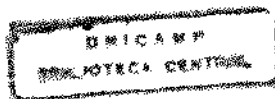
Entre 1994-1997 as empresas estrangeiras aumentaram sua participação relativa entre as maiores empresas do ramo de alimentos no Brasil. Tal expansão já era uma tendência observada desde os anos 70, mas foi acentuada no período recente, sobretudo através de aquisição de empresas locais. A indústria de alimentos no Brasil é, como se sabe, bastante heterogênea. Em determinadas faixas de mercado, filiais de corporações internacionais convivem com pequenas e médias empresas e muitas vezes com um amplo setor informal. Por outro lado, um segmento da indústria é voltado para exportação.

As F&As conduzidas por empresas estrangeiras concentraram-se nos mercados de lácteos, massas, doces e biscoitos e partiram, em geral, de grupos já instalados. Nos segmentos de bebidas praticamente todas as cervejarias locais associaram-se a grupos estrangeiros, neste caso “novos” no mercado local. Nos segmentos de mercado onde concentraram-se as F&As houve rápida expansão da demanda interna e redução nos preços dos insumos para as empresas locais produtoras de bens finais, no contexto de estabilização de preços. Tal contexto ampliou a rentabilidade esperada das empresas produtoras de bens finais para os potenciais compradores e, ao mesmo tempo, penalizou as empresas processadoras de insumos agropecuários, fornecedoras do primeiro bloco, reduzindo o valor presente das mesmas para seus então proprietários. As maiores importações de insumos não estiveram vinculadas ao aumento das exportações, mas à produção para o mercado interno.

A estabilização de preços promoveu um efeito-renda que teve impactos sobre a demanda de alimentos industrializados, sobretudo em função da estrutura concentrada da renda nacional. Devido ao efeito gradação de consumo, qualquer pequeno aumento de salários reais tem impactos importantes sobre a demanda de alimentos industrializados. A tendência de crescimento dos salários reais, entretanto, não foi sustentada. Consequentemente, os impactos do efeito-renda sobre a demanda foram efêmeros. Apesar do contexto 1994-1997 ter favorecido às estratégias de expansão de grupos estrangeiros no mercado local, a atual tendência de crescimento negativo do PIB não estimula a busca de ganhos de escala e redução de preços nos mercados locais. Ao invés disso, induz a busca de rendas de monopólio em linhas de produtos mais sofisticados.

4.1. Tendências Internacionais na Indústria de Alimentos

A indústria de alimentos nas economias desenvolvidas passou por profundas transformações nas décadas de 70 e 80, refletindo as alterações dos hábitos alimentares da



população. A maior participação das mulheres no mercado de trabalho, o envelhecimento da população, a redução do trabalho manual e a valorização do corpo foram os principais responsáveis por essas alterações. A produção de alimentos industrializados sofisticou-se para atender ao aumento da demanda por produtos prontos ou semi-prontos, à segmentação dos padrões de consumo e ao aumento do consumo fora do lar. Fortaleceu-se o elo mercadológico nas cadeias produtivas, devido à segmentação dos mercados e ao peso dos serviços no produto final.

54

Ao mesmo tempo, essas economias adotaram políticas agrícolas protecionistas como resposta ao aumento dos preços internacionais das *commodities* (sobretudo grãos e óleos), no início dos anos 70. Os pesados subsídios ao setor agrícola nos EUA e CEE levaram, na década de 80, à superprodução crônica de alimentos tradicionais como cereais, carnes e lácteos, ao mesmo tempo em que a demanda interna sofisticava-se e reduzia-se o peso de artigos tradicionais na dieta da população. O mercado internacional de *commodities* passou a conviver com excesso de oferta como resultado desses desenvolvimentos.

A internacionalização da indústria de alimentos, por seu turno, passou a vincular-se cada vez mais aos fluxos de IDE. Os investimentos estrangeiros são veículo privilegiado para a internacionalização dessas indústrias, uma vez que há barreiras “naturais” ao comércio ligadas à perecibilidade dos produtos e aos custos de transporte. Além disso, a localização da produção junto aos mercados consumidores é importante, pois a dinâmica concorrencial é pautada por estratégias mercadológicas. As F&As são, muitas vezes, mais eficazes e preferíveis ao crescimento orgânico das corporações, sobretudo em mercados regionais dominados por marcas já consagradas, uma vez que a aquisição de ativos intangíveis, como marcas, redes de fornecedores/distribuidores, é fator chave para o crescimento das empresas.

As vantagens competitivas de que se valem as empresas de alimentos para sua expansão internacional, que intensificou-se nos anos 80 principalmente pela via das F&As, baseiam-se nos hábitos culturais. Por exemplo: as empresas dos EUA nas redes de *fast food* e as da União Européia no mercado de lácteos.

4.2. Estrutura do Setor de Alimentos no Brasil

A participação das empresas estrangeiras nos mercados locais de alimentos industrializados intensificou-se a partir dos anos 70. O crescimento dos centros urbanos abriu

⁵⁴ Sobre as mudanças internacionais nos complexos agroalimentares, ver Wilkinson, 1993, e Belik, 1994 e 1995.

espaço para a expansão das subsidiárias de empresas estrangeiras nos mercados de produtos de maior valor agregado, principalmente nos segmentos de lácteos, molhos e biscoitos e, das redes de supermercados.⁵⁵ No início dos anos 70, a Nestlé (suíça) - que adquiriu sua primeira empresa no Brasil em 1921 -, a Danone (francesa), e a Parmalat (italiana), por exemplo, iniciaram a fabricação de iogurtes e queijos mais elaborados no Brasil através de aquisições ou *joint ventures* com empresas locais.⁵⁶

Há uma certa divisão do mercado interno, desde então, para alimentos industrializados entre capital nacional e estrangeiro: entre as empresas de grande porte, as nacionais estão concentradas nos ramos açúcar e álcool, frigoríficos e processamento de grãos enquanto que as maiores empresas estrangeiras, mais diversificadas, concentram-se no mercado de lácteos. A indústria, entretanto, é composta por um grande número de pequenas e médias empresas de capital nacional, cerca de 35 mil empresas, responsáveis por 75% da produção, e compreende um amplo setor informal, que chega a representar cerca de 50% dos mercados de lácteos e carnes.⁵⁷

Nos segmentos de mercado onde concentram-se as subsidiárias de empresas estrangeiras, a dinâmica da concorrência pauta-se pela diversificação de produtos e pela busca de rendas de monopólio através do controle de marcas para determinados nichos de mercado. Os gastos com marketing de vendas nesses mercados são, em geral, altos e significam pesados custos indiretos que implicam uma rigidez à baixa das margens de lucro. As economias de escala de diferenciação são as principais barreiras à entrada nesses segmentos. Já nos segmentos de produtos mais homogêneos há concorrência de preços, uma vez que nestes mercados as subsidiárias concorrem com um grande número de firmas marginais e o processo de expansão das firmas líderes pode se dar através da eliminação das concorrentes e concentração absoluta de mercado.

Do lado da procura, a demanda por produtos mais elaborados tem alta sensibilidade a variações da renda, devido ao efeito graduação - adotar hábitos de consumo de classes superiores de renda - sobre a parcela de baixa renda, que é a maioria da população.⁵⁸ A elasticidade renda da demanda de alimentos mais elaborados deve ser maior na economia brasileira em comparação com economias de alta renda per capita e melhor padrão distributivo. Além disso, quando ocorre redução da pobreza, quanto mais perto da base da pirâmide de rendimentos for a tendência de crescimento da renda, maior é o crescimento da demanda por produtos básicos.

⁵⁵ As redes de supermercados eram majoritariamente de capital nacional até meados dos anos 90, mas também passaram por processo de desnacionalização no período recente.

⁵⁶ Sobre expansão das multinacionais na indústria de alimentos ver Wilkinson, 1993, e Miguel, 1998.

⁵⁷ Sobre a estrutura do setor de alimentos industrializados ver Wilkinson, op. cit., e ABIA, 1994.

⁵⁸ Ver Farina, *apud* De Negri, 1996.

A configuração da indústria de alimentos também reflete a política agrícola brasileira nos anos 70. Esta, tendo em vista o aumento dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, pautou-se por três objetivos básicos: auto-suficiência em determinados complexos, aumento das exportações e controle da inflação. Dessas políticas resultaram o complexo sucro-alcooleiro, o complexo tritícola do sul, a produção de frutas de clima temperado - visando substituir importações - e os complexos da soja, suco de laranja e carnes brancas, voltados para a exportação. As cadeias do trigo, lácteos e bovinos sofreram forte regulamentação e controle de preços, sobretudo nos itens de menor valor agregado. A regulamentação estatal, entretanto, foi acompanhada por altos e baixos nas políticas de financiamento à produção e à pesquisa e teve resultados ambíguos: a despeito de garantir alguma reserva de mercado para o sistema de cooperativas (de leite e trigo) estas foram as mais afetadas pelo tabelamento de preços. Além disso, houve baixa modernização da pecuária leiteira, da produção do trigo e do segmento de massas.⁵⁹

A expansão das empresas estrangeiras nos ramos de alimentos continuou nos anos 80. A partir do Plano Real, entretanto, as estratégias de expansão em alguns segmentos do mercado local foram intensificadas através de aquisição de empresas, sobretudo devido a alta rentabilidade das empresas alvo produtoras de bens finais e desempenho inverso das firmas produtoras de insumos, além das disputas entre as grandes corporações internacionais visando manter seus *market shares* relativos no mercado local.

4.3. Ambiente Interno e as F&As nos Ramos Alimentos/Bebidas

Estudos recentes discutem as mudanças no perfil distributivo da renda nacional a partir de meados da década de 90, quando ocorreram duas alterações nos parâmetros que controlam aquela variável: o PIB per capita cresceu a uma taxa de 2,8% ao ano entre 1993-96, contra uma redução média anual de 3% entre 1990-1992; e, a partir do segundo semestre de 1994, a estabilização dos preços produziu um ganho de renda real para as famílias até então desprotegidas de mecanismos de indexação de rendimentos, num ambiente de alta inflação. Mesmo que a magnitude dos efeitos redistributivos dessas tendências seja controversa, as análises convergem para a constatação de que houve impacto positivo sobre o perfil distributivo no ano de 1995. Essa

⁵⁹ Sobre a política agrícola brasileira nos anos 70 ver Wilkinson, 1993.

melhora, no entanto, teria se esgotado em 1996, quando a trajetória regressiva de distribuição da renda voltou a se manifestar.⁶⁰

Não obstante, o efeito-renda teve reflexos sobre a produção das indústrias de alimentos, que cresceu bastante acima da indústria geral, em 1995. Observe-se, também, que houve uma melhora nos indicadores de desempenho da indústria de alimentos, a partir daquela data. O faturamento real voltou a crescer, assim como a rentabilidade das empresas, que havia sido negativa nos primeiros anos da década.

Tabela 13

Indústrias de Alimentos/Bebidas: Índice de Produção Física	(variação %)						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Indústria de Transformação	-9,5	-2,4	-4,1	7,9	8,0	1,5	0,9
Produtos Alimentares	1,8	3,6	-0,1	0,3	1,3	8,4	5,6
Bebidas	2,3	18,0	-16,7	9,5	9,7	18,5	-4,6

Fonte: IBGE, elaboração própria.

A evolução dos indicadores de rentabilidade das empresas, por outro lado, esteve relacionada aos impactos da abertura comercial em 1990 e ao processo de apreciação cambial verificado após 1994, que abriu novas alternativas para a compra de insumos e bens finais. Dada a heterogeneidade dos diversos ramos que compõem as indústrias de alimentos/bebidas, esses impactos foram diferenciados nas distintas cadeias produtivas. Para alguns segmentos da indústria houve um forte crescimento da utilização de insumos importados fenômeno que, embora já ocorresse desde o início da década, acentuou-se a partir de 1994/95. Já a importação de bens finais não se traduziu em forte ampliação do coeficiente de importação, pelo menos para alguns segmentos, ainda que tenha havido uma tendência de crescimento das importações desses bens. Houve um acirramento da concorrência no mercado doméstico, dado pelas compras externas pelo setor varejista e “testes” de mercado de produtores estrangeiros novos ou já instalados no país, mas estas não chegaram a reduzir a participação no mercado dos produtores locais. Parte desse crescimento deveu-se a importações realizadas por empresas domésticas, sobretudo subsidiárias de empresas estrangeiras, como complementação de suas linhas de produtos ofertados no mercado interno.

⁶⁰ Para uma discussão das tendências de distribuição da renda nos anos 90, ver Rocha, 1996 e, Pochmann, 1997.

