

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 622

Empresas Estrangeiras e Fusões e Aquisições: Os Casos dos Ramos de Autopeças e de Alimentação/Bebidas em Meados dos Anos 90

Rute Imanishi Rodrigues

Brasília, janeiro de 1999

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 622

Empresas Estrangeiras e Fusões e Aquisições: Os Casos dos Ramos de Autopeças e de Alimentação/Bebidas em Meados dos Anos 90*

*Rute Imanishi Rodrigues***

Brasília, janeiro de 1999

* *O trabalho contou com comentários de Wilson Suzigan, Afonso Bevilaqua e Marcelo Paiva Abreu, consultores da DIPPP. A pesquisa tornou-se viável pela gentileza de Luis Saicali e Marcio Lutterbach, que cederam a base de dados sobre F&A, e Marco Aurélio e Rubens, do Centro de Informações da Gazeta Mercantil. Também colaboraram com comentários e material para a pesquisa João Alberto De Negri, Thiago R. Pereira, José Celso Cardoso Jr., Luciana Acioly, Adriana P. Áurea, e toda a equipe de técnicos e estagiários da DIPPP. A todos eles nossos agradecimentos e isenção das opiniões e possíveis erros aqui impressos.*

** *Técnica da DIPPP/IPEA.*

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA
Secretaria de Estado de Planejamento e Avaliação
Secretário de Estado: Edward Amadeo



Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Presidente

Roberto Borges Martins

DIRETORIA

Claudio Monteiro Considera

Gustavo Maia Gomes

Hubimaier Cantuária Santiago

Luís Fernando Tironi

Mariano de Matos Macedo

Murilo Lôbo

TEXTO PARA DISCUSSÃO tem o objetivo de divulgar resultados de estudos desenvolvidos direta ou indiretamente pelo IPEA, bem como trabalhos considerados de relevância para disseminação pelo Instituto, para informar profissionais especializados e colher sugestões.

Tiragem: 105 exemplares

COORDENAÇÃO DO EDITORIAL

Brasília — DF:

SBS Q. 1, Bl. J, Ed. BNDES, 10^o andar

CEP 70076-900

Fone: (061) 315 5374 — Fax: (061) 315 5314

E-mail: editbsb@ipea.gov.br

SERVIÇO EDITORIAL

Rio de Janeiro — RJ:

Av. Presidente Antonio Carlos, 51, 14^o andar

CEP 20020-010

Fone: (021) 212 1140 — Fax: (021) 220 5533

E-mail: editrj@ipea.gov.br

SUMÁRIO

SINOPSE

1	INTRODUÇÃO	5
2	AUTOPEÇAS	8
3	ALIMENTOS E BEBIDAS	20
4	SUMÁRIO COMPARATIVO DAS CONCLUSÕES DOS ESTUDOS DE CASO	35
5	NOTA METODOLÓGICA	37
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	39

SINOPSE

Esse trabalho aborda os determinantes setoriais que atuaram para a intensificação, em meados da década atual, da participação de empresas estrangeiras nas transações de fusão e/ou aquisição de empresas em dois ramos de atividade da indústria de transformação: autopeças e alimentos/bebidas. São apresentados também os resultados de análise, para uma amostra de empresas, que buscou apreender impactos das transações de F&A sobre fluxos comerciais, expansão da capacidade de produção e correspondência com ingressos de investimento direto estrangeiro.

1 INTRODUÇÃO

A partir de meados da década de 90, os ingressos líquidos de investimento direto estrangeiro (IDE) na economia brasileira passaram a financiar parcela importante do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. O saldo da conta *investimentos* do BP, que fôra superavitário desde 1992 graças a ingressos de *port-folio*,¹ passa a ser resultado principalmente de influxos de investimentos diretos, a partir de 1995. Parte desses ingressos se deu na forma de fusões, aquisições (F&A) e associações entre empresas, como leva a crer o crescimento paralelo desse tipo de operação, tendo como investidoras empresas estrangeiras.

Com efeito, os ingressos líquidos de IDE passaram de US\$ 397 milhões, em 1993, para US\$ 1,9 bilhão, em 1994, chegando a atingir US\$ 9,4 bilhões, em 1996, e US\$ 17 bilhões, em 1997. A proporção das transações de F&A no total de ingressos de investimentos diretos é estimada, usualmente, com base em pesquisas de consultorias financeiras, já que as estatísticas oficiais (na maioria dos países) não distinguem esse tipo de investimento acionário de aportes de capital entre matriz—subsidiária e investimentos *greenfield*. Estimativas do *World Investment Report*, elaboradas a partir de informações da KPMG, indicam um volume de transações de F&A internacionais, com o Brasil na ponta *vendedora*, da ordem de US\$ 1,3 bilhão em 1994, US\$ 2,1 bilhões em 1995, e US\$ 4 bilhões em 1996.²

A forte correlação entre investimentos diretos estrangeiros e transações de fusões e aquisições (F&A) internacionais não é, entretanto, singularidade do caso brasileiro. Esse processo é observado a partir de meados dos anos 80, quando as F&A internacionais³ representaram boa parte dos fluxos cruzados de investimentos diretos entre Estados Unidos, União Européia e Japão. No caso da América Latina, que tem participação crescente nos fluxos globais de IDE no início dos anos 90, os ingressos estiveram vinculados, naquele momento, a programas de privatização, sobretudo no caso da Argentina. As transações de fusão e/ou aquisição e *joint ventures* internacionais também estiveram relacionadas aos fluxos de IDE com destino às economias asiáticas, a partir de meados da década de 90.

¹ Aplicações em bolsas de valores e mercado de capitais regulamentadas pelo Anexo IV à Resolução nº 1289 do Bacen.

² Estimativa da Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização (SOBEET).

³ Ver UNCTAD (1996).

As transações de F&A são importante canal de reestruturação e/ou crescimento das grandes corporações. Os grupos econômicos ora se desfazem de ativos não rentáveis, ou fora do *core business*, ora adquirem empresas com vistas à diversificação, sobreposição da concorrência ou verticalização, assim como motivações fundamentalmente tecnológicas. Embora dependam das estratégias das corporações, as F&A são, em boa medida, conduzidas por dinâmicas setoriais específicas que levam à concentração de capital e/ou a novos arranjos empresariais. Ou seja, obedecem a lógicas ditadas pelas respectivas estruturas de mercado e suas tendências tecnológicas. Nas transações internacionais devem ser consideradas também as estratégias de integração em redes globais de comércio, a localização de plantas em determinados blocos comerciais, assim como o aproveitamento de dinâmicas distintas de crescimento e rentabilidade.

No caso brasileiro, as operações de *takeover*, aquisições minoritárias, e *joint ventures*, tendo na ponta investidora grupos estrangeiros, intensificam-se no período de 1994 a 1997. Há que se considerar, portanto, o contexto macroeconômico inaugurado com o Plano Real e sua influência sobre as decisões das empresas estrangeiras de investir em F&A no Brasil. As tendências da reestruturação produtiva são visíveis desde a virada da década, marcada por forte mudança nos parâmetros que balizam as condições de concorrência no mercado doméstico, e se acentuam com a vigência do programa de estabilização monetária. A repercussão da crise financeira asiática, deflagrada no segundo semestre de 1997, sobre os rumos do programa ainda não têm contornos definidos, mas provocou a elevação imediata da taxa de juros interna, com impactos negativos sobre o crescimento projetado do PIB.