Tabela 14

Indústria de Alimentos: Indicadores de Desempenho				(em %)			
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vendas Reais (taxa de crescimento)	-6,6	5,8	1,6	5,1	-8,7	11,4	6,2
Pessoal Ocupado (taxa de crescimento)	2,5	-1,6	-3,8	-6,6	-3,8	2,0	0,0
Utilização da Capacidade Instalada	69,6	70,7	67,4	69,3	74,2	78,0	78,9
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	-	-4,3	-4,0	-6,8	10,9	6,8	1,8

Fonte: Decon/Abia e Balanço Anual da Gazeta Mercantil

As cervejarias foram um exemplo do impacto positivo da abertura/apreciação cambial sobre custos de produção de alguns segmentos da indústria. As cervejarias locais, tradicionalmente, operam com 70% de malte e cevada cervejeiros e 100% de lúpulo e colupulim, a matéria-prima para a cerveja, importados. A importação de malte destinado às cervejarias cresceu 146% entre 1992-96, acompanhando os aumentos na produção. Por outro lado, ainda que se observe um aumento da importação de cerveja, parte da mesma foi realizada pelas próprias cervejarias locais, como resultado das associações com empresas estrangeiras. O forte crescimento da demanda (27% em 1995, só inferior ao crescimento de 45% em 1986), aliado à estrutura oligopolizada do setor (4 cervejarias eram responsáveis por 98,5% do mercado), permitiram a apropriação da redução de custos como aumentos nas margens de lucro. Estimativas da evolução dos *mark ups* praticados sobre custos indicam uma variação positiva de 38%, entre 1990/1995, para o segmento “bebidas” (Moreira e Correa, 1996). O crescimento das margens foi mais intenso a partir de 1994/5, segundo estimativa que descreve a evolução do índice de *mark up* ano a ano, para o período considerado (Pereira e Carvalho, 1998).

Tabela 15

Cerveja: Indicadores de Comércio Exterior e de Rentabilidade					
	1992	1993	1994	1995	1996
Comércio Exterior (em US\$ milhões)					
Cerveja					
Exportações	29,3	39,5	52,1	41,6	55,1
Importações	4,5	5,3	19,3	87,9	89,6
saldo	24,7	34,2	32,8	-46,3	-34,5
Malte					
Importações	116,3	98,8	100,8	209,4	286,6
Coefficientes de Abertura*					
exportação / produção	1,6%	2,1%	2,4%	1,9%	1,7%
importação / consumo aparente	3,5%	3,4%	3,5%	6,1%	6,0%
Rentabilidade					
Rentabilidade do PL (cervejarias)	8,9%	16,1%	13,2%	17,1%	15,5%
índice de <i>mark up</i> **	1,23	1,22	1,38	1,31	1,32

Fontes: Secex; Balanço Anual da Gazeta Mercantil; Moreira e Correa (1996); Pereira e Carvalho (1998)

* coeficientes para "indústria de Bebidas"; ** índice para "indústria de bebidas e outros produtos alimentares".

No caso de lácteos observou-se uma dinâmica distinta nos indicadores de rentabilidade de pequenos laticínios e cooperativas de leite em comparação às grandes empresas, a maioria estrangeiras, que atuam em segmentos de maior valor agregado, como iogurtes e requeijão. Os pequenos laticínios e cooperativas produtoras de leite pasteurizado viveram uma crise, no início dos anos 90, com o fim do tabelamento de preços e dos programas sociais de leite (programas que chegaram a demandar boa parte de sua produção). E, desde então, em função de sua frágil situação patrimonial e financeira, tornaram-se alvo de aquisições verticais por parte de grupos estrangeiros. Ao mesmo tempo, as empresas líderes fortaleceram suas estratégias de segmentação em produtos de maior valor agregado, aproveitando a expansão da demanda nesses segmentos. Essas estratégias tiveram como contrapartida a troca de parte da produção local por importações de alguns produtos - como leite em pó, queijo duro e manteiga. No caso de leite em pó, que é o único produto com características de *commodity* da cadeia de lácteos, e serve de insumo à indústria processadora, observou-se uma explosão das compras externas pós-94. As empresas que lideram os mercados de produtos mais elaborados puderam reduzir custos com essas importações, o que também se refletiu em ampliação dos *mark ups*.⁶¹

⁶¹ Sobre reestruturação industrial na cadeia de lácteos, ver De Negri, 1996.

Tabela 16

Laticínios: Indicadores de Comércio Exterior e Rentabilidade					
	1992	1993	1994	1995	1996
Comércio Exterior (em US\$ milhões)					
Exportações (a)	10,0	22,7	2,7	5,8	19,3
Importações (b)	72,1	149,2	258,2	610,4	512,8
importação de leite em pó	53,4	100,1	138,8	361,0	304,9
saldo (a-b)	-62,0	-126,5	-255,5	-604,6	-493,6
Coefficientes de Abertura*					
exportação / produção	0,2%	0,4%	0,0%	0,1%	0,2%
importação / consumo aparente	1,2%	2,4%	3,9%	7,4%	5,9%
Rentabilidade					
Rentabilidade do PL	10,3%	11,7%	10,9%	8,6%	15,5%
índice de <i>mark up</i> **	1,13	1,14	1,14	1,20	1,27

Fontes: Secex; Balanço Anual da Gazeta Mercantil; Moreira e Correa (1996); Pereira e Carvalho (1998)

* coeficientes para "resfriamento e preparação do leite e laticínios"; ** índices para "indústria de laticínios".

Assim como no caso de lácteos, na cadeia do trigo observaram-se dinâmicas distintas entre o segmento processador de grãos (moinhos produtores de farinha de trigo) e o segmento produtor de bens finais (massas e biscoitos). A regulamentação do setor, que vigorou até 1990, estabelecia o tabelamento desde o preço do produtor de trigo até o pão francês e também proibia a atuação do capital estrangeiro no segmento processador de grãos, além de uma série de outros requisitos.⁶² A desregulamentação, a abertura comercial e a valorização cambial levaram à substituição da maior parte da produção local de trigo por importações e conduziram a uma reestruturação patrimonial no segmento de moinhos, com a incorporação de pequenos moinhos por grandes empresas já estabelecidas no ramo. As importações de trigo representaram 76% do consumo doméstico em 1996 (Faveret et. al., 1997). A concorrência com o trigo argentino afetou duramente o complexo cooperativista no Rio Grande do Sul, que já estava em dificuldades devido ao colapso do sistema de financiamento à agricultura a partir do Plano Collor.⁶³

Ao mesmo tempo, a atuação das empresas líderes em mercados de bens finais seguiu a tônica da segmentação e sofisticação dos produtos, através de um grande número de lançamentos, principalmente novas variedades de biscoitos. No segmento de biscoitos, a atuação dessas empresas nas F&As, especialmente as subsidiárias de EE's que são também líderes em derivados do leite, voltou-se para a aquisição de marcas consagradas em mercados regionais. Para as empresas produtoras de massas e biscoitos, a importação de trigo, sobretudo uma especialidade

⁶² Sobre as mudanças institucionais e reestruturação na cadeia do trigo, ver Frausino, 1995.

⁶³ Sobre os impactos do Plano Real sobre o complexo tritícola do sul, através de depoimentos de agricultores, ver Sartori et al, 1998.

(trigo duro) proveniente da Argentina que não é produzido localmente, também teve o efeito de reduzir custos.⁶⁴ As importações de bens finais, também aumentaram a partir de 1995, refletindo maiores importações do setor varejista e “testes” de novos entrantes e importações das empresas locais.

Tabela 17

Cadeia do Trigo: Comércio Exterior e Indicadores de Rentabilidade					
	1992	1993	1994	1995	1996
Comércio Exterior (em US\$ milhões)					
Massas, Biscoitos e Pães					
Exportações	6,2	8,0	10,2	14,7	19,5
Importações	8,4	12,9	17,9	65,9	77,3
saldo	-2,2	-4,9	-7,6	-51,2	-57,8
Trigo					
Importações	547,6	737,5	783,7	947,1	1.355,1
Rentabilidade					
doces, balas, biscoitos	0,7%	-1,6%	16,4%	12,8%	14,6%
massas e pães	-2,9%	-14,1%	12,0%	3,1%	-10,4%

Fontes: Secex; Balanço Anual da Gazeta Mercantil.

O contexto em 1994-1996, no caso dos segmentos analisados, conciliou forte crescimento da demanda interna, redução de preços de matérias-primas e de insumos devido às importações e fragilização do sistema cooperativista (nos casos de lácteos e trigo). Este cenário propiciou numerosas oportunidades de expansão de grupos estrangeiros já instalados e líderes no mercado, através de aquisições de empresas.

Do ponto de vista dos grupos estrangeiros, o contexto foi propício à aquisição de ativos estratégicos para seus programas de expansão, inclusive como reação aos movimentos de grupos concorrentes; o forte crescimento das vendas garantia o retorno rápido do capital investido em aquisições. Ao mesmo tempo, suas maiores potencialidades para importar podiam ser usadas como importante instrumento para reduzir o valor presente das firmas alvo, seja testando o mercado para novos produtos seja diminuindo preços. Por outro lado, a quebra do sistema cooperativista deixara numerosas pequenas e médias empresas, principalmente no setor de lácteos, sob ameaça de fechamento, ou seja, reduzira o valor presente das mesmas para seus então proprietários. Já os proprietários nacionais de empresas de médio ou grande porte, detentoras de marcas e fatias importantes do mercado, ainda que contassem com algum poder de barganha nas negociações proporcional ao peso de seus ativos intangíveis, tinham o valor presente de suas

⁶⁴ Para uma análise da competitividade dos diversos complexos produtores de trigo no Brasil, ver Gasques *et al*,

firmas ameaçado pelos programas de expansão das firmas líderes. Devido à ausência de economias de escala técnica importantes, a ameaça de colocar maior capacidade de produção no mercado é, nesses casos, mais efetiva (em comparação com as autopeças, por exemplo).

A reestruturação dos três segmentos da indústria acima tratados compreendeu uma sofisticação das linhas de produtos ofertados no mercado interno como resultado das estratégias de expansão de grupos estrangeiros já instalados e de novos entrantes no caso das associações com as cervejarias locais. As maiores importações de *commodities*, embora importantes para redução dos custos das empresas produtoras de bens finais, afetaram duramente o setor primário. O aumento da utilização de insumos importados não teve contrapartida em aumento das exportações nos segmentos considerados porque vinculou-se à produção para o mercado interno. A ausência de políticas de apoio à reestruturação dos setores cooperativistas, por outro lado, deixou muitas pequenas e médias empresas que eram ligadas a esse sistema sem alternativas ou poder de barganha no processo. Essas empresas, quando não foram incorporadas aos grandes grupos, provavelmente fecharam, contribuindo para a redução do valor agregado local e o aumento do desemprego.

4.4. Uma Amostra de Transações de F&A

A Amostra

As empresas dos ramos de alimentos e bebidas lideraram, em número de transações, o levantamento da KPMG *Corporate Finance*, para operações de fusões e/ou aquisições, *joint ventures* e alianças estratégicas entre empresas realizadas no Brasil, no período 1992-1996. O levantamento registrou 90 transações nesses setores, sendo mais de 80% relativas a aquisições.

As transações de investidores estrangeiros no Brasil intensificaram-se no período 1994-1996 (média de 11,3 transações/ano), quando comparadas ao período anterior (média de 2 transações/ano) apesar de, no cômputo geral, as transações entre empresas nacionais terem superado os investimentos de empresas estrangeiras no Brasil. Entre 1994-96, observaram-se áreas distintas de crescimento para empresas nacionais e estrangeiras: as operações entre empresas nacionais ocorreram sobretudo em frigoríficos, enquanto os investimentos estrangeiros dividiram-se entre laticínios e derivados do trigo (como “massas e pães” e “doces, balas e biscoitos”), que compreenderam mais de 50% das empresas que se associaram ou venderam participação acionária.

Tabela 18

Alimentos e Bebidas: Aquisições, <i>Joint Ventures</i> e Alianças					número de transações	
Tipo de transação	1992-93		1994-96		1992-96	
	transações	%	transações	%	transações	%
investimentos estrangeiros no Brasil	4	19,0%	34	49,3%	38	42,2%
investimentos brasileiros no exterior	0	0,0%	10	14,5%	10	11,1%
entre empresas brasileiras	17	81,0%	25	36,2%	42	46,7%
total	21	100,0%	69	100,0%	90	100,0%

Fonte: KPMG Corporate Finance, elaboração própria.

Neste período, as transações realizadas por investidores estrangeiros no Brasil, que são as que interessam para a presente pesquisa, registraram 34 operações: 25 aquisições, 3 *joint ventures* e 6 alianças estratégicas. As aquisições compreenderam 17 tomadas de controle e 6 aquisições minoritárias. Duas das 3 *joint ventures* significaram a constituição de uma terceira figura jurídica com capital e controle divididos entre as partes. As alianças estratégicas não envolveram nenhum tipo de participação acionária e sim 2 contratos de representação comercial de marcas importadas e 3 alianças para projetos específicos de tecnologias de processos industriais. Os investidores já instalados foram responsáveis pela maioria das transações, com destaque para 4 grupos estrangeiros (Parmalat, Nabisco, Danone e Bunge y Born) que juntos realizaram 12 das 34 operações sendo, também, os únicos a efetuar mais de uma transação.

As operações envolveram 30 empresas receptoras, a maioria pequenas e médias (receita operacional líquida até R\$ 200 milhões) e de controle nacional. Contudo, algumas operações envolveram grandes empresas (receita operacional líquida acima de R\$ 200 milhões) e grupos estrangeiros. Apenas 5 empresas receptoras faziam parte do universo das 500 maiores empresas privadas do país, em 1996. Segundo o ramo de atividade, as empresas receptoras concentravam-se em “laticínios”, “biscoitos” e “massas e pães”.

Tabela 19

F&A Estrangeiras em Alimentos/Bebidas: ramo de destino		
ramo da empresa receptora	no empresas	%
Bebidas (a)	5	16,7
cerveja	2	6,7
sucos cítricos	2	6,7
refrigerantes	1	3,3
Alimentos (b)	25	83,3
laticínios	7	23,3
doces, balas, biscoitos	4	13,3
massas e pães	4	13,3
moinhos	2	6,7
óleos vegetais	2	6,7
café solúvel	1	3,3
chocolate	1	3,3
conglomerados alimentícios	1	3,3
açúcar e álcool	1	3,3
outros	2	6,7
Total (a+b)	30	100,0

Fontes: KPMG e Balanço Anual da Gazeta Mercantil

Como resultado dos processos acima descritos, em 1996 as empresas estrangeiras passaram a representar 39,2% do total das vendas das maiores empresas do ramo de alimentos, contra 30,3% em 1993 (Revista Exame). No ramo “bebidas” não houve variação expressiva da participação das empresas estrangeiras nas vendas, entre 1990-1996, em grande medida porque as aquisições foram de participação minoritária nas empresas locais.

Tabela 20

Alimentos/Bebidas - Amostra de Transações - Aquisições, Alianças e Joint Ventures
1994 a 1996

INVESTIDOR			EMPRESA ADQUIRIDA				
Nome do Grupo	país de origem	número de empresas no Brasil	Nome da Empresa	Receita Op. Lq. (R\$ mil) 1996	Sub-setor de atuação	Posição no ranking	Controle Acionário
AQUISIÇÕES							
Anheuser-Busch	USA	0	Cia Antarctica Paulista Ind. Bras. de Bebidas	445.035	cerveja	2	nacional
Bayside Ventures Lim.	USA / RU	0	Cia Cacique de Café Solúvel	130.264	café solúvel	1	nacional
Bunge Brasil	AR	#	Covebrás - Cia de óleos vegetais*	8.121	óleos vegetais	29	#
"	"	"	Pullman Alimentos	#	#	#	#
"	"	"	Moinho de Trigo Ideal Alim.	#	moinhos	#	nacional
Canale Alimentos (Socma Group)	AR	0	Pastificio Basilar	#	massas e pães	#	nacional
Cargill Agrovia	USA	#	Moinho São Valentin Agro. Ind.	#	moinhos	#	nacional
Coinbra (Dreyfuss Group)	FR	14	Anderson Clayton (unid. óleo) - Gessy Lever	2.189.384	óleos vegetais		estrangeiro
Danone	FR	7	Cia. Campineira de Alimentos	109.709	doces, balas, biscoitos	3	nacional
"	"	"	Aymoré Produtos Alimentícios S/A	103.781	doces, balas, biscoitos	4	nacional
Embotelladora Andina	CH	0	Rio de Janeiro Refrescos S/A *	9.524	refrigerantes	3	nacional
Gist broccades International B.V.	HO	0	Colombo Comércio e Indústria Ltda	#	#		#
Goldman Sachs & Co	USA	0	Arisco	#	conglomerados alimentícios		nacional
Mestellone Group (La Serehissina)	AR	0	Leitesol Ind. e Com. Ltda	59.752	laticínios	12	nacional
Nabisco Holding Corp	USA	9	Laticínios Avaré	30.814	laticínios	15	nacional
"	"	"	Gumz Alimentos S/A Ind. e Com.	23.509	laticínios	19	nacional
"	"	"	Cia de Produtos Pilar	74.484	doces, balas, biscoitos	7	nacional
Parmalat	IT	4	Cia de Indústria de Leite Pernambuco	#	laticínios		estatal
"	"	"	Bois do Brasil (Plant-Joice)	#	sucos cítricos		estrangeiro
"	"	"	Cia de Leite Betânia	#	laticínios	#	nacional
Phillip Morris	USA	13	Indústrias de Chocolate Lacta S/A	32.001	chocolate	2	nacional
Pillsbury International	USA	#	Terra Branca e Frescarini (LPC-Danone) *	294.781	laticínios		estrangeiro
Quaker Oats	USA	4	Adria	#	massas e pães		estrangeiro
Rede Emp. Imob. S.A./ Findim Overseas Ltd	BR / IT	6	Visconti	37.391	massas e pães	5	estrangeiro
Westham	USA	0	CTM Citrus	17.793	sucos cítricos	3	#
ALIANÇAS							
Alimentos S.A.	AR	0	Biscorui - Porto Alegre	#	doces, balas, biscoitos		#
BONLAC	Australia	0	S/A Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	139.182	laticínios	9	nacional
Caisberg	Dinamarca	0	Cia Cervejaria Brahma	1.265.884	cerveja	1	nacional
Danbrow	Dinamarca	0	Cia Cervejaria Brahma	"	"	"	nacional
Gebo	FR	0	Cia Cervejaria Brahma	"	"	"	nacional
Jaskko-Povry	Finlândia	18	Cia Cervejaria Brahma	"	"	"	nacional
JOINT VENTURES							
Parmalat	IT	4	King Meat do Brasil	#	#	#	#
Anheuser-Busch	USA	0	Cia Antarctica Paulista Ind. Bras. de Bebidas	445.035	cerveja	2	nacional
Bali Group	Ind	0	Usina Santa Elisa	159.885	açúcar e álcool	3	nacional

Fontes: KPMG; Gazeta Mercantil (Balanco Anual); Guia Interinvest; Atlas Financeiro do Brasil.

*: balanços para 1994.

OBS: A Cia. Antarctica Paulista aparece duas vezes como receptora porque constituiu uma joint-venture (Budweiser do Brasil) com a Anheuser-Busch, e além disso vendeu 5% do capital da ANEP para a mesma.

A Base Econômica das F&As

as vantagens dos compradores

As estratégias de expansão dos grupos Danone e Parmalat - que realizaram 5 transações na amostra - exemplificam as vantagens competitivas das empresas multinacionais que atuam no mercado de alimentos industrializados no Brasil. Esses grupos, além de terem suas atividades *core* em produtos relacionados com a tradição cultural das economias-sede aproveitam sinergias intra-firma para inovação de produtos e economias de escala em *marketing* de vendas, que são os motores da concorrência nos mercados de produtos onde atuam. Os fatores que levaram os grupos estrangeiros a valorizar mais determinado empreendimento que seus então proprietários estão ligados à posse dessas vantagens.

O grupo francês Danone é o maior produtor mundial de produtos “frescos” derivados do leite (como iogurtes) e o sétimo no ranking mundial entre as corporações *multi-food*. O grupo detém cerca de 50 marcas de produtos diversos - além de derivados lácteos, temperos/condimentos, biscoitos, cerveja, água mineral, e contêineres - cujas vendas líquidas atingiram US\$ 16,4 bilhões em 1996. O grupo mantém centros de pesquisa na Europa e nos EUA para desenvolver pesquisas nas áreas de paladar, saúde alimentar, biotecnologia e engenharia de processo. As exportações do grupo representam apenas 3% das vendas totais.

A estratégia da Danone visa garantir a liderança do grupo em 4 áreas *core* - derivados lácteos, biscoitos, bebidas e pratos-prontos. Para tanto, o grupo conta com sinergias nas transações intra-grupo para obtenção de: ganhos de escala em marketing de vendas, redução de custos dos insumos com política de compras centralizadas e divulgação da marca Danone. O grupo pretende expandir suas atividades internacionais para 30% das vendas totais, aumentar a rentabilidade através de redução de custos e inovação de produtos na Europa e de ganhos de escala nas plantas internacionais. A expansão internacional dá-se, principalmente, através de aquisições: em 1996 o grupo adquiriu o controle ou participação minoritária em 9 empresas, localizadas em países como China, Brasil, Argentina e África do Sul.

A italiana Parmalat não é, como a Danone, uma grande empresa *multi-food*, há muito tempo estabelecida no mercado mundial. A expansão da Parmalat iniciou-se em 1990 quando a empresa, líder no segmento de leite longa-vida na Itália, foi adquirida pela Companhia Financeira Centro For (FCN), do grupo Tanzi. A partir de então, a Parmalat lançou-se numa estratégia agressiva de expansão adquirindo empresas importantes na Europa, nos EUA e na América do Sul, principalmente no Brasil. O faturamento mundial da Parmalat passou de cerca de US\$ 700

milhões, em 1989, para US\$ 3,6 bilhões em 1996, um terço dos quais oriundos de suas empresas brasileiras. Em 1996, o grupo tinha 80 plantas espalhadas por 20 países, empregando cerca de 19 mil trabalhadores. A Parmalat tornou-se a primeira no *ranking mundial* de leite UTH (*ultra high temperature*, tecnologia sueca para esterilização) - produto que concentra 60% de suas vendas.

No Brasil a Parmalat aumentou rapidamente sua participação no mercado de lácteos. Entre 1989 e 1996, passou de 1% para 16% na captação de leite fluido, tornou-se líder no leite UTH e encostou na Danone e Nestlé, líderes locais em iogurtes e sobremesas. Essa rápida expansão resultou de aquisições de pequenos laticínios que garantiram à empresa uma estrutura para captação de leite em todas as regiões brasileiras. Além disso, o grupo adotou uma estratégia mercadológica apoiada, sobretudo, no patrocínio de clubes de futebol, a exemplo da estratégia européia, onde patrocinava pilotos da fórmula 1. Visando diversificar suas áreas de atuação no Brasil, após consolidar-se no mercado de lácteos, a Parmalat passou a adquirir empresas nos segmentos de: sucos, biscoitos/massas, cereais, cafés e atomatados.

Ao que parece, os países latino americanos, e sobretudo o Brasil, são estratégicos para o programa de expansão internacional da Parmalat, que se lançou numa disputa com grandes grupos europeus consolidados no mercado mundial. No Brasil, o grupo italiano adquiriu empresas marginais e médias para disputar o mercado de lácteos com as firmas líderes. As vantagens firma-específicas da Parmalat, além de apoiadas em suas capacidades na área *core*, pode-se dizer, apoiam-se em sua capacidade administrativa e financeira para adquirir marcas e para comprar participação no mercado - considerando-se que o grupo é controlado por uma instituição financeira. A rápida expansão do grupo italiano no mercado brasileiro contribuiu para que outras empresas multinacionais intensificassem seus investimentos no país visando manter seus *market shares* relativos no mercado local.

As vantagens das empresas multinacionais de alimentos industrializados que atuam no Brasil estão relacionadas à inovação de produtos e ao valor de suas marcas; podem introduzir produtos já testados nas economias sede e, contam com economias de escala em marketing de vendas. A integração comercial das plantas dessas corporações é reduzida. A própria natureza dos produtos impõe altos custos de transporte; por outro lado, o principal veículo da concorrência nesses mercados de produtos, o marketing de vendas, induz a localização da produção junto aos mercados consumidores.

as motivações dos vendedores

Como visto na seção 1, o crescimento da demanda para alguns produtos de alimentos/bebidas em um contexto de apreciação cambial e liberalização tarifária teve impactos diferenciados dentro das cadeias produtivas. Nos segmentos de massas/biscoitos, derivados do leite e de cerveja, este contexto premiou as firmas produtoras de bens finais e penalizou as empresas para trás nas cadeias produtivas, uma vez que as primeiras contam com certo nível de proteção natural à importações. Enquanto as primeiras tiveram suas margens de lucro melhoradas por reduções nos preços dos insumos, as segundas sofreram forte concorrência com importados e pressão para redução das margens. A pressão concorrencial afetou duramente as pequenas cooperativas de leite e, no caso da cadeia do trigo, o setor primário, notadamente o complexo tritícola do sul. Neste contexto, diferenciaram-se, na amostra, 4 grupos de empresas de acordo com suas possíveis motivações de venda, que são discutidas a seguir.