A reinserção do país ao circuito financeiro internacional, que se expressa em forte superávit na conta de capital a partir de 1992, pode ser vista como pré-requisito para o retorno dos influxos de capitais de risco de longo prazo à economia brasileira. O saldo comercial, até então sustentado, em última instância, por políticas de contenção da demanda interna, deixa de ser imprescindível para a solvência externa da economia. Os investidores estrangeiros podem então vislumbrar um horizonte de crescimento que não comprometa a realização de lucros no exterior. Mas, a despeito da forte mudança estrutural com a abertura comercial e financeira, programa de privatização e desregulamentações setoriais, o início da década foi marcado por recessão econômica e permanência do processo de alta inflação. O Plano Real inaugurou um período de estabilização de preços, em boa medida sustentado pela relação câmbio-juros, que coloca em movimento a estrutura produtiva herdada dos anos 80, só que em um ambiente livre do aparato institucional protecionista e com acesso a financiamento externo e maior propensão a importar. Houve, também, a intensificação dos movimentos de reestruturação produtiva que já se manifestavam na fase de descenso do ciclo econômico.

Nesse contexto, as estruturas de mercado são *instabilizadas* por todos os ângulos: tamanho do mercado, estruturas de custo e canais de financiamento, além de aparato regulatório em franca mutação. A rápida recuperação da demanda, que aconteceu com o *efeito/renda* produzido pela estabilização monetária e restabelecimento de mecanismos de crédito ao consumidor, alterou as dimensões do mercado para bens de consumo, sobretudo duráveis. A abertura do coeficiente de importação da economia, que resultou da combinação de redução tarifária e apreciação cambial, modificou as estruturas de custo das empresas por pressão concorrencial, ou novas oportunidades para compra de insumos e bens de capital. Note-se que aqui o efeito combinado do aumento da demanda e maior propensão a importar é substancialmente distinto para segmentos produtores de bens finais e para indústrias de bens de capital e insumos.⁴ A reinserção financeira, com a colocação de títulos securitizados no exterior e linhas de financiamento para importações, permitiu que a alavancagem das grandes empresas se desse com custos menores. Finalmente, a continuidade dos programas de reforma do Estado, a partir da venda de ativos públicos e o fim de limitações à participação privada e estrangeira, principalmente na área de infra-estrutura e serviços financeiros, forneceram ainda mais combustível para o processo de reestruturação ainda em curso. Do ponto de vista patrimonial, essas mudanças favoreceram a configuração de novos espaços de atuação para os capitais privado nacional, estatal e estrangeiro. As empresas estrangeiras puderam aproveitar prontamente as oportunidades de F&A com suas próprias potencialidades para se adaptar ao novo quadro, sobretudo no que diz respeito a fluxos comerciais e captações externas.

Os investimentos estrangeiros em fusões e/ou aquisições de empresas ocorridos nesse período devem ser separados entre investimentos *espontâneos* e investimentos diretamente ligados a programas de privatização⁵ (da União e dos estados) e alterações do aparato regulatório restritivo a capitais externos em setores específicos. Nos casos em que a ação deliberada do Estado é determinante fundamental, a análise deve ser centrada na política econômica, enquanto, para os investimentos *espontâneos*, pode ser deslocada para o segundo plano. Outro corte bem-vindo é quanto ao setor da atividade econômica de destino desses fluxos. Os determinantes e os impactos esperados desse tipo de investimento em serviços, infra-estrutura, agropecuária, indústria extrativa e indústria de transformação obviamente obedecem a lógicas distintas.

O objetivo deste trabalho é discutir determinantes e impactos de investimentos estrangeiros *espontâneos* na forma de F&A e *joint ventures*, na indústria de transformação, entre 1994 e 1996, com apoio de estudos de caso para os ramos de au-

⁴ Segundo análise de Laplane e Sarti (1997b).

⁵ A participação de capitais estrangeiros no Programa Nacional de Desestatização só é significativa a partir de 1996.

topeças e de alimentos e bebidas. A escolha dos *casos*, já que não obtivemos informações completas sobre o *valor* das transações, ponderou a classificação dos setores no *ranking* de número de transações ocorridas na indústria de transformação, pela importância das F&A no processo de reestruturação observado nos respectivos setores.⁶ Foram excluídos do rol de escolha os setores sob forte influência de medidas de desregulamentação ou privatização.

Procurou-se construir uma visão dos determinantes setoriais específicos de atratividade para investimentos estrangeiros na forma de F&A e *joint ventures* no período considerado. A análise das transações, ou dos negócios realizados, resultou na formação de uma tipologia dos investidores, de acordo com sua motivação central. Foram reunidas informações sobre impactos diretos na capacidade produtiva e buscou-se aferir a correspondência entre as transações e ingressos de IDE, e a inserção comercial das empresas *alvo* das operações. O escopo da pesquisa, se por um lado limitou a generalização dos resultados, também permitiu contornar dificuldades com a base de dados disponível.

2 AUTOPEÇAS

2.1 Tendências de Organização

Industrial e Fusões/Aquisições no Setor de Autopeças

O processo de reestruturação patrimonial no setor de autopeças, no período de 1994 a 1997, é parte das transformações derivadas da reorientação das estratégias das montadoras de veículos locais para incorporar elementos do modelo de *produção enxuta* e adotar políticas de *fornecimento global*. Por um lado, a acentuada redução tarifária para o setor de autopeças, aliada à tendência de apreciação cambial, conduziram à radicalização de estratégias de *out sourcing* pelas montadoras. O acirramento da concorrência com importados pressionou pela redução das margens praticadas sobre custos, o que somou-se à tendência de fragilização financeira das empresas de autopeças locais, ambiente propício a fusões e aquisições (F&A). Por outro lado, o aquecimento da demanda por veículos e a concorrência interna entre as montadoras, principalmente no segmento *carros populares*, encorajaram o lançamento de novos produtos no mercado. Foram incorporados nas linhas de montagem elementos do modelo de produção enxuta como *fornecimento modular* e sistema *just in time*, com forte apelo para F&A e associações entre empresas.

⁶ Ver nota metodológica ao final deste texto (capítulo 5).

A alteração das políticas de compras das montadoras de veículos locais se manifesta no desempenho do comércio exterior e na inauguração ou reorganização de fábricas com novas formas de relacionamento com as empresas de autopeças.

A evolução do comércio exterior de autopeças, nos anos 90, levou à deterioração do saldo exportador do setor: as exportações cresceram 65,6%, e as importações, 383,3%, no período de 1989 a 1996. O crescimento da utilização de peças e componentes importados, que em 1992 e 1993 deveu-se em boa medida a 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.

TABELA 1
Autopeças: Balança Comercial e Coeficientes de Abertura¹

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações (US\$ milhões)	2 119	2 126	2 047	2 312	2 665	2 985	3 262	3 510
Importações (US\$ milhões)	708	837	843	1 059	1 549	2 072	2 789	3 423
Saldo (US\$ milhões)	1 411	1 289	1 204	1 252	1 115	912	472	87
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%

Fonte: Sindipeças e Moreira e Correa (1997).

Nota:¹ Coeficientes de abertura para o ramo de motores e peças para veículos.

A estratégia de *out sourcing* das montadoras foi coroada com a implantação do regime automotivo, anunciado em junho de 1995, que ampliou o diferencial tarifário entre bens finais e insumos da indústria automobilística. O regime automotivo reestabeleceu a proteção à produção local e impôs cotas de importação de veículos com redução tarifária (diferenciadas para produtores já instalados e *novos*). Isso garantiu 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%, 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.⁷ Esse diferencial tarifário cristaliza-se com a implantação do regime, em dezembro daquele ano, quando são estabelecidos também índices de nacionalização para as empresas filiadas, tratamento diferenciado aos *newcomers* e um cronograma de retorno à convergência tarifária entre bens finais e insumos.⁸ Dados do regime automotivo mostram que as montadoras

⁷ MP nº 1 024, de 13/06/95 e Decreto nº 1 427, de 29/03/95.

⁸ MP nº 1 235, de 14/12/95.

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.

O coeficiente de importação (importação/consumo aparente) de autopeças evoluiu de 6% para 23,8%, entre 1989 e 1996, segundo estimativa de Moreira e Correa (1997), com nove pontos percentuais abertos após 1994, para *motores e peças para veículos*. Ainda segundo estimativas, a variação dos *mark ups* praticados sobre custos teria sido de -33,6% entre 1990 e 1995. A redução das margens praticadas só se teria efetivado a partir de 1994, em um ambiente de estabilização de preços e apreciação cambial, segundo estimativa [Pereira e Ywata, 1998] que decompõe a evolução dos *mark ups* em períodos anuais, para o ramo *outros veículos e peças*. A evolução do emprego setorial parece corroborar essas estimativas. O ajuste racionalizador de mão-de-obra é forte nos primeiros anos da década — período de recessão econômica — e tem novo impulso em 1995, quando os postos de trabalho voltam a ser reduzidos, processo que praticamente cessou com a retomada das vendas em 1993/1994.

TABELA 2
Autopeças: Indicadores de Desempenho do Setor

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Faturamento real (US\$ milhões)	10581	10816	8453	8428	10376	14376	16584	17000
Utilização da capacidade	82,2%	74,3%	73,1%	72,2%	80,2%	82,7%	80,0%	77,0%
Emprego (mil)	309	285	255	231	235	236	214	192
Índice de <i>mark up</i>	1,08	1,21	1,2	1,24	1,27	1,23	1,19	1,16
Rentabilidade do PL médio	-	-	-11%	-7%	-3%	6%	-8%	-

Fonte: Sindipeças; Panorama Setorial da Gazeta Mercantil; Pereira e Ywata (1998).

Para as empresas de autopeças locais, além de perda de *market share*, constata-se a fragilização dos indicadores de rentabilidade financeira nos anos 90. Os índices de rentabilidade agregados para as empresas de autopeças são negativos durante toda a década, com exceção do ano de 1994. O comportamento do índice *rentabilidade do patrimônio líquido médio*, para um conjunto de duzentas empresas apurado pelo Sindipeças, mostra que as empresas do setor saem de um ambiente recessivo, de queda do faturamento e rentabilidade fortemente negativa entre 1991 e 1992, recuperam-se com a retomada das vendas no período seguinte, e mergulham novamente em estrangulamento financeiro em 1995, a despeito de crescimento do faturamento real. Enquanto nos primeiros anos da década a rentabilidade negativa pode ser explicada por contração nas vendas, a partir de 1995 o principal fator é a redução nas margens aplicadas sobre custos, em um momento de crescimento da demanda que exige investimentos em expansão da capacidade instalada.

A adoção de estratégias de *out sourcing*, entretanto, não é privilégio do caso brasileiro. A literatura especializada aponta como uma tendência internacional a adoção de políticas de *global sourcing*, assim como a desverticalização da produção das montadoras com a passagem para o modelo de produção flexível, como formas de reduzir custos para enfrentar a concorrência internacional. As duas tendências conduzem a um rearranjo no setor de autopeças, até então formado por um grande número de pequenas empresas (receita operacional líquida até R\$ 30 milhões) — ainda que com empresas de médio/grande porte entre os fornecedores de primeira linha (receita operacional líquida entre R\$ 100 e R\$ 300 milhões) — que leva à concentração de capital e favorece a internacionalização do setor.

O modelo de produção flexível, no que diz respeito às relações entre montadoras e autopeças, significa maior agregação de valor por parte dos fornecedores finais, que passam a assumir parte da produção antes realizada pelas montadoras. Esse processo acarreta uma transformação nas relações entre as próprias empresas de autopeças, que são encorajadas a fornecer sistemas *semimontados*, ou *subconjuntos* de peças. Elas agregam linhas de produção, muitas vezes manufaturadas por empresas distintas. A adoção de sistemas de fornecimento *just in time* acarreta maior proximidade física dos produtores finais e seus fornecedores, que chegam a se instalar no próprio parque industrial das montadoras, como no caso pioneiro da Toyota.

No Brasil, dois exemplos dessa tendência são o projeto de *consórcio modular* da VW e o *Programa de Mineirização* da Fiat. A fábrica de caminhões e ônibus da VW em Resende (RJ), inaugurada em 1995/1996, é o projeto mais radical de consórcio modular da montadora, para operar com fornecimento modular em sistema *just in time*. Ali as empresas de autopeças estão organizadas em galpões no próprio parque industrial da Volkswagen e são responsáveis pela montagem de conjuntos completos de determinadas partes do veículos, em módulos geralmente compartilhados por mais de uma empresa. Os fornecedores se responsabilizam desde pelo controle dos estoques até o acoplamento das peças nas estruturas do veículo. A linha de montagem do Gol, na fábrica da montadora em Taubaté (SP), também passou a ser feita, a partir de setembro de 1996, no esquema de consórcio modular, com módulos de chassi e suspensão.

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 unidades produtivas nas cidades da região, em um arranjo que viabilizou a implantação de fornecimento JIT e os sistemas *semimontados*. A partir do projeto Palio, modelo lançado em 1996, a montadora intensificou esse processo. O Palio foi um modelo lançado no mercado brasileiro a partir de um projeto elaborado para os mercados brasileiro e argentino (versão Siena), como plataforma de teste para tornar-se um carro mundial a ser produzido também em outras econo-

mias *emergentes*, como Índia, Turquia, Marrocos e África do Sul, até o final do século. Nesse projeto, a Fiat empenhou-se em fechar contratos com fornecedores, inclusive na Europa e nos EUA, para que realizassem investimentos nas cidades da região de Betim. Na linha de montagem do Palio, os fornecedores e os principais revendedores de automóveis estão conectados por rede de informações *on line* com a montadora e viabilizam vendas por encomendas de acordo com as especificações do cliente.

Esses dois elementos da reestruturação industrial liderada pelas montadoras — *out sourcing* e produção flexível — conduziram a um forte processo de fusões/aquisições e associações entre empresas de autopeças. A fragilização financeira, resultado do acirramento da concorrência com importados, tornou o contexto propício à realização de negócios entre as empresas do ramo, que se apoiaram, como motivação central, na introdução de elementos do modelo de produção flexível.

2.2 Análise de Uma Amostra de Empresas A tendência à concentração no setor de autopeças, que se manifesta no número de fusões e/ou aquisições ocorridas, assim como no abandono de mercado por algumas firmas, verifica-se, desde o início da década de 90, marcado por forte contração nas vendas [Posthuma, 1993]. A partir de 1994, entretanto, esse movimento parece se acentuar e, mais claramente, passa a contar com expressiva participação de grupos estrangeiros na ponta investidora.

Entre 1994 e 1997, verifica-se forte aumento de *market share* de empresas estrangeiras, *vis-à-vis* as empresas nacionais, no universo das maiores empresas do setor. Esse fenômeno se dá por transações de fusões e/ou aquisições de empresas. A intensificação da participação de investidores estrangeiros no processo de F&A, contudo, não diz respeito apenas ao caso mais visível de compra de empresas nacionais, em alguns casos líderes e exemplos da forte presença do empresariado local no ramo, por grupos estrangeiros. O processo envolve também empresas domésticas de controle estrangeiro na ponta vendedora, assim como pequenas e médias empresas que predominam numericamente no setor e são em sua maioria de capital nacional. Já as associações têm características distintas das F&A, pois significam a administração compartilhada de um terceiro empreendimento e envolvem, em geral, na ponta receptora, empresas de controle nacional.