Em primeiro lugar, destacaram-se as empresas de capital nacional produtoras de bens finais na cadeia do trigo - massas e biscoitos. Essas empresas detinham marcas e participações expressivas em mercados regionais, ou mesmo em âmbito nacional, e concorriam diretamente com subsidiárias de grupos estrangeiros - em geral líderes nos mercados. Apesar da rentabilidade das firmas alvo, os programas de expansão dos grupos estrangeiros - que podiam utilizar suas importações intra-firma para introduzir “novidades” ou reduzir preços no mercado -, à medida que ameaçavam colocar maior capacidade de produção no mercado, tendiam a reduzir os valores presentes das primeiras para os então proprietários. Mas estes últimos tinham poder de barganha, sobretudo por dois motivos: suas empresas eram estratégicas para os programas de expansão das firmas compradoras e a concorrência entre as últimas abria margem para negociação de preços. Na amostra analisada, a Aymoré, a Campineira, a Pastificio Basilar e a Pilar tinham participações importantes nos mercados e, exceto a última, alcançaram altos níveis de rentabilidade entre 1994-1996.

Já as empresas de laticínios da amostra eram, em geral, produtoras de leite ou derivados de baixo valor agregado e atuavam em mercados competitivos. Essas empresas, que já vinham sofrendo os custos de readaptação ao mercado interno desregulamentado, foram fortemente afetadas pela concorrência com produtos importados, tanto pelo setor varejista quanto pelas firmas produtoras de bens finais, que em muitos casos eliminava parcelas de sua demanda. Nesses casos, o valor presente das firmas havia sido reduzido devido à sua fragilidade produtiva, à redução na participação no mercado e à pressão para redução nas margens de lucro. Não havia

espaço para negociação de preços e muito provavelmente havia disposição de vender mesmo que a preços baixos. Na amostra, as empresas Leitesol, Avaré, Gunz, Cilpe e Leite Betânia eram pequenas cooperativas ou empresas produtoras de leite e contabilizavam rentabilidade fortemente negativa entre 1994-1996.⁶⁵

No caso das cervejarias nacionais, Brahma e Antarctica, que se associaram ou venderam participação minoritária para grupos estrangeiros, a base econômica das transações derivava da maior rentabilidade da atuação em conjunto das firmas envolvidas vis-à-vis os resultados que, individualmente, as firmas nacionais e estrangeiras teriam enfrentando-se no mercado como concorrentes. As cervejarias locais são líderes no mercado - que é altamente concentrado -, têm marcas estabelecidas e controlam as fontes de recursos naturais envolvidas no processo de fabricação, assim como mantém uma rede consolidada de distribuidores pelo país. Por outro lado, o contexto de apreciação cambial certamente induzia maiores importações de cerveja e favorecia que as grandes produtoras mundiais ganhassem participação no mercado, atrativo pelo seu alto potencial de consumo frente à dinâmica dos mercados nas economias desenvolvidas. A despeito do porte dos grupos estrangeiros, a estrutura produtiva do mercado local garantia aos proprietários nacionais a valorização de suas empresas a preços acima do que os potenciais compradores estavam dispostos a pagar. Compradores e vendedores, entretanto, eram levados ao acordo devido às perdas previstas em não realizá-lo, o que resultava na alternativa de associação.

Finalmente, os casos de venda de empresas ou divisões de grupos estrangeiros, tal como ocorrido no caso das autopeças, estiveram relacionados sobretudo a políticas de especialização dos grupos em áreas *core*. Na amostra, este é o caso das empresas Anderson Clayton (que era uma divisão de óleos vegetais da Gessy Lever), Bols-sucos (que passa a atuar no Brasil apenas no segmentos de bebidas alcoólicas), Terra Branca e Frescarini (que era da LPC, controladora da Danone no Brasil), Adria (saída do grupo Borden do mercado de massas).

os resultados das transações

A maioria das transações da amostra esteve relacionada aos programas de expansão de grupos estrangeiros líderes no mercado local ou às associações das cervejarias locais com novos investidores. A classificação das transações resultou na seguinte tipologia:⁶⁶

⁶⁵ Não foram obtidas informações para os dois moinhos de trigo adquiridos na amostra, mas estes podem ter passado por processos semelhantes aos das pequenas empresas de leite.

⁶⁶ Algumas transações não foram classificadas nestas categorias, seja por falta de informações suficientes, seja por tratar-se de casos isolados (a *joint venture* da Usina Santa Elisa para construção de uma usina de açúcar, e, a aliança

- 1) Expansão diversificada de firmas líderes já instaladas (11 transações): os grupos realizaram aquisições em mais de um ramo de atividade, ou em ramos fora de seu *core business*, como parte de suas estratégias de diversificação.⁶⁷
- 2) Associações das cervejarias locais com investidores novos (7 transações): os investidores visaram usufruir de forte posição de mercado e redes de distribuição das empresas receptoras para introduzir suas marcas, ou franquia de marca, em momento de crescimento do consumo interno.⁶⁸
- 3) Expansão vertical de firmas líderes já instaladas (5 transações): os grupos realizaram aquisições a montante ou a jusante na mesma cadeia produtiva.⁶⁹
- 4) Investimentos Financeiros (3 transações): os investidores foram instituições financeiras que adquiriram participação minoritária em empresas de capital aberto, ou em vias de abertura. A aquisição significou capitalização da empresa receptora, e teve para o investidor um horizonte curto de realização.⁷⁰
- 5) Novos investidores do Mercosul (2 transações): os investimentos de grandes grupos argentinos no Brasil, visando aproveitar vantagens competitivas para importação de insumos agropecuários (trigo e lácteos) do país-sede e o grande mercado consumidor brasileiro.⁷¹

investimento direto / expansão da capacidade de produção / comércio exterior

Boa parte das transações da amostra foi realizada através de subsidiárias locais e não teve contrapartida em ingressos de IDE. O controle direto dos empreendimentos (que no caso das autopeças foi mais visível) pode estar relacionado com a importância das empresas dentro das

estratégica com a Vigor de representação comercial no Mercosul da marca Bonlac, além das aquisições Phillip Morris-Lacta, Gist Brocades- Colombo, Dreyfuss-Anderson Clayton, Findin-Visconti).

⁶⁷ Nesta categoria foram classificadas as aquisições de empresas de laticínios, biscoitos, e sucos cítricos, e frigorífico, realizadas pela Parmalat (Bols, Cilpe, Leite Betânia e King Meat), Nabisco (Avaré, Gumz e Pilar), Danone (Aymoré e Campineira); aquisições no mercado de massas pela Quaker Oats (Adria) e Pillsbury (Frescarini).

⁶⁸ Foram classificadas nesta categoria a Anheuser-Busch, que adquiriu participação minoritária e criou uma associação, a "Budweiser do Brasil" com a Antarctica; as alianças da Brahma, com a Calsberg (que não envolveu participação acionária) para produção e distribuição da cerveja dinamarquesa no Brasil, além das três alianças estratégicas da Brahma para tecnologia de processos industriais; assim como a tomada de controle da RJ Refrescos pela chilena Emboteladora Andina.

⁶⁹ Nesta categoria foram classificadas as aquisições do grupo Bunge y Born (Santista Alimentos) tanto no processamento de grãos (Covebrás e Moinho Ideal) quanto em massas e pães (Pullman Alimentos), além de uma aquisição da Cargill (Moinho São Valentim).

⁷⁰ Nesta categoria foram classificados os investimentos da Goldman Sachs e da Baysade Ventures na Arisco e na Cacique Café Solúvel respectivamente, e de uma instituição financeira Westhem, na CTM Citrus.

⁷¹ Foram classificadas aqui as aquisições realizadas pelos grupos Socma/Canale (que inclusive adquiriu varias empresas fora do setor alimentos/bebidas) e Mastellone (marca La Serenissima, que já vinha exportando para o Brasil), das empresas Basilar (massas) e Leitesol (laticínios), respectivamente.

redes de filiais dos grupos. No caso de alimentos, devido ao peso do elo mercadológico, deve haver maior grau de autonomia nas decisões da administração local e menor importância das filiais na rede, devido ao baixo comércio intra-firma.⁷²

Houve forte participação de bancos de investimento e consultorias financeiras na intermediação dos negócios na área de alimentos e bebidas. Em alguns casos, instituições financeiras já controlavam diretamente, ou funcionavam como o gerenciador financeiro da empresa. Em vários casos, os antigos controladores tomaram a iniciativa de contratar bancos de investimentos ou consultorias financeiras em busca de alternativas para a alavancagem financeira da empresa e foram informados de propostas de compra. Parte das aquisições deve ter sido financiada através de empréstimos externos em moeda, como no caso da Parmalat que foi a maior captadora de recursos externos via títulos no conjunto das empresas do ramo de alimentos entre 1990-1996 (Pereira, 1999).

Assim como no caso das autopeças, as transações analisadas não estiveram relacionadas a novos investimentos fixos por parte dos grupos compradores. Foram comuns, entretanto, anúncios de reorganização da produção, da logística de distribuição, de incorporação de novas linhas de produtos/marcas, etc., ou seja, de incorporação da nova empresa ao grupo e à sua lógica de atuação, o que demanda tanto processos de reengenharia visando reduzir custos, quanto investimentos em capital fixo e capacitação tecnológica.⁷³ A amostra registrou dois casos de aquisição com aumento de capital: Goldman Sachs/Arisco e Anheuser-Bush/Antarctica.⁷⁴

As transações da amostra estiveram predominantemente voltadas para atender ao mercado interno. A inserção exportadora das empresas adquiridas da amostra era praticamente nula para a maioria das empresas. Apenas as empresas inseridas em setores exportadores de *commodities*, realizaram exportações expressivas e regulares no período 1992-1997.

⁷² Segundo informações da imprensa os grupos Parmalat e Bunge y Born realizaram todas as operações de aquisição por intermédio de suas subsidiárias no país, assim como o grupo Nabisco (relatório anual da companhia). O grupo Parmalat, inclusive, teria adquirido empresas em outros países latino americanos por intermédio da "Parmalat do Brasil".

⁷³ Para a amostra de 34 operações, a pesquisa recuperou informações (ainda que parciais) para 21 aquisições e *joint ventures*. Em apenas três casos os novos controladores anunciaram com a operação planos de expansão da capacidade produtiva: o grupo Danone, que adquiriu a Aymoré (biscoitos) e iniciou a construção de uma fábrica em Contagem (MG); o grupo Embotelladora Andina, que adquiriu a RJ Refrescos e investia na reconstrução do parque industrial em Jacarepaguá (RJ) e na compra de 100 caminhões. Para a única *joint venture* que obteve-se informações, o investimento significou diretamente expansão da capacidade produtiva, já que foi montado para viabilizar a construção de uma usina de açúcar, em Patrocínio Paulista, financiado pelo grupo Bali, do Irã, (20%), a Usina Santa Elisa (50%) e o BNDES (30%).

⁷⁴ A Goldman Sachs assumiu a área financeira da empresa. A aliança da Antarctica com a Anheuser-Busch, em maio de 1996, significou a constituição de uma holding (ANEP) controladora de todas as unidades da Antarctica, onde a Cia. Antarctica Paulista detinha 95% e a Anheuser-Busch, 5%.

4.5. Conclusões

Os investimentos de empresas estrangeiras nos ramos considerados da indústria de alimentos/bebidas entre 1994-1996 estiveram envolvidos num processo de sofisticação das linhas de produtos ofertados no mercado interno. Houve um grande número de lançamentos de novas variedades de cervejas, massas/biscoitos, iogurtes, sobremesas e pratos-prontos que, entretanto, não induziram um grande volume de investimentos fixos.

O rápido e intenso crescimento da procura nesses segmentos de mercado em 1995 deveu-se, sobretudo, à estabilização de preços que promoveu um efeito graduação de consumo. A expansão desse tipo de demanda, porém, não reflete mudanças estruturais na distribuição da renda; a redução da pobreza e do problema alimentar no Brasil estimularia fortemente a demanda por produtos básicos e o setor primário. O contexto macroeconômico afetou duramente o setor primário, como no caso das cooperativas do trigo e de captação de leite. Neste sentido, a política macro contribuiu para acentuar o problema da má distribuição de renda através de desemprego ou queda da renda dos trabalhadores rurais.