TABELA 3
Empresas de Autopeças entre as Quinhentas
Maiores Empresas Privadas do País

Controle Acionário	1990		1994		1997 ¹	
	Vendas	Emprego	Vendas	Emprego	Vendas	Emprego
Brasileiro	47,06%	54,07%	45,35%	50,83%	25,87%	24,95%
Estrangeiro	52,94%	45,93%	54,65%	49,17%	74,13%	75,05%

Fonte: Exame "Melhores e Maiores".

Nota: ¹ Construído a partir do *ranking* de 1996, ajustado pelas trocas de controle ocorridas em 1997.

Segundo levantamento da KPMG *Corporate Finance*⁹ para as transações de F&A, *joint ventures* e alianças entre empresas ocorridas no ramo de autopeças, entre 1994 e 1996, predominam os investimentos de empresas estrangeiras no Brasil, a despeito de haver um bom número de transações de empresas brasileiras na ponta investidora. Esses números mostram que o processo de F&A recente, além da forte participação de grupos estrangeiros, contou com a atuação de algumas empresas brasileiras como investidoras, inclusive em outros países, ainda que em determinado momento essas empresas tenham sido adquiridas por grupos estrangeiros.¹⁰

TABELA 4
Aquisições e *Joint Ventures*

Tipo de Transação	(Em número de transações)						
	1994		1995		1996		Total
	A	JV	A	JV	A	JV	
Entre empresas brasileiras	2	0	3	0	1	2	8
Investimentos brasileiros no exterior	2	2	0	0	0	0	4
Investimentos estrangeiros no Brasil	1	3	5	0	4	4	17
Total	5	5	8	0	5	6	29

Fonte: KPMG *Corporate Finance*; elaboração própria.

Obs.: A = aquisição; JV = *joint venture*.

As dezessete operações de empresas estrangeiras na ponta investidora, que interessam para os objetivos da nossa pesquisa, correspondem a treze investidores externos e dezesseis empresas receptoras. Predominam os já instalados no país, tanto no total de investidores quanto no número de transações realizadas. Os grupos Dana Corp. (EUA) e BTR (RU), ambos instalados, revelam estratégias agressivas de aumento de *market share*, ao efetuar quatro e duas operações, respectivamente.

⁹ Ver nota metodológica (capítulo 5).

¹⁰ Caso da COFAP e do Grupo OSA (Plascar e Plavigor), que aparecem na amostra como compradoras nas transações domésticas.

TABELA 5
Investidores: Países de Origem e Número de Transações

País	Já Instalados		Novos		Total	
	Nº Invest.	Nº Trans.	Nº Invest.	Nº Trans.	Nº Invest.	Nº Trans.
Alemanha	2	2	1	1	3	3
Reino Unido	3	4	0	0	3	4
EUA	2	5	0	0	2	5
México	0	0	2	2	2	2
Japão	1	1	0	0	1	1
Itália	0	0	1	1	1	1
Argentina	0	0	1	1	1	1
Total	8	12	5	5	13	17

Fonte: KPMG e Guia Interinvest.

Entre as dezesseis empresas receptoras, destaca-se a presença de oito empresas de grande porte (receita operacional líquida entre R\$ 100 milhões e R\$ 250 milhões) para os padrões brasileiros, que fazem parte do *ranking* das quinhentas maiores empresas privadas do país, entre elas três empresas de controle estrangeiro. As demais são, em sua maioria, pequenas e médias empresas (receita operacional líquida até R\$ 30 milhões) de controle nacional.

2.2.1 Aquisições As aquisições realizadas compreenderam oito investidores estrangeiros e dez empresas receptoras, sendo nove tomadas de controle e uma aquisição minoritária. Predominam os investidores instalados, que realizam 80% das operações.

As operações revelam 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.

Tipologia das Estratégias

De acordo com o resultado final da aquisição, os investimentos podem ser classificados em três categorias: aqueles que resultaram na agregação de novas linhas de produção às atividades de grupos já instalados; aqueles que resultaram no aumento da participação de investidores em empresas nas quais já detinham participação minoritária e não significam novas atividades do grupo do país; e os que significaram ingresso de novos investidores. A tipologia elaborada foi a seguinte:

1) Investimentos para *modular sourcing*: investidores anunciam aquisições e buscam a complementaridade de linhas de produção para fornecimento em módulos ou subconjuntos de peças. Enquadram-se nessa categoria duas aquisições da Dana Corp (divisão de eixos leves da Braseixos e Indústrias Orlando Stevaux),

as aquisições do grupo BTR (Plascar/Plavigor, e Metalúrgica Carto) e a aquisição da Metal Leve pelo consórcio¹¹ Mahle Gmbh—COFAP—Bradesco (50% das transações, todas de tomada de controle).

2) Investimentos visando reestruturação patrimonial: investidores já detinham participação minoritária na empresa e tomam o controle, ou aumentam participação minoritária. 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) (30% das operações).

3) *Newcomers* com perspectivas de exploração de comércio regional: aquisições de investidores não instalados no país que anunciam maiores exportações para seu país de origem, ou compram empresa de atuação regional. Nessa categoria estão o grupo argentino Impsa, que adquire fábrica da Ford — ex-divisão Autolatina — em Jaboatão (PE), e um mexicano, Rassini, que adquire a C. Fabrini e anuncia maior intercâmbio comercial com o México (20% das operações).

Impactos sobre a Capacidade Produtiva

As fontes pesquisadas indicam que as aquisições não estiveram ligadas diretamente a novos investimentos em capital fixo (essas mesmas fontes indicam claramente expansão da capacidade como resultado das *joint ventures*), ainda que tenham sido adquiridas empresas engajadas em programas de expansão da capacidade. Os investimentos pós-compra, na maioria dos casos, parecem ser a continuidade de projetos em andamento, muitas vezes viabilizados por mecanismos internos de financiamento.

Apenas uma operação foi realizada como parte de uma decisão anterior de inaugurar uma nova unidade produtiva no país: a Standard Products anuncia negociações com a Fiat para a construção de uma fábrica em Varginha (MG), e, posteriormente, adquire a Itatiaia Standard, em São Paulo, na qual participava como minoritário. O grupo Impsa anuncia investimentos em modernização das instalações da ex-fábrica da Ford em Jaboatão—PE, para o qual recorre 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.

A passagem da gestão familiar para a profissional é o caso de apenas uma das cinco grandes empresas adquiridas — a Metal Leve. Esse único caso significou forte racionalização administrativa, com demissão de cerca de 800 funcionários entre julho de 1996 e abril de 1997. Outras três empresas já eram subsidiárias de empresas estrangeiras (Ford, ATH—Albarus e Braseixos), e uma nacional estava há algum tempo sob administração profissional (grupo OSA). Não obtivemos in-

¹¹ Em 1997, a Mahle Gmbh adquiriu o controle acionário da COFAP.

formações sobre o impacto da nova gestão administrativa para pequenas e médias empresas.

Inserção Exportadora

Para analisar a inserção exportadora das empresas adquiridas apuramos o valor total exportado pelas empresas entre 1989 e 1996, fornecido pela SECEX, assim como o saldo comercial no período de janeiro a setembro de 1997.

Os dados revelam que a maioria das empresas adquiridas é exportadora direta de autopeças, embora apenas duas façam parte do *ranking* das quinze maiores exportadoras. Com aquisições de mais algumas grandes exportadoras em 1997 (Freios Varga e COFAP), fortalece-se a visão de que parte das aquisições esteve ligada a estratégias exportadoras por parte dos investidores.