Dada a alta renda per capita, melhor distribuição e saturação relativa dos mercados nas economias desenvolvidas, os grupos multinacionais de alimentos industrializados buscam a expansão internacional também nos países periféricos. Os mercados dos países periféricos são atrativos e palco de disputas entre as empresas líderes no oligopólio global, devido a sua estrutura: contam com amplo setor informal e têm alto potencial de crescimento. Os ganhos de escala para as empresas estrangeiras atualmente, no caso brasileiro, são limitados devido à tendência de queda dos salários reais. O atual contexto, por outro lado, pode viabilizar rendas de monopólio através do lançamento de produtos de maior valor agregado para determinados nichos de mercado, onde as empresas estrangeiras têm vantagens competitivas.

Apesar das vantagens firma-específicas para exploração de economias de diversificação, as MNEs não têm vantagens para produzir alimentos que fazem parte da dieta da população brasileira por tradição cultural. O maior poder de mercado que deve resultar da expansão recente dessas empresas no Brasil pode contribuir para acelerar a introdução de inovações de produtos no mercado doméstico. Estas inovações são voltadas para atender as camadas que obtêm determinado nível mínimo de rendimentos, mas modificam pouco a estrutura de oferta de alimentos para a população cujos rendimentos situam-se em torno da linha de pobreza.

Não houve política industrial ou agrícola voltada para apoiar a reestruturação dos antigos sistemas de cooperativas ou promover o adensamento das cadeias produtivas internas. Muitas

pequenas e médias empresas foram levadas à venda ou fechamento no processo de reestruturação. A incorporação de empresas ligadas ao processamento de insumos agropecuários por grupos estrangeiros pode, potencialmente, aumentar a eficiência das mesmas. Mas os ganhos de eficiência podem ser mais do que compensados por perdas em aspectos sociais, causadas pelo desemprego, decorrentes do desmantelamento das antigas estruturas de produção.

Assim como no caso das autopeças, não houve preocupação governamental e empresarial com os impactos do processo de desnacionalização do setor. Os empresários agiram racionalmente escolhendo a alternativa que garantia o melhor retorno para o seu capital. A atuação governamental, em linhas gerais, visou controlar os preços da cesta básica para garantir baixos índices de inflação e adequar as tarifas de importação de *commodities* aos acordos internacionais de comércio. Os investimentos estrangeiros para aquisição de empresas nos segmentos considerados - que em boa medida foram viabilizados por mecanismos internos de financiamento -, não estiveram relacionados a novos investimentos em capital fixo. A desnacionalização também não deve levar ao crescimento das vendas externas, pois as aquisições concentraram-se em faixas de mercado que têm baixo coeficiente de exportação. Os novos controladores devem inclusive aumentar os coeficientes de importação nos ramos considerados, seja através de introdução de novos produtos como teste de mercado, seja através de importação de insumos, segundo estimativas recentes (Moreira, 1999).

Considerações Finais

Os investimentos diretos estrangeiros foram fundamentais para o financiamento dos déficits em transações correntes no período recente. Mas o papel dos ingressos de IDE na reestruturação produtiva foi principalmente o de mudança patrimonial que pouco contribuiu para aumentar as exportações líquidas do país. Os ingressos concentraram-se em fusões/aquisições de empresas em atividades de serviços não-comercializáveis. Ao mesmo tempo, e assim como no passado, os mecanismos internos de financiamento e os capitais externos de empréstimo serviram ao financiamento das firmas estrangeiras já estabelecidas.

As aquisições de capacidades existentes e associações a empresas locais, ao contrário dos ciclos de internacionalização anteriores, não estiveram vinculadas à implantação de indústrias novas no país e a altas taxas de investimento. As estratégias de reestruturação das subsidiárias já instaladas, voltada para aumento da participação relativa nos mercados através de aquisições e ganhos de eficiência explicam, em parte, o baixo dinamismo dos investimentos fixos no período. Neste sentido, o ciclo recente de IDE acentuou o desequilíbrio entre o passivo externo aumentado e a capacidade da economia gerar excedentes exportáveis para pagar os serviços do capital contraído.

As fusões e aquisições internacionais explicam, nas últimas décadas, boa parcela dos fluxos globais de IDE. Estes podem ser vistos, em parte, como a expressão monetária de um mercado de compra e venda de empresas e negócios dos grupos, no qual as economias periféricas têm presença mínima como investidoras. O Brasil - e a América Latina em geral -, esteve marginalizado desse mercado nos anos 80, à medida que as empresas multinacionais mantiveram estratégias defensivas para o mercado local. Os ingressos de investimentos estrangeiros a partir da crise da dívida externa, além de irrisórios, significaram principalmente mecanismos de conversão de ativos em capital de risco. Nos anos 90, a economia brasileira reintegrou-se aos fluxos globais de IDE sobretudo porque pôde então oferecer oportunidades de negócios lucrativos.

As políticas governamentais, pode-se dizer, criaram oportunidades no Brasil, especialmente nos negócios vinculados aos programas de privatização e desregulamentação das limitações ao capital estrangeiro em determinadas atividades, inclusive no setor financeiro. Na indústria, as motivações das aquisições responderam aos estímulos dados pelo contexto macroeconômico e pela política comercial, que ambientaram a formação de preços de compradores e vendedores de participação acionária.

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE

O desempenho da indústria foi distinto para dois grupos de setores: houve crescimento da demanda e maior nível de proteção para bens finais e rápida ampliação dos coeficientes de importação para bens intermediários e de capital que, muitas vezes, tiveram tarifas de importação reduzidas. Enquanto no primeiro caso a firma alvo era rentável para o potencial comprador porque havia expectativa de alta margem de lucro e crescimento das vendas; no segundo caso, era rentável porque o preço de venda baixara, devido a desempenhos inversos. As facilidades para importar privilegiavam os grupos multinacionais que podiam realizar transações intra-firma. Por um lado, os produtos importados serviam para testar o mercado e/ou ameaçar o *market share* das firmas locais. Por outro lado, o aumento do coeficiente importado em determinados setores viabilizava a atuação rentável de empresas multinacionais, que podiam mais facilmente se adaptar através de políticas de especialização complementadas com compras externas.

Do lado dos vendedores, proprietários nacionais de ativos estratégicos para os programas de expansão das multinacionais certamente tiveram algum poder de negociação no processo, mesmo que tenham sido levados a negociar por conta de ameaças às suas posições no mercado. Muitos ex-proprietários, no final de suas carreiras, tiveram a alternativa de tornarem-se rentistas. Os administradores dos programas de privatização também viam lucratividade nos negócios, que garantiam ingressos de divisas e abatimentos na dívida pública interna. Já os proprietários de pequenas empresas, sem poder de barganha, tiveram que aceitar a desvalorização de sua firmas no mercado enquanto ainda havia algo a receber.

As aquisições de empresas na indústria, sobretudo as realizadas por firmas já instaladas, aumentaram o poder de mercado dos grupos estrangeiros e estes, via de regra, têm vantagens competitivas sobre as empresas/grupos nacionais. Do ponto de vista da reestruturação setorial, entretanto, os ganhos de eficiência contabilizados tenderam a ser arrefecidos pelo processo de especialização com maior nível de importação, cujo coeficiente é mais alto para as empresas estrangeiras. Tal processo acarretou perda de valor agregado como resultado de importações de bens, muitas vezes de baixa sofisticação tecnológica, que não melhoram a capacidade de produção. O maior nível de importação resultante da reestruturação não foi vinculado ao aumento das exportações. Por outro lado, a ausência de uma política industrial preocupada com os aspectos sistêmicos da reestruturação teve um alto custo social manifesto no aumento do desemprego.

O atual contexto macroeconômico, que sinaliza crescimento negativo do PIB, baliza a atuação das empresas locais, nacionais e estrangeiras, e não estimula a retomada dos investimentos, nem mesmo a continuação do processo de modernização, que foi abortado. Pelo

contrário, a política macro está voltada para conter o consumo e os investimentos domésticos e viabilizar superávits em bens e serviços não fatores necessários para pagar os serviços do passivo externo, inclusive sobre os investimentos estrangeiros, via contenção das importações. A perda de dinamismo interno pode não reduzir os coeficientes de importação, embora reduza seu nível, e manter a realocação do fornecimento em mercados externos. Do ponto de vista do passivo, a recessão pode não implicar a redução proporcional das remessas de lucros e dividendos devido às baixas oportunidades para reinvestir no país.

O quadro recessivo e a nova política cambial devem alterar os processos de F&A. Por um lado, há um desestímulo às aquisições em geral, uma vez que as expectativas de lucro das firmas são baixas. Por outro lado pode haver um efeito riqueza decorrente da desvalorização cambial para as empresas estrangeiras potenciais compradoras. Note-se, entretanto, que este raciocínio é válido para qualquer investimento das firmas, seja em aquisições, seja em novas capacidades: a rentabilidade dos projetos é relativa aos fluxos de caixa esperados em moeda local (exceto, talvez, para os projetos de exportação) que devem “pagar” tais investimentos. As aquisições conduzidas por empresas estrangeiras então, devem ocorrer quando o efeito da desvalorização compensar as baixas expectativas de lucro para os potenciais compradores de ativos estratégicos para seus programas ou, e talvez mais importante, quando o preço da firma para seus proprietários atuais estiver muito abaixo do preço para o potencial comprador.

Um caso ilustrativo da influência da alteração da política cambial sobre as F&As é o da indústria de fertilizantes e adubos agrícolas. As empresas do ramo estavam com alto nível de endividamento em dólar em janeiro de 1999, quando houve a desvalorização – até porque dependem de linhas de financiamento à importação devido ao forte componente importado dos insumos - e, muitas delas, entraram em processos de liquidação financeira devido ao aumento abrupto de seus passivos. Nestes casos, o efeito da desvalorização foi mais importante para a queda do valor das firmas para seus proprietários atuais. A indústria era tradicionalmente composta por empresas de capital nacional, mas as maiores empresas nacionais do ramo estão sendo vendidas para grupos estrangeiros (sobretudo da indústria processadora de alimentos que têm estratégias de verticalização) ou, estão à espera de comprador.

A forte participação de empresas de capital estrangeiro na indústria local não é uma novidade. Como se sabe, a partir dos anos 50 o processo de industrialização conformou, e os ciclos de crescimento até o final dos anos 70 preservaram, uma estrutura de propriedade onde as empresas de capital estrangeiro predominavam nos setores mais dinâmicos, as empresas estatais atuavam nos setores produtores de insumos industriais e as empresas nacionais atuavam ‘a

reboque' dos dois primeiros, ou em setores marginais da indústria (Cruz, 1994). A partir de 1990, iniciou-se um processo de reestruturação patrimonial que, sobretudo a partir do Plano Real, acarretou desnacionalização, embora sua dimensão ainda não seja totalmente compreendida.

O problema da desnacionalização não é, obviamente, de natureza étnica. No caso brasileiro é um problema que se manifesta, do ponto de vista do balanço de pagamentos, em um déficit estrutural na conta de serviços fatores (mais especificamente lucros e royalties, mas também na conta de juros sobre empréstimos em moeda), devido aos altos estoques de investimentos diretos estrangeiros sem contrapartida em investimentos brasileiros no exterior e, na maior propensão à importar das empresas estrangeiras frente as nacionais, embora sua produção seja predominantemente voltada para o mercado interno.

Além dos efeitos mais diretamente ligados ao balanço de pagamentos, a forte concorrência de empresas estrangeiras na economia doméstica tem resultados contraditórios sobre o processo de difusão tecnológica. As corporações internacionais tendem a manter as atividades centrais de pesquisa e desenvolvimento nos países-sede - em grande medida em função da fraca infra-estrutura local para P&D, mas também devido ao papel estratégico dessas atividades para as corporações - e a transferir inovações tecnológicas a nível de produtos, ou em pacotes fechados, para as filiais locais. Assim, as atividades mais nobres do processo de P&D não são internalizadas, inibindo a capacidade de geração endógena de inovações (Furtado, 1992; Erber, 1990).

Não menos importante é o problema da localização dos centros de decisão das empresas multinacionais no exterior. Embora multinacionais, os principais mercados das MNEs continuam sendo os países desenvolvidos, que são o centro das decisões estratégicas das corporações. A lógica de atuação das MNEs não é necessariamente compatível com o crescimento das economias periféricas (Furtado, 1992). Além disso, qualquer política local passa por um acordo com essas empresas, embora suas filiais não tenham independência para pactuar com objetivos nacionais.