As exportações de autopeças são bastante concentradas em algumas empresas. As 60 maiores são responsáveis por cerca de 90% do total das vendas externas, e as quinze maiores, por 65%, entre elas as montadoras, com cerca de 35% do total exportado. Os 10% restantes são pulverizados: cerca de 100 empresas exportam entre US\$ 1 milhão e US\$ 6,5 milhões, e mais ou menos 300 empresas exportam de US\$ 100 mil a US\$ 1 milhão (dados para 1996).

A metade das empresas adquiridas da amostra situava-se entre as 60 maiores exportadoras diretas de autopeças do país, em 1996. A Metal Leve e a Rockwell Bra-seixos 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 outras cinco empresas exportaram em torno de US\$ 1 milhão em 1996, exceto uma que não registra exportações significativas no período. As dez empresas adquiridas exportaram US\$ 16,7 milhões, em média, em 1996.

Não foi possível avaliar o comportamento das importações das empresas. Só há informações disponíveis para os primeiros nove meses de 1997. O saldo comercial das empresas adquiridas entre janeiro e setembro de 1997 é positivo: US\$ 79,5 milhões.

Investimento Direto Estrangeiro

A maioria das operações significou a compra de participações acionárias de *residentes* (o que inclui capital estrangeiro *indireto*) por *não residentes* (as matrizes no exterior), e devem corresponder a ingresso de IDE ao país. Para algumas transações não foi possível apurar essa correspondência, por terem sido possivelmente efetuadas por subsidiárias de empresas estrangeiras já instaladas, o que configura investimento estrangeiro indireto e não gera necessariamente ingressos de divisas (ver nota metodológica, capítulo 5). Mesmo as aquisições indiretas conferem direitos a remessas de lucros ao exterior, com a distribuição de resultados dentro do grupo.

Ato de Concentração

De acordo com a Lei de Defesa da Concorrência do Brasil fica sob responsabilidade do CADE avaliar as operações de F&A que envolvem investidores externos, desde que signifique o domínio de 20% de um mercado relevante. Ou no caso de uma das empresas envolvidas ter apresentado faturamento bruto anual superior a R\$ 400 milhões no último exercício, para julgar a procedência de atos de concentração.

Boa parte das operações de F&A da amostra enquadra-se nesses limites, ou pelo porte das empresas transnacionais (pelo menos para as que são realizadas diretamente e não via subsidiárias), ou pelo domínio de um mercado relevante (para o qual deve ser apurada a participação individual de cada sócio). O relatório anual do CADE registra cinco casos em investigação no setor de autopeças, até dezembro de 1996. Nossa pesquisa não levantou dados técnicos detalhados sobre a participação dos investidores em mercados relevantes, o que impossibilita qualquer avaliação sobre a ocorrência de atos de concentração.¹²

Desempenho das Empresas Receptoras / Motivação dos Vendedores

As empresas da amostra não parecem ser as mais prejudicadas no que diz respeito à rentabilidade de curto prazo quando comparadas ao conjunto das empresas de autopeças. Observa-se fragilização financeira de todo o setor, a qual se expressa em rentabilidade negativa (ver tabela 2) em todo o período de 1991 a 1995, exceto 1994. Em 1995, o setor de autopeças foi um dos seis setores com rentabilidade agregada negativa (lucro líquido/patrimônio líquido) entre os 21 setores da indústria analisados pelo Balanço Anual da Gazeta Mercantil.

A maioria das empresas adquiridas da amostra (com informações quanto à rentabilidade) apresentou margens de rentabilidade superiores à média do sub-setor de atuação, embora negativas, na maior parte do período de 1991 a 1996. Apenas uma empresa registrou esse índice bem abaixo do sub-setor de atuação, durante o período analisado.

Algumas empresas foram vendidas como parte de um programa de reestruturação do grupo do qual faziam parte, que já vinha se desfazendo de empresas fora de seu *core business*, ou realizava programa de reorganização patrimonial (Ford, Rockwell Braseixos, GKN-Albarus). Há casos em que a empresa foi vendida para um grupo que detinha participação minoritária na empresa. Nos casos da Metal Leve e da C. Fabrini, as famílias proprietárias tomaram a iniciativa de procurar

¹² Um caso bastante divulgado na imprensa foi a compra da Metal Leve. A empresa, adquirida pela Mahle GmbH, da Alemanha, em consórcio com a COFAP (até então, brasileira) e o Bradesco, ocupava parte expressiva do mercado local de pistões e bronzinas, e tinha duas subsidiárias nos EUA. A Mahle, que tornou-se acionista majoritária, também participava do mercado local de pistões e bronzinas, com a sua subsidiária Mahle do Brasil, e também tinha subsidiária nos EUA. Em janeiro de 1997, a empresa alemã foi obrigada a desfazer-se das subsidiárias da Metal Leve nos EUA, que foram compradas pelo grupo inglês T&N, em consequência de processo aberto pelo Federal Trade Commission, relativo à concentração de mercado.

consultores financeiros para atrair novos sócios ou algum tipo de capitalização. Alegaram necessidades de investimentos acima de seus potenciais de alavancagem. No caso do grupo OSA, a empresa já estava sob administração profissional, e realizava aumentos de capital sem que a família proprietária acompanhasse as chamadas. Também apresentava rentabilidade positiva.

2.2.2 Associações As operações de *joint venture* da amostra totalizaram sete transações envolvendo seis investidores externos e seis empresas receptoras. Os investidores instalados realizaram quatro operações, contra três de novos ingressantes. As associações se caracterizaram pela constituição de uma terceira figura jurídica, cujo capital e controle são divididos entre as partes. A participação compartilhada se dá em torno de 40% a 50% do controle acionário.

As associações significaram uma forma de atingir rapidamente novos mercados por parte de grupos estrangeiros, na medida que a maioria se deu com empresas líderes locais e uma maneira de obtenção de tecnologia por parte das empresas receptoras. Entre as seis empresas receptoras, três foram líderes do subsetor de atuação (Freios Varga, Microlite, Randon), no ano de 1995, responsáveis por quatro operações.

As categorias construídas para as *joint ventures* não têm limites rígidos, e são as seguintes:

1) Investimentos visando fornecimento modular em sistema *just in time (JIT)*: a associação resulta na construção de uma unidade produtiva no parque industrial da montadora, ou nos seus arredores, para fornecimento JIT. As associações agregam *especialidades* das empresas envolvidas para fornecimento modular. Encaixam-se nessa categoria as *joint ventures* entre Dayco Europe e Tecalon; Dana Corp. e Freios Varga; e Jost Werke e Randon.

2) Associações tecnológicas: nova empresa significa a especialização de determinada atividade da empresa receptora, que anuncia a *joint venture* como forma de absorção de tecnologia. Encaixam-se nesse conjunto as associações entre Yuasa e Microlite; Dana Corp. e Wiest; e T&N e Freios Varga.

A maioria das associações significou investimentos em capital fixo: cinco das sete operações resultaram na criação de uma nova unidade industrial (4) ou numa nova linha de produção (1). O volume anunciado de inversões nessas unidades situou-se entre R\$ 6 milhões e R\$ 16 milhões. Esses investimentos não parecem ter gerado muitos postos de trabalho: entre sessenta e cem funcionários foi o número declarado de emprego esperado nessas construções. Entre as novas unidades industriais encontram-se: 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).

Quanto à inserção exportadora, embora não haja tempo suficiente para avaliar o desempenho comercial das novas empresas (três foram criadas em 1994 e quatro em 1996), seus primeiros anos de vida foram voltados para o mercado interno. Apenas uma empresa apresentou exportações significativas no período. O saldo comercial, entre janeiro e setembro de 1997, é negativo para o conjunto das empresas oriundas de associações — US\$ 8,4 milhões.

A maioria das associações realizadas significou ingressos de IDE no país. Cinco das sete operações foram integralizadas pela matriz no exterior e uma, pela subsidiária no Brasil.

2.3 Conclusões A pesquisa indica que os investimentos de empresas estrangeiras (EE) em aquisições (que resultam ou não em fusão) e associações no setor de autopeças estiveram vinculados aos projetos de reestruturação industrial das montadoras de veículos locais, em um período de forte aquecimento da demanda interna. Essa reestruturação baseou-se, considerando-se relações com os fornecedores, na adoção de políticas de *out sourcing* e na introdução de elementos do modelo de produção flexível. Essas duas tendências fazem parte das estratégias *globais* das montadoras para enfrentar a concorrência de potenciais e efetivos novos participantes dos mercados.

A retração da demanda e os anúncios de redução das atividades das montadoras, em 1998, devem reduzir os investimentos em expansão da capacidade por parte das EE de autopeças. Por outro lado, como as aquisições estão ligadas a fatores *estruturais*, ainda que o aquecimento do mercado as estimule, a tendência de F&A no setor deve continuar. Mesmo que a maioria das grandes empresas de controle nacional do setor já tenha sido desnacionalizada, resta um grande número de pequenas e médias empresas, sem contar possíveis novos arranjos entre as próprias empresas estrangeiras.

Os principais protagonistas dos investimentos estrangeiros nas autopeças foram EE já instaladas no país que, segundo a literatura especializada, atuaram até o passado recente com *fraca inserção* em suas respectivas redes corporativas. Uma questão a ser colocada: qual é a estratégia das matrizes dessas empresas no que diz respeito à atuação prospectiva dessas subsidiárias dentro da corporação, em especial em relação aos principais mercados importadores? Os ganhos de porte e os novos arranjos produtivos se traduzirão em maior competitividade externa e vão além da integração regional em curso?

O fato de boa parte das empresas adquiridas ser exportadora (inclusive algumas das maiores) e, portanto, contar com uma rede de clientes no exterior viabiliza estratégias exportadoras por parte dos novos controladores. Eles podem incrementar as vendas externas graças às potencialidades das EE quanto ao comércio exterior. Esse desempenho pode ser ainda mais favorável em momentos de con-

tração da demanda interna, como mostram análises recentes [Laplane e Sarti, 1997b]. sobre o comportamento dos coeficientes de abertura das empresas estrangeiras nas distintas fases do ciclo econômico.

O aumento do estoque de capital estrangeiro registrado no setor acarreta maior volume potencial de remessas financeiras ao exterior. Mesmo os casos de compras ou *joint ventures* realizadas por subsidiárias que não tenham gerado registros de IDE garantem direitos à remessas de lucros com a distribuição dos resultados para os acionistas controladores (as subsidiárias diretas).

3 ALIMENTOS E BEBIDAS

3.1 Grupos Estrangeiros e Determinantes de F&A em Ramos Escolhidos das Indústrias de Alimentos e Bebidas

A internacionalização das indústrias de alimentos e bebidas tem dois canais básicos de expansão: o comércio de mercadorias, dominado por *commodities*, e os fluxos de investimento direto estrangeiro. Os investimentos estrangeiros nessas indústrias se dão na forma de fusões e/ou aquisições de empresas para tentar expandir a capacidade de produção/vendas das corporações, e saltar etapas na conquista de novos mercados. A aquisição de ativos intangíveis, como marcas, redes de fornecedores/distribuidores, é fator-chave para o crescimento das empresas nesses setores em que a dinâmica concorrencial é pautada por estratégias mercadológicas, em função da crescente segmentação do consumo. As F&A são, muitas vezes, mais eficazes e preferíveis ao crescimento orgânico das corporações em mercados regionais dominados por marcas consagradas.

As políticas de aquisições internacionais de alguns grupos estrangeiros, líderes em determinados segmentos do mercado local, revelam estratégias de crescimento em mercados emergentes como forma de arrefecer a tendência à estagnação das taxas de crescimento das vendas em suas respectivas economias-sede. Em alguns casos, as aquisições internacionais foram os principais responsáveis pelo crescimento do grupo, em meados dos anos 90, e ocorreram principalmente em economias asiáticas, da África e da América Latina. O grupo Danone (França), por exemplo, só em 1996 adquiriu o controle, ou participação minoritária, em nove empresas localizadas em países como China, Brasil, Argentina e África do Sul. O grupo norte-americano RJR Nabisco, por meio de suas subsidiárias, adquiriu, entre 1994 e 1996, ativos de quinze empresas, também em economias emergentes, além de no Canadá.

TABELA 6
Grupos Estrangeiros: Crescimento Doméstico x Internacional

Grupos/Regiões	Vendas				Receita Operacional			
	1993	1994	1995	1996	1993	1994	1995	1996
Grupo Danone								
Europa	-2,6%	5,4%	-0,2%	1,2%	-11,5%	4,0%	-1,7%	4,0%
Internacional	27,8%	69,4%	44,5%	33,0%	62,2%	115,0%	64,3%	42,0%
Total	-1,0%	9,6%	3,4%	5,7%	-10,8%	5,9%	4,3%	6,6%
Nabisco								
EUA	-	-	5,0%	5,0%	-	-	-6,0%	-52,0%
Internacional	-	-	15,0%	13,0%	-	-	37,0%	-34,0%
Total	-	-	8,0%	7,0%	-	-	2,0%	-47,0%

Fonte: Securities and Exchange Commission (SEC) e *Danone Annual Report*.

Embora o país-sede das corporações continue representando seu principal mercado, suas atividades internacionais tenderam a ganhar peso e, especificamente no caso da Parmalat, a América do Sul disputa com a Itália o primeiro lugar nas vendas do grupo.

TABELA 7
Grupos Estrangeiros: Vendas Líquidas por Área Geográfica

Grupo Danone	1996	Grupo Parmalat	1995	Nabisco	1996
França	41,5%	Itália	47,0%	EUA	71,0%
Europa	41,6%	Europa	10,0%	América Latina	16,2%
América do Norte	5,7%	América do Sul	38,0%	Outros	12,7%
América Latina	5,6%	América do Norte	5,0%		
Ásia e Pacífico	5,0%				
Outros	0,6%				

Fonte: Bolsa de Milão; Securities and Exchange Commission (SEC); *Danone Annual Report*.

No Brasil, a intensa participação de investidores estrangeiros em fusões e/ou aquisições nas indústrias de alimentos e bebidas, em meados dos anos 90, foi motivada pela expansão da demanda interna naquele período, assim como pelo alto potencial de crescimento do mercado, no médio/longo prazo, em comparação à tendência à estagnação das vendas nas economias centrais. As altas taxas de rentabilidade em alguns segmentos também atuaram como fatores de atração de investimentos estrangeiros.

Na economia brasileira a elasticidade-renda da demanda por alimentos, que depende do nível de renda *per capita* e da estrutura de distribuição da renda nacional, é maior que a observada nas economias centrais. Ainda que a alta segmentação da indústria de alimentos defina um perfil bastante heterogêneo de produtos

com distintas elasticidades, a elasticidade-renda da demanda agregada por alimentos deve ser maior em economias como a brasileira, em comparação com economias de alta renda *per capita* e melhor padrão distributivo. Assim, mesmo que a taxa de crescimento da renda seja igual, o crescimento relativo do consumo de alimentos será maior no Brasil do que em economias desenvolvidas. A estrutura altamente concentrada da renda nacional, contudo, faz que a demanda por alimentos seja bastante sensível a mudanças positivas no perfil distributivo, devido ao peso do consumo de alimentos no orçamento da população de baixa renda. O crescimento da renda, acompanhado de aumentos reais de salários, deve, portanto, conduzir a uma significativa elevação da demanda por alimentos.