E neste sentido, a estratégia governamental brasileira do período recente foi míope. Tal estratégia enxergou os processos de desnacionalização como uma solução: deveriam trazer divisas ao país e aumentar a produtividade e eficiência das empresas. Mas não viu os problemas de médio e longo-prazo que tais processos acarretam. A ausência de políticas industrial, agrícola, de desenvolvimento tecnológico e etc. foi em grande medida justificada pelos supostos ganhos que seriam alcançados com o aumento da internacionalização. O critério de avaliação do que é "bom para o país" passou a ser o que é bom para a grande empresa privada estrangeira. A crise atual, contudo, está ligada a problemas decorrentes dos processos de internacionalização de mão

única. Como no passado, o Brasil é importante nos mercados financeiros internacionais como devedor. E, do ponto de vista interno, a crise é um sinal de que as políticas de adesão ao rumo ‘inexorável da globalização’, ao invés de resolverem, tenderam a restringir ainda mais o crescimento e só agravaram os problemas econômicos e sociais do país.

ANEXO 1 : Esclarecimento Contábil

Neste esclarecimento busca-se ressaltar os aspectos mais importantes, para a presente pesquisa, sobre os registros de investimentos diretos no Brasil, quais sejam: o que representam os ingressos monetários de IDE; em que medida os registros de reinvestimento de lucro espelham o autofinanciamento das subsidiárias; qual é a variável relevante para fins de apuração do estoque de capital estrangeiro passível de repatriação - ou seja, que constitui parte do passivo externo sobre o qual incidem remessas de lucro.⁷⁵

Em primeiro lugar, note-se que há 'graus' diferentes de controle nas empresas de um conglomerado. Na nomenclatura doravante utilizada denomina-se: empresa estrangeira (EE) a matriz da corporação localizada no país-sede; subsidiária/coligada a empresa doméstica com participação direta de EE's; e subsidiária/coligada indireta a empresa doméstica de participação indireta das EE's. As subsidiárias indiretas são de propriedade de residentes, são de capital estrangeiro indireto, de primeiro ou maior grau, e figuram como ativos (ativo permanente - investimentos) das empresas de capital estrangeiro direto. Como ativos, elas mantêm uma relação de equivalência com o patrimônio líquido das subsidiárias diretas, e portanto, têm representação no capital social das mesmas.

Os ingressos monetários de IDE referem-se a aportes de capital das EE's para suas subsidiárias, para criação de novas subsidiárias e para a compra de participação acionária em empresas domésticas.

É passível de registro como reinvestimento de lucro apenas o valor contabilizado na conta capital social como aumento de capital por transferência das contas de reservas e lucros acumulados, do balanço patrimonial das empresas. Os registros de reinvestimento, portanto, não necessariamente refletem a conta lucros acumulados no exercício, que é a manifestação contábil dos lucros retidos após a distribuição dos resultados. Refletem apenas aquilo que foi contabilmente transferido para a conta capital, e não podem ser vistos como a representação dos recursos disponíveis para o autofinanciamento das empresas.⁷⁶ No balanço de pagamentos, os reinvestimentos são computados simultaneamente como entradas na conta capital e saídas na

⁷⁵ A legislação sobre registros de capital estrangeiro baseia-se na Lei n. 4131, de set/1962, que sofreu diversas alterações até o momento atual.

⁷⁶ As estatísticas de diversos países, com a recomendação, inclusive, de organismos como o FMI, apuram como "reinvestimentos" o valor total dos lucros e dividendos não distribuídos no exercício mesmo que não sejam transferidos para a conta capital social. As estatísticas brasileiras sobre "reinvestimentos", portanto, não são comparáveis às estatísticas dos EUA, por exemplo.

conta de serviços, simulando uma trajetória de remessa de lucro e retorno como investimento direto.

Além dos reinvestimentos, outras formas não-monetárias de investimento (conversão de dívida, investimento em mercadoria, e outros) alteram o estoque de capital estrangeiro registrado: são mecanismos de conversão em capital de recursos que poderiam sair do país.

Os registros de IDE, efetuados junto ao FIRCE, apuram duas informações básicas: o montante de recursos investido em moeda estrangeira e a quantidade de ações e/ou quotas do capital social detido pelo investidor. O valor em moeda estrangeira dos estoques de IDE representa a soma do que foi aportado para as empresas durante toda a sua existência. Trata-se, porém, da somatória dos registros históricos de IDE, à medida que são computados os valores relativos a data efetiva do registro, sem correção monetária do valor. O que efetivamente representa o valor do capital estrangeiro que é passível de repatriação é a parcela do capital social sob propriedade de não-residentes. A regulamentação do Bacen exige que os investidores efetuem o registro de qualquer alteração do capital social, tanto no que diz respeito as participações acionárias respectivas (reorganização societária, direitos sobre quotas, e etc), quanto a aumentos de capital oriundos de reinvestimento de lucros assim como outras modalidades de investimento estrangeiro (formas não-monetárias).

A variável relevante, para fins de remessas de lucros/dividendos, é a participação acionária (a quantidade de ações e/ou quotas) do investidor estrangeiro no capital social das empresas, que confere direitos sobre determinada proporção dos lucros. O valor do capital era relevante, para fins de remessas de lucro, na vigência de imposto de renda suplementar, revogado em 1991, que estabelecia alíquotas crescentes para remessas de lucro que excedessem 12% do capital social. Note-se que os lucros gerados pelas subsidiárias indiretas devem ser, em parte, distribuídos para as subsidiárias diretas, que são as principais acionistas.

IDE e F&A

As aquisições de empresas domésticas por empresas de capital estrangeiro nem sempre resultam nos dois critérios básicos dos registros de IDE, quais sejam: a apropriação direta do capital por não-residentes e ingressos de divisas. Note-se que não-residentes são apenas as EE's; as subsidiárias diretas e indiretas são empresas de residentes. Evidentemente, só ocorre desnacionalização quando empresas de capital nacional estão na ponta vendedora. Por outro lado, as aquisições de empresas de capital nacional, inclusive as transações que não geram ingressos de

divisas - ou seja, são efetuadas por subsidiárias (diretas ou indiretas) - aumentam o potencial de remessas financeiras ao exterior.

A compra de participação acionária em uma empresa doméstica por empresas de capital estrangeiro, segundo o critério de propriedade do capital das empresas nas pontas compradora e vendedora, que definem a ocorrência de ingressos de IDE, pode assumir as seguintes combinações:

- 1) transações tendo na ponta compradora empresas estrangeiras (EE's) e na ponta vendedora:
 - a) empresa de capital nacional (privado ou estatal);
 - b) subsidiária de empresa estrangeira
 - c) subsidiária indireta de empresa estrangeira;

- 2) transações tendo na ponta compradora subsidiárias (diretas ou indiretas) de empresas estrangeiras e na ponta vendedora:
 - a) empresa de capital nacional (privado ou estatal);
 - b) subsidiária de empresa estrangeira
 - c) subsidiária indireta de empresa estrangeira.

As transações que devem gerar ingressos de IDE pelo critério de apropriação do capital por não-residentes são as do caso (1), sendo que no caso (1) b, não deve haver ingresso de divisas uma vez que o pagamento deve se realizar no exterior, e no Brasil, deve gerar apenas troca de titularidade de registro de IDE. No caso (1) c, note-se que não há desnacionalização, mas deve haver ingresso de divisas, a transação funciona da mesma forma que a aquisição de uma empresa de capital nacional. Todas as transações do caso (2), por sua vez, não têm correspondência com ingressos de IDE. Essas aquisições figuram como ativos das subsidiárias e são capital estrangeiro indireto de segundo ou maior grau.

Ressalve-se que nas transações realizadas no exterior, onde as corporações muitas vezes negociam plantas localizadas em vários países, pode haver situações onde subsidiárias diretas e indiretas trocam de proprietário gerando pagamentos no país onde se localizam as empresas, a depender da forma como foi estruturado o contrato de venda (que pode inclusive compreender troca de ações de outras companhias). Outra ressalva é que nas transações domésticas, o *funding* para a aquisição pode ser derivado de aporte de capital para a subsidiária que efetiva a compra, gerando indiretamente, ingresso de IDE.

Dado o grau de internacionalização da economia brasileira grande parte das trocas patrimoniais se dá entre empresas de capital estrangeiro, direto ou indireto. A forte presença de capital estrangeiro também faz com que grande parte das transações seja realizada dentro das fronteiras nacionais, não tendo contrapartida em ingressos de divisas.

As associações, ou *joint-ventures*, na maioria dos casos, implicam participação acionária do investidor estrangeiro no empreendimento. No caso de participação em empresas já existentes, a transação pode significar aporte de capital ou aquisição de ações já existentes. Quando as associações realizam-se através da constituição de uma terceira figura jurídica, com participações acionárias compartilhadas, são similares aos investimentos *greenfield*. As alianças estratégicas podem assumir diversas modalidades mas via de regra não implicam participação acionária do investidor estrangeiro.

ANEXO 2: Nota Metodológica

Como não existem no Brasil dados oficiais sobre fusões, aquisições e associações entre empresas, os estudos nesta área recorrem, como no caso desta pesquisa, a fontes secundárias de informações. Algumas consultorias financeiras no Brasil acompanham sistematicamente esse tipo de transação, porém, os levantamentos produzidos não são tabulados da mesma forma, e o universo de transações coberto não é totalmente coincidente. Nenhuma das apurações têm dados homogêneos para todas as transações, até porque trabalham basicamente com informações colhidas da imprensa. Optou-se por trabalhar com dados de uma só consultoria, entendendo que o esforço de refazer a tabulação dos dados de apurações distintas dificilmente seria recompensado por ganhos significativos no universo de transações cobertas.

A amostra de transações de fusões e/ou aquisições e *joint ventures* foi elaborada a partir de levantamento da KPMG *Corporate Finance*. A KPMG apura sistematicamente, através da imprensa especializada e outras informações geradas pela própria consultoria, as transações de aquisição (seja de participação minoritária ou tomada de controle), associações e alianças estratégicas entre empresas. O levantamento discrimina o nome da empresa receptora do investimento, país e ramo de atuação, assim como nome da empresa investidora e país de origem. As estatísticas discriminam também o tipo de transação (se aquisição, *joint venture* ou aliança estratégica) e, ainda, se doméstica ou *cross border*, para todas as operações. Para algumas transações discrimina, também, o valor da transação e a percentagem do capital adquirido.

A partir do levantamento da KPMG, elaborou-se o ranking das transações de empresas estrangeiras no Brasil, excluindo das transações *cross border* aquelas realizadas por empresas domésticas no exterior. Para os ramos autopeças, alimentos e bebidas (nos dois últimos casos expurgadas as transações envolvendo empresas de serviços), recuperaram-se todas as transações. Algumas transações foram reclassificadas, no caso de alimentos e bebidas, pois o registro original da KPMG considerava subsidiárias de empresas estrangeiras no Brasil como sendo domésticas. Para a tabulação aqui utilizada os investimentos estrangeiros no Brasil são aqueles realizados por empresas de controle majoritário estrangeiro, direto ou indireto. Os investimentos entre empresas brasileiras são realizados por empresas de controle majoritariamente nacional direto e indireto, nas duas pontas. Os investimentos de brasileiros no exterior são realizados por empresas domésticas, de controle nacional ou estrangeiro. Só no caso de alimentos existem transações de empresas domésticas de controle estrangeiro classificadas como investimentos brasileiros no exterior.

Para as transações de empresas estrangeiras no Brasil foram feitos diversos cruzamentos com outros bancos de dados, sendo os principais: Balanço Anual da Gazeta Mercantil, Exame-Melhores e Maiores, Guia Interinvest, e Atlas Financeiro do Brasil. Foi realizada também uma pesquisa em periódicos, no Centro de Informações da Gazeta Mercantil, onde foram reconstruídas, parcialmente, a própria transação e alguns desdobramentos da mesma. Os periódicos pesquisados foram: Gazeta Mercantil, Diário do Comércio e Indústria, O Estado de São Paulo, Jornal do Brasil, Folha de São Paulo, O Globo, Revista Exame, Revista Veja, The Economist. Foram agregadas ainda informações de fontes como Sindipeças e ABIA (material cedido e entrevistas) e relatórios das companhias. Esse material foi a base para construção das tipologias das estratégias e sobre impactos das F&As.

As informações sobre a correspondência das aquisições com ingressos de IDE baseiam-se em informações sobre o controle acionário das empresas disponíveis na CVM, ou órgãos similares no exterior, e certificados de registros de investimentos diretos publicados pelo Bacen. Para as exportações das empresas da amostra, apurou-se, a partir de dados da SECEX, o valor total exportado pelas empresas entre 1989 e 1996, e para as importações o valor total importado entre janeiro e setembro de 1997 (só este período era disponível até 1998, quando a secretaria parou de divulgar os dados relativos a importação por empresa).

ANEXO 3: Distribuição dos Ativos de Capital Estrangeiro

Segundo o Censo de Capitais estrangeiros, em 1995, a participação de não-residentes em ativos no país era praticamente dividida na mesma proporção entre a indústria de transformação e todas as demais atividades de serviços. Nestas últimas, os serviços financeiros concentravam mais de 50% dos ativos. A expressiva participação de investidores estrangeiros no programa de privatização, a partir de 1996, alterou essa distribuição, sobretudo no que diz respeito aos serviços públicos e a indústria extrativa.

Tabela 21

Distribuição dos Ativos das Empresas de Capital Estrangeiro no Brasil
Quadro Geral

Atividade econômica	Empresas com participação estrangeira acima de 20%		Empresas com participação majoritária estrangeira	
	Nº empresas : 6.322		Nº empresas: 4.902	
Agricultura, pec, silv, pesca	2.597.696	1%	1.753.240	1%
Indústrias Extrativas	5.504.036	2%	2.656.397	2%
Indústria de Transformação	131.075.936	48%	81.950.683	51%
Serviços	134.438.081	49%	73.411.760	46%
Total	273.615.748	100%	159.772.080	100%

Fonte: Censo de Capitais Estrangeiros - Período Base 1995, Banco Central do Brasil

OBS: participações diretas e indiretas de primeiro grau.

Tabela 22

Distribuição dos Ativos das Empresas de Capital Estrangeiro no Brasil
Serviços

Atividade econômica	Empresas com participação estrangeira acima de 20%		Empresas com participação majoritária estrangeira	
	Nº empresas : 6.322		Nº empresas: 4.902	
Intermediação Financeira, Seguros e Ativ. Aux.	75.281.507	56%	29.333.297	40%
Serviços Prestados a Empresas	21.751.783	16%	16.486.479	22%
Comércio	17.734.033	13%	14.554.955	20%
Outros Serviços	15.489.298	12%	11.570.642	16%
Serviços Públicos	4.181.460	3%	1.466.387	2%
Total	134.438.081	100%	73.411.760	100%

Fonte: Censo de Capitais Estrangeiros - Período Base 1995, Banco Central do Brasil

OBS: participações diretas e indiretas de primeiro grau.

A participação do capital estrangeiro na indústria de transformação abrangia praticamente todos os segmentos industriais, e era especialmente forte em setores oligopolizados e difusores de progresso técnico. Cerca de 60% dos ativos pertenciam às indústrias química, material de transporte, eletroeletrônica, e bens de capital. Destacava-se também a participação das indústrias de insumos básicos, como metalurgia, papel e celulose e química de base. Segundo as categorias de uso, os ativos concentravam-se em bens intermediários e de consumo durável. Entre os setores

produtores de bens não-duráveis, ressalte-se a participação das indústrias de alimentos e bebidas, com cerca de 11% dos ativos.

Tabela 23
Distribuição dos Ativos das Empresas de Capital Estrangeiro no Brasil
Indústria de Transformação

Atividade econômica			(em R\$ 1.000)	
	Empresas com participação estrangeira acima de 20%		Empresas com participação majoritária estrangeira	
	Nº empresas : 6.322		Nº empresas: 4.902	
Fab. de produtos químicos	24.154.777	18%	17.857.640	22%
Fab. mont. veíc. auto., reb. carroc.	16.905.761	13%	16.381.135	20%
Metalurgia básica	14.995.256	11%	4.110.443	5%
Fab. prod. aliment. e bebidas	14.922.491	11%	9.956.534	12%
Fab. celulose, papel e produtos	13.185.652	10%	1.872.886	2%
Fab. máquinas e equipamentos	10.008.980	8%	7.041.160	9%
Fab. mat. eletrôn. e equip. comun.	6.744.625	5%	2.210.732	3%
Fab. produt. minerais não-metál.	3.895.061	3%	2.999.294	4%
Fab. máq. aparel. e mat. elétricos	3.813.466	3%	3.274.070	4%
Fab. de produtos de metal	3.676.830	3%	3.077.770	4%
Fab. artig. borracha e plástico	3.315.200	3%	2.945.000	4%
Fab. de produtos têxteis	3.213.298	2%	1.112.335	1%
Fab. outros equip. transporte	2.913.802	2%	728.491	1%
Fab. de produtos do fumo	2.802.044	2%	2.802.044	3%
Fab. máq. escrit. e equip. inform.	2.518.074	2%	2.399.639	3%
Fab. móveis e indust. diversas	1.115.890	1%	937.918	1%
Outras indústrias de transformação	2.894.729	2%	2.243.592	3%
Total	131.075.936	100%	81.950.683	100%

Fonte: Censo de Capitais Estrangeiros - Período Base 1995, Banco Central do Brasil

OBS: participações diretas e indiretas de primeiro grau.

A participação das subsidiárias de empresas estrangeiras na indústria de transformação, até o final dos anos 80, era “protagonista” nos setores produtores de bens de capital mecânicos, eletroeletrônica, material de transporte, química fina, borracha, fumo e vidro; “coadjuvante” nos setores alimentos e bebidas, papel e celulose, química de base e petroquímica, siderurgia e metalurgia básica; e “marginal” em setores como têxtil, vestuário e calçados, madeira e móveis, minerais não-metálicos (exceto vidro), e produtos de metal (Bielschowsky e Stumpo, 1995). Esta estrutura de liderança deve basicamente ter se mantido até a realização do Censo de Capitais Estrangeiros, em 1995, quando intensificaram-se os investimentos estrangeiros na indústria, seja em expansão da capacidade, seja em aquisição de ativos (Laplane e Sarti, 1997b; Bielschowsky, 1998).

A partir do Plano Real, o *market share* relativo das empresas de capital estrangeiro na indústria tendeu a aumentar, e aquela estrutura de liderança pode ter sido alterada em determinados ramos industriais. Com efeito, segundo estimativas de Moreira (1999), entre 1995 e

1997, a participação das empresas de capital estrangeiro majoritário na indústria (participação na receita operacional líquida) aumentou cerca de 30%, em média, entre os setores a nível de 4 dígitos da CNAE.

ANEXO 4 : Outras Modalidades de Investimentos Estrangeiros Medidos pelo Balanço de Pagamentos

Entre 1983 e 1994, outras modalidades de investimento prevaleceram nos fluxos líquidos medidos pelo balanço de pagamentos. No período 1983-90 as conversões de dívida externa em investimentos e os reinvestimentos de lucro representaram cerca de 80% dos ingressos líquidos da conta “investimentos” do balanço de pagamentos. Os reinvestimentos, no entanto, foram bastante inferiores aos valores alcançados no final da década de 70, que eram da ordem de US\$ 2 bilhões (Barros, 1993). Os investimentos diretos em moeda representaram menos de 10% do total, e nos anos de 1986, 1988 e 1989 as repatriações de capital superaram os ingressos. Os investimentos em “mercadoria”, ou importação sem cobertura cambial, que foram uma importante modalidade de IDE nas décadas de 60 e 70, perderam importância relativa nos ingressos líquidos a partir dos anos 80.

As negociações da dívida externa junto ao FMI, e seus desdobramentos, estimularam as operações de conversão de dívida externa em investimento direto. Os títulos da dívida externa brasileira adquiridos com deságio nos mercados secundários eram convertidos em registros de investimento direto pelo valor de face. Em fins de 1984, foram impostas restrições às operações de conversão, que permitiram as conversões “ao par” apenas para os casos de dívida própria de subsidiárias de empresas estrangeiras (inclusive bancos). As operações de conversão, entretanto, voltaram a crescer, a partir de 1987, através de operações mediadas por bancos em paraísos fiscais, conduzindo à uma nova política de conversão de dívida, em 1988. A partir de 1988, o banco central passou a realizar leilões de conversão, voltando a permitir conversões “ao par” de dívida adquirida por terceiros, sem limite mínimo de desconto para compra de títulos, mas com limites quantitativos às conversões. A base legal para operações de conversão de dívida externa em investimento direto é o artigo 50 da Lei de Remessas de Lucro, Decreto 55762/1965 (World Bank, 1991).

As conversões de dívida chegaram a representar 70% dos ingressos de investimentos, nos anos 1988 e 1989, e foram concomitantes ao crescimento expressivo das remessas de lucro e repatriações de capital (Barros, 1993).

Tabela 24

Investimentos Estrangeiros : Todas as Modalidades

fluxos líquidos do balanço de pagamentos : 1980-1997

(em US\$ milhões)

Ano	Portfólio	Direto	Mercadoria	Conversão	Reinvestimento	Total
1980	(11,7)	1.380,5	79,2	39,3	411,2	1.898,5
1981	14,2	1.670,8	107,9	1,8	741,4	2.536,1
1982	15,8	1.121,3	89,8	143,2	1.555,9	2.926,0
1983	(3,4)	297,8	114,8	452,0	694,8	1.556,0
1984	(2,3)	252,3	127,8	745,6	472,1	1.595,5
1985	(10,7)	134,6	98,5	581,2	542,8	1.346,4
1986	(15,6)	(412,8)	102,1	205,9	448,6	328,2
1987	61,4	49,8	214,2	343,6	617,1	1.286,1
1988	189,1	(27,5)	196,1	2.087,3	714,0	3.159,0
1989	(57,5)	(339,8)	129,7	945,6	530,9	1.208,9
1990	103,6	280,9	64,0	283,0	273,1	1.004,6
1991	578,0	504,7	34,6	67,8	364,7	1.549,8
1992	1.703,7	1.155,8	29,0	220,2	174,8	3.283,5
1993	6.650,6	374,1	19,3	220,1	99,8	7.363,9
1994	7.279,5	1.738,5	11,8	138,4	82,9	9.251,1
1995	2.294,0	3.614,9	6,5	307,4	383,7	6.606,5
1996	6.039,5	9.123,2	26,6	292,2	446,8	15.928,3
1997 *	5.557,0	16.330,0	0,0	0,0	151,0	22.038,0

Fonte : Boletim do Banco Central do Brasil. Suplemento Estatístico, novembro de 1997.

* dados preliminares.

Tabela 25

Investimentos Estrangeiros : formas monetárias versus não-monetárias

fluxos líquidos do balanço de pagamentos: 1980-1997 (% sobre o total)

Período	Em moeda			Formas não-monetárias			
	Portfólio	Direto	Total	Mercadoria	Conversão	investimen	Total
1980-1981	0,1	68,8	68,9	4,2	0,9	26,0	31,1
1982-1989	1,3	8,0	9,3	8,0	41,1	41,6	90,7
1990-1994	72,7	18,1	90,7	0,7	4,1	4,4	9,3
1995-1997	31,2	65,2	96,4	0,1	1,3	2,2	3,6

Fonte : Boletim do Banco Central do Brasil. Suplemento Estatístico, novembro de 1997.

No período 1991-94 os ingressos de portfólio representaram a maior parcela dos investimentos registrados no balanço de pagamentos. A principal modalidade de portfólio foi regulamentada, em 1991, pelo Anexo IV à Resolução 1289/87 do Bacen. Os investimentos de portfólio são recursos aplicados em papéis (ações, debêntures e etc) negociados em bolsas de valores e mercados de capitais domésticos, que garantem alta liquidez a essas aplicações. A inexpressiva participação de empresas de capital estrangeiro nas bolsas de valores do Brasil

implica que os investimentos estrangeiros de portfólio não tem relação importante com a capacidade de financiamento das subsidiárias locais via emissão de ações.

Os expressivos saldos líquidos dos ingressos via Anexo IV, entre 1991-1994, foram em grande medida utilizados para a aquisição de títulos de renda fixa, seja diretamente no limite de 25% (autorização suspensa no segundo semestre de 1993), seja indiretamente via aplicações em opções e futuros (proibidas em agosto de 1995). A partir de 1994, com as limitações às aplicações de renda fixa, o saldo líquido do Anexo IV passou a apresentar fortes oscilações, apesar dos influxos de capitais nesta modalidade terem sido contínuos entre 1991 e 1997. Essas oscilações foram reflexo, essencialmente, do comportamento do mercado financeiro internacional, e do processo interno de privatização, já que quase a totalidade dos investimentos de portfólio foram direcionados à aquisição de ações de empresas estatais em processo de venda e não tiveram impactos significativos sobre as emissões primárias (Prates, 1998).