Estudos recentes [Rocha, 1996; Pochmann, 1997]. discutem as alterações no perfil distributivo da renda nacional a partir de meados da década de 90, quando ocorreram duas alterações fundamentais nos parâmetros que controlam aquela variável: o PIB *per capita* cresceu a uma taxa de 4,4% ao ano entre 1993 e 1996, contra uma redução média anual de 1,6% entre 1990 e 1992. 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, em um ambiente de alta inflação. Mesmo que os efeitos redistributivos dessas tendências sejam controversos, as análises convergem para a constatação de que houve impacto positivo sobre o perfil distributivo, ainda que localizado no ano de 1995, que favoreceu os estratos inferiores de renda, em comparação à tendência observada nos primeiros anos da década. Essa melhora teria sido arrefecida, ou mesmo se esgotado, já em 1996, quando a trajetória regressiva de distribuição da renda volta a se manifestar [Pochmann, *op. cit.*].

A expansão da demanda teve reflexos sobre a produção da indústria de alimentos (que cresce bastante acima da indústria geral), e da de bebidas, que cresceu muito acima da indústria geral em 1995. Observe-se também que houve uma melhora geral 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 foi negativa nos primeiros anos da década. Outro indicador importante da recuperação do setor foi a absorção de mão-de-obra, positiva em 1995, caso singular no conjunto da indústria, na qual a tendência era de redução de emprego.

TABELA 8
Taxa de Variação do Índice de Produção Física

	(Em porcentagem)						
	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.

TABELA 9
Indústria de Alimentos: Indicadores de Desempenho

	(Em porcentagem)						
	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.

A evolução dos indicadores de rentabilidade das empresas está relacionada aos impactos da abertura comercial, em 1990, e ao processo de apreciação cambial após 1994, que abre novas alternativas para a compra de insumos e bens finais. Evidentemente, dada a heterogeneidade dos diversos ramos de atividade que compõem as indústrias de alimentos/bebidas, esses impactos são diferenciados nas distintas cadeias produtivas. Para alguns segmentos da indústria processadora de alimentos há forte crescimento da utilização de insumos importados que, embora já se manifeste desde o início da década, acentua-se a partir de 1994/1995. Quanto à importação de bens finais, verifica-se também tendência de crescimento, principalmente pós-94, o qual, pelo menos para alguns segmentos, não se traduz como forte ampliação do coeficiente de importação. Mais especificamente, ainda que haja acirramento da concorrência no mercado doméstico com as compras externas pelo setor varejista e *testes* de mercado de produtores estrangeiros não instalados no país, estes não chegam a ameaçar os produtores locais. E, mais importante, parte desse crescimento deve-se a importações realizadas por empresas domésticas, principalmente as empresas estrangeiras, como complementação de suas linhas de produtos ofertados internamente.

As cervejarias são exemplo do impacto positivo da abertura/apreciação cambial sobre custos de produção. 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 e 1996, acompanhando os aumentos na produção. Por outro lado, ainda que se observe aumento da importação de cerveja, parte desses negócios foi realizado 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 (quatro cervejarias são 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 e 1995, para o segmento *bebidas* [Moreira e Correa, 1996]. O crescimento das margens teria sido mais intenso a partir de 1994/1995, segundo estimativa que descreve a evolução do índice de *mark up* ano a ano, para o período considerado [Rabelo e Ywata, 1997].

TABELA 10
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
Coeficientes de abertura ¹					
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 patrimônio líquido (cervejarias)	8,9%	16,1%	13,2%	17,1%	15,5%
Índice de <i>mark up</i> ²	1,23	1,22	1,38	1,31	1,32

Fonte: SECEX; Balanço Anual da Gazeta Mercantil; Moreira e Correa (1997); e Rabelo e Ywata (1997).

Notas: ¹ Coeficientes para indústria de bebidas;

² Índice para indústria de bebidas e outros produtos alimentares.

No caso de lácteos observa-se uma dinâmica distinta nos indicadores de rentabilidade de pequenos laticínios e cooperativas de leite, *vis-à-vis* as grandes empresas, a maioria estrangeiras, que atuam em segmentos de maior valor agregado, como de iogurtes e requeijão.¹³ 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). Desde então, em função de sua frágil situa-

¹³ Sobre reestruturação industrial na cadeia de lácteos, ver De Negri (1996) e De Negri, *in* Gasques (1998).

ção patrimonial e financeira, tornaram-se alvo de aquisições verticais por parte de grupos estrangeiros que buscavam expandir suas posições na captação de leite. As empresas líderes, então, fortaleceram suas estratégias de segmentação em produtos de maior valor agregado. Essa estratégia teve 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 como insumo da indústria processadora, observa-se uma explosão das compras externas pós-94. Enquanto os pequenos produtores de leite tiveram de competir com importações de leite em pó, as grandes 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* praticados.

TABELA 11
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
Coeficientes de abertura ¹					
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	1,13	1,14	1,14	1,20	1,27

Fonte: SECEX; Balanço Anual da Gazeta Mercantil; Moreira e Correa (1997); Rabelo e Ywata (1997).

Notas: ¹ Coeficientes para resfriamento e preparação do leite e laticínios.

² Índices para a indústria de laticínios.

Assim como no caso de lácteos, na cadeia do trigo observam-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.¹⁴ A desregulamentação e a abertura comercial do início da década levaram à substituição da maior parte da produção local de trigo por importações (as im-

¹⁴ Sobre as mudanças institucionais e reestruturação na cadeia do trigo, ver Frausino (1995).

portações representaram 76% do consumo doméstico em 1996) [Faveret *et alii*, 1997], e conduziram a uma reestruturação patrimonial no segmento de moinhos, com a incorporação de pequenos moinhos por grandes empresas já estabelecidas no ramo. A atuação das empresas líderes em mercados de bens finais seguiu a tônica da segmentação e sofisticação dos produtos, com um grande número de lançamentos, principalmente novas variedades de biscoitos. No segmento de biscoitos, a atuação dessas empresas — especialmente as EE que são também líderes em derivados do leite, nas aquisições/incorporações — voltou-se para a aquisição de marcas consagradas em mercados regionais. Para as empresas produtoras de massas e biscoitos, a importação de trigo, sobretudo de uma variedade de qualidade superior (trigo duro) proveniente da Argentina, que não é produzida localmente, também teve o efeito de reduzir os custos. As importações de bens finais também deram um salto a partir de 1995, o que revela maior concorrência com produtos importados pelo setor varejista ou novos entrantes, e importações das próprias empresas locais.

TABELA 12
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%

Fonte: SECEX; Balanço Anual da Gazeta Mercantil.

A análise desses três segmentos das indústrias de alimentos/bebidas indica que, do ponto de vista dos investidores externos, o atrativo do mercado brasileiro no período examinado foram as altas taxas de crescimento do consumo, sobretudo em 1995, e as taxas de rentabilidade observadas em determinados ramos. Como estratégia de longo prazo, o perfil regressivo de distribuição da renda nacional garante que qualquer crescimento positivo da renda acompanhado de desconcentração dos rendimentos levará a ganhos expressivos na demanda de alimentos. Apresenta-se, assim, como uma tendência estrutural, ditada pelos padrões de consumo de alimentos que formatam a atuação das empresas internacionais, a segmentação do mercado, ou a construção de micromercados, que fortalecem o elo mercadológico na dinâmica concorrencial, fazendo com que o crescimento das empresas esteja ligado a aquisição de marcas, pela via da aquisição de ativos.