Bibliografia

- ABIA, Associação Brasileira das Indústrias de Alimentação. "O Mercado Brasileiro de Alimentos Industrializados - Produção e Demanda: Situação Atual e Perspectivas", coord. Ribeiro, Dênis, 1994.
- Agarwal, Jamuna P.. "Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey". Weltwirtschaftliches Archiv, vol 116, Heft 4, 1980.
- Baer, Mônica. "Sistema Financeiro Internacional. Oportunidades e Restrições para o Financiamento do Desenvolvimento". Novos Estudos CEBRAP, nº 42, 1995.
- Barros, Octávio. "Oportunidades Abertas para o Brasil Face aos Fluxos Globais de Investimento de Risco e de Capitais Financeiros nos Anos 90". Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira, Nota Técnica Temática, UNICAMP/UFRJ/FDC/FUNCEX, 1993.
- Bauman, Renato; Rivero, Josefina et al.. "As Tarifas de Importação no Plano Real". CEPAL, LC/BRS/DT.007, maio 1997.
- Belik, Walter. "Reestruturação Industrial e Estratégia dos Grupos Agro-Alimentares no Brasil". Política Agrícola e Abertura de Mercado. SOBER, 1995.
- , "Agroindústria e Reestruturação Industrial no Brasil : Elementos para uma Avaliação". Economia, nº 18, UFPR, 1994.
- Bielschowsky, Ricardo e Stumpo, Giovanni. "Empresas Transnacionales y Cambios Estructurales en la Industria de Argentina, Brasil, Chile y México". Revista de la CEPAL, n. 55, Nações Unidas, abril 1995.
- , "A Internacionalização da Indústria Brasileira: Números e Reflexões Depois de Alguns Anos de Abertura". O Brasil e a Economia Global. Org Bauman, Renato. Editora Campus, 1996.
- Bielschowsky, Ricardo. "Investimentos na indústria brasileira Depois da Abertura e do Real: o Mini- Ciclo de Modernizações, 1995-1997". CEPAL, mimeo, 1998.
- , "Two Studies on Transnational Corporations in the Brazilian Manufacturing Sector: the 1980s and early 1990s". Desarrollo Productivo, nº 18, CEPAL, 1994.
- BNDES, Banco Nacional de Desenvolvimentos Econômico e Social. "O Capital Estrangeiro na Indústria Brasileira: Atualidade e Perspectivas". Estudos BNDES, nº 10, 1988.
- CADE, Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência. Relatório Anual. 1998

- Caves, Richard E.. Multinational Enterprise and Economic Analysis. 2ª Edição. Cambridge University Press, 1996.
- Cepal. La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe. Nações Unidas. Informes, 1995, 1997 e 1998.
- Chesnais, François. A Mundialização do Capital. 1ª Edição. Xamã Editora, 1996.
- Chudnovsky, Daniel; Porta, Andres L. et al.. "Mas Alla del Flujo de Caja. El Boom de la Inversion Extranjera Directa en la Argentina". Desarrollo Económico, vol 35, nº 137, abril/junho 1995.
- Cruz, Paulo R. D. C.. "Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os Setores Público e Privado na Crise dos Anos 80"; Nova Economia, vol 5, nº1, agosto 1995.
- . Dívida Externa e Política Econômica: A experiência Brasileira nos anos 70. Editora Brasiliense, 1984.
- , "Notas sobre o Financiamento de Longo Prazo na Economia Brasileira do Após-Guerra". Economia e Sociedade, nº3, dezembro 1994.
- De Negri, João Alberto. "As Empresas Multinacionais e a Reestruturação Industrial nos Anos 90. Um Estudo do Complexo Lácteo Brasileiro". Dissertação de Mestrado, UFMG/CEDEPLAR, 1996.
- . "A Economia Política da Proteção no Setor Automotivo Brasileiro". Nota Técnica, IPEA/DIPPP, 1997.
- , "Elasticidade-Renda e Elasticidade-Preço da Demanda de Automóveis no Brasil". Texto para Discussão, nº 558, IPEA, abril 1998.
- Dunning, John H.. Explaining International Production. First Published, Unwin Hyman, 1988.
- Dunning, John H. e Rugman Alan M.. "The influence of Hymer's Dissertation on the Theory of Foreign Direct Investment". American Economic Review, vol 75, nº2, 1985.
- Erber, Fábio S. "A Política Industrial: Paradigmas Teóricos e Modernidade". Aquarela do Brasil; Ed. Rio Fundo; 1990.
- Faveret Filho, Paulo; Siqueira, Sandra H. et al.. "Agropecuária e Agroindústria". BNDES Setorial. Edição Especial - Balança Comercial Brasileira, 1997.
- Fucidji, José R. : Investimento Direto Estrangeiro na Indústria Brasileira: determinantes e características, com um estudo das estratégias empresariais e impactos na indústria de autoveículos (1990-1996). Dissertação de Mestrado, IE-UNICAMP, 1998.

- Franco, Gustavo : "A Inserção Externa e o Desenvolvimento". Banco Central do Brasil, mimeo, junho 1996.
- Frausino, Carlos C. M.. "Mudanças Institucionais e a Indústria do Trigo (1987 - 1993)". Dissertação de Mestrado, UNICAMP- IE, 1995.
- Freitas, Maria C. P.. "Abertura do Sistema Bancário Brasileiro ao Capital Estrangeiro". Abertura Externa e Sistema Financeiro. IPEA/FUNDAP, Relatório Final, 1998.
- FUNDAP. "Aspectos da Guerra Fiscal no Brasil". FUNDAP/IESP, Relatório Final, vol II, 1997.
- Furtado, Celso. Brasil - A Construção Interrompida. Ed. Paz e Terra, 1992.
- Gasques, José G.; Vila Verde, Carlos M. et al. "Competitividade de Grãos e de Cadeias Seleccionadas do Agrobusiness". Texto para Discussão, nº 538, IPEA, 1998.
- Gazeta Mercantil. Indústria de Autopeças. Panorama Setorial, 1997.
- Giambiagi, Fábio. "A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB: Cálculo do Requisito de Aumento das Exportações no Brasil". Texto para Discussão. BNDES.1997.
- Graham, Edward M. e Krugman, Paul R.. Foreign Direct Investment in the United States. Institute for International Economics, 3ª edição, 1995.
- Hollanda Filho, Sérgio B.. Os Desafios da Indústria Automobilística - A Crise da Modernização. USP-IPE, 1996.
- Hymer, Stephen. Empresas Multinacionais: A Internacionalização do Capital. 2ª Edição, Editora Graal, 1983.
- Kojima, Kiyoshi e Ozawa, Terutomo. Japan's General Trading Companies: Merchants of Economic Development. OECD, Development Centre, 1985.
- Kregel, Jan A.. "Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais". Economia e Sociedade, nº7, dezembro 1996.
- Laplane, Mariano F. e Sarti, Fernando. "Competition, Policy and Growth in the Brazilian Automobile Industry". International Colloquium of Gerpisa, Paris, 1997 (a).
- . "Investimento Direto Estrangeiro e a Retomada do Crescimento Sustentado nos anos 90". Economia e Sociedade, nº8, junho 1997 (b).
- Lizondo, J. Saúl. "Foreign Direct Investment". Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows, International Monetary Fund, Occasional Paper nº 77, março 1991.

- Maka, Alexis. "A Sustentabilidade dos Déficits em Conta Corrente". Texto para Discussão, nº 481, IPEA, 1997.
- Malan, Pedro e Guimarães, Eduardo A.. "A Opção entre Capital de Empréstimo e Capital de Risco". Texto para Discussão, nº 46, IPEA, 1982.
- Margarido, Sérgio P.. "Fluxos de Capitais para a Economia Brasileira na Primeira Metade da Década de Noventa: Construção de Novos Vínculos Financeiros e a Emergência de Novos Riscos". Dissertação de Mestrado, Unicamp-IE, 1998.
- Mendonça de Barros, José R. e Goldenstein, Lídia. "Avaliação do Processo de Reestruturação Industrial Brasileiro". Revista de Economia Política, vol. 17, nº2, abril/junho 1997.
- Miguel, Fábio Luiz P.. "As Estratégias Recentes das Multinacionais do Setor de Laticínios". Revista Trevisan, n 121, março 1998.
- Moreira, Maurício M. e Correa, Paulo G.. "Abertura Comercial e Indústria: o Que se Pode Esperar e o Que se Vem Obtendo". Texto para Discussão, nº 49, BNDES/DEPEC, outubro 1996.
- Moreira, Maurício M.. "Mais uma Vez os Coeficientes de Comércio: os Primeiros Números para 1997". BNDES, Nota Técnica, nº 16, 1997.
- : "Estrangeiros em uma Economia Aberta: Impactos Recentes Sobre Produtividade, Concentração e Comércio Exterior. Texto para Discussão, nº67, BNDES/DEPEC, março 1999.
- Oliveira, Maria H.. "Cerveja: um Mercado em Expansão". BNDES Setorial, nº 4, 1996.
- Pondé, João L.. "Coordenação, Custos de Transação e Inovações Institucionais". Texto para Discussão, n 38, IE-UNICAMP, julho 1994.
- Penrose, Edith T.. "Foreign Direct Investment and the Growth of the Firm". The Economic Journal, vol 66, 1956.
- . The Theory of the Growth of the Firm. Oxford Basil Blackwell, 1968.
- Pereira, Thiago R. e Carvalho, Alexandre I.. "Abertura Comercial, Mark Ups Setoriais Domésticos e Rentabilidade Relativa das Exportações". Texto para Discussão, nº 571, IPEA, 1998.
- Pereira, Thiago R.. "Endividamento Externo e o Ajuste Financeiro-Patrimonial da Grande Empresa Industrial nos Anos 90- Impactos da Reinserção aos Mercados Financeiros Internacionais, da Abertura Comercial e da Estabilização Sobre Seus Esquemas de Financiamento". Dissertação de Mestrado, UNICAMP-IE, 1999.

- Peres Miguel, Fábio L.. "As Estratégias Recentes das Multinacionais do Setor de Laticínios". Revista Trevisan, nº 121, março, 1998.
- Pochmann, Marcio. "Desigualdade dos Rendimentos: o que há de novo?". UNICAMP-CESIT, 1997.
- Possas, Mário L.. Estruturas de Mercado em Oligopólio. 2ª Edição. Editora Hucitec, 1990.
- Posthuma, Anne C.. "Competitividade da Indústria de Autopeças". Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. Nota Técnica Setorial, UNICAMP/UFRJ/FDC/FUNCEX, 1993.
- Prates, Daniela. "Investimentos de Portfólio no Mercado Financeiro Doméstico". Abertura Externa e Sistema Financeiro. IPEA/FUNDAP, Relatório Final, 1998.
- Rocha, Sônia. "Renda e Pobreza: os Impactos do Plano Real". Texto para Discussão, nº 439, IPEA, 1996.
- Rugman, Alan M.. "Internalization as a General Theory of Foreign Direct Investment: A Re-Appraisal of the Literature". Weltwirtschaftliches Archiv, vol 116, Heft 2, 1980.
- Santos, Angela M. e Costa, Cláudia S.. "Autopeças: Um Setor em Transformação". BNDES Setorial, nº 3, 1996.
- Sartori, Armando; Rodrigues, Lia I. et. al.. Agricultura e Modernidade: A Crise Brasileira Vista do Campo; 1ª Edição. Edição dos Autores, 1998.
- Simonsen, Mario H. e Cysne, Rubens P.. Macroeconomia. 2ª Edição. Editora Atlas, 1995.
- Suzigan, Wilson e Villela, Aníbal. Industrial Policy in Brazil. UNICAMP-IE, 1997.
- Suzigan, Wilson. "A Indústria Brasileira Após uma Década de Estagnação: Questões para a Política Industrial". Economia e Sociedade, nº1, agosto 1992.
- UNCTAD. "World Investment Report". United Nations, 1996.
- Vernon, Raymond. Soberania Ameaçada: A Expansão Multinacional das Empresas Americanas. Pioneira Editora, 1971.
-: "International Investment and International Trade in the Product Cycle". Quarterly Journal of Economics, vol 80, maio 1966.
- "Transnational Corporations: Where Are They Coming From, Where Are They Headed?". Transnational Corporations, vol 1, nº2, 1992.

- "The Product Cycle Hypothesis in a New International Enviroment". Oxford Bulletin of Economics and Statistics, vol 41, nº 1, 1979.
- Wilkinson, John : "Competitividade do Complexo Agroindustrial". Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira, UNICAMP/UFRJ/FDC/FUNCEX, 1993.
- World Bank. "Foreign Investment Policies in Brazil". Latin America and Caribbean Region, Report 8169-BR, 1991.