3.2 Análise de uma Amostra de Empresas

As empresas dos ramos de alimentos e bebidas lideram, em número de transações, o levantamento da KPMG Corporate Finance¹⁵ para operações de fusões e/ou aquisições, *joint ventures* e alianças estratégicas entre empresas realizadas no Brasil, no período de 1992 a 1996. O levantamento registra noventa transações nesses setores, sendo mais de 80% de aquisições (que resultam ou não em fusão).

Segundo o tipo de investidor, verifica-se forte intensificação da participação de investidores estrangeiros no período de 1994 a 1996 (média de 11,3 transações/ano), quando comparada ao período anterior (média de duas transações/ano), apesar de, no cômputo geral, as transações entre empresas nacionais superarem os investimentos de empresas estrangeiras no Brasil.

TABELA 13
Alimentos e Bebidas: Aquisições, *Joint Ventures* e Alianças

Tipo de Transação	(Em número de transações)					
	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.

O grande número de operações de aquisição nesses ramos revela estratégias de crescimento, com a incorporação de ativos para empresas nacionais e estrangeiras no período considerado. De acordo com os ramos de atividade nos quais concentram-se as transações, entre 1994 e 96, observam-se áreas distintas de crescimento para empresas nacionais e estrangeiras.

As operações entre empresas nacionais apresentam concentração visível apenas em *frigoríficos*, enquanto os investimentos estrangeiros concentram-se em *laticínios* e em derivados do trigo, como *massas e pães e doces, balas e biscoitos*, que compreendem mais de 50% das empresas *receptoras* ou *vendedoras* de participação acionária.

Entre 1994 e 1996, há significativo aumento da participação das empresas estrangeiras nas vendas das maiores empresas do ramo de alimentos, embora a participação das empresas de controle nacional ainda seja predominante.¹⁶ Um fato a

¹⁵ Ver nota metodológica (capítulo 5).

¹⁶ As empresas estrangeiras passam a representar 39,2% do total das vendas das maiores empre-

ser considerado é que as empresas nacionais de grande porte (vendas acima de US\$ 1 bilhão em 1996) estão concentradas nos ramos açúcar e álcool, frigoríficos e processamento de grãos. As maiores empresas estrangeiras atuam na cadeia de lácteos. Em 1996, 42 empresas nacionais respondiam por US\$ 18,7 bilhões em vendas, enquanto apenas 12 empresas estrangeiras venderam US\$ 12,12 bilhões.

3.2.1 Investimentos Estrangeiros: Tipologia das Estratégias e Impactos Esperados Para as transações realizadas por investidores estrangeiros no Brasil, entre 1994 e 1996, registram-se 34 transações, que correspondem a 25 aquisições, três *joint ventures* e seis alianças estratégicas. As aquisições compreenderam dezessete tomadas de controle e seis aquisições minoritárias. Duas das três *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 dois contratos de representação comercial de marcas importadas, e três alianças para projetos específicos de tecnologias de processos industriais.

Os investidores instalados foram responsáveis pela maioria das transações, com destaque para quatro grupos estrangeiros (Parmalat, Nabisco, Danone e Bunge y Born), que juntos realizaram 12 das 34 operações e foram também os únicos a efetuar mais de uma transação.

Entre os investidores novos destaca-se a presença de duas instituições financeiras — Goldman Sachs e Baysade Ventures — que adquirem participações minoritárias em empresas de capital aberto, ou em vias de abertura, e se enquadram na categoria *investidores financeiros*.

TABELA 14
Investidores: País de Origem e Número de Transações¹

País	Novos		Já Instalados		Total	
	Investidores	Transações	Investidores	Transações	Investidores	Transações
EUA	4	4	5	8	9	12
Argentina	2	2	1	3	3	5
Itália	0	0	2	5	2	5
França	0	0	2	3	2	3
Chile	1	1	0	0	1	1
Holanda	1	1	0	0	1	1
Irã	1	1	0	0	1	1
Total	9	9	10	19	19	28

Fontes: KPMG Corporate Finance e Guia Interinvest.

Nota: ¹ Excluídas alianças.

sas do ramo de alimentos, contra 30,3% em 1993 (Revista Exame). No ramo de bebidas não há variação da composição acionária expressiva entre 1990 e 1996.

TABELA 15
Investimentos Estrangeiros: 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.

As operações envolveram trinta empresas receptoras, a maioria pequenas e médias (receita operacional líquida até R\$ 200 milhões) e de controle nacional, embora encontrem-se também algumas operações com grandes empresas (receita operacional líquida acima de R\$ 200 milhões) e grupos estrangeiros entre os receptores. Apenas cinco empresas receptoras faziam parte do universo das quinhentas maiores empresas privadas do país, em 1996. Segundo o ramo de atividade, as empresas receptoras concentram-se em laticínios, biscoitos e massas e pães.

Tipologia das Estratégias

Elaboramos uma tipologia das estratégias das empresas investidoras, a qual resultou em cinco grupos de investidores:¹⁷ aqueles que realizaram aquisições de empresas em mais de uma cadeia produtiva, confirmando *estratégias diversificadoras*; aqueles que adquiriram empresas dentro da mesma cadeia produtiva, como *estratégias verticais*; as instituições financeiras que realizaram aquisições minoritárias, como *estratégias financeiras*; os investimentos de *newcomers* proveni-

¹⁷ Algumas transações não foram classificadas: cinco alianças estratégicas (uma com a Vigor, para representação comercial no MERCOSUL da marca Bonlac; e três da Brahma, para tecnologia de processos industriais), uma *joint venture* (da Usina Santa Elisa, para construção de uma usina de açúcar) e quatro aquisições (Phillip Morris-Lacta, Gist Brocades-Colombo, Dreyfuss-Anderson Clayton, Findin-Visconti).

entes da Argentina, como *efeito MERCOSUL*; e as aquisições e associações com cervejarias e fábricas de refrigerantes, como *efeito boom de consumo*, em 1995.

1) *Estratégias diversificadoras*: grupos realizam aquisições em mais de um ramo de atividade e fortalecem suas posições em cadeias distintas, e/ou ampliam raio de atuação no mercado doméstico adquirindo empresa fora de seu antigo *core business*. Nessa categoria estão as aquisições de empresas de laticínios, biscoitos e sucos cítricos, realizadas pela Parmalat (Bols, Cilpe, Leite Betânia e King Meat), Nabisco (Avaré, Gumz e Pilar), e Danone (Aymoré e Campineira), que somam nove transações. Duas compras no ramo de massas (Adria e Frescarini) também foram classificadas nessa categoria, já que os grupos compradores (Quaker Oats e Pillsbury) inauguram posições no mercado de massas (32,3% das transações).

2) *Estratégias verticais*: grupos realizam aquisições a montante ou a jusante na mesma cadeia produtiva. Nessa categoria estão as aquisições do grupo Bunge y Born (Santista Alimentos) no processamento de grãos (Covebrás e Moinho Ideal) e em massas e pães (Pullman Alimentos), além de uma aquisição da Cargill (Moinho São Valentim) [8,8% das transações].

3) *Efeito boom de consumo*: investidores procuram usufruir de forte posição de mercado e redes e de distribuição das empresas receptoras para introduzir suas marcas, ou franquia de marca, em momento de grande expansão do consumo interno. Aqui estão a Anheuser—Busch, que adquire participação minoritária na Cervejaria Antarctica, que passa a produzir e distribuir, no Brasil, a cerveja Budweiser por suas plantas e redes de distribuição; e a aliança da Brahma com a Carlsberg (que não envolve participação acionária) para produção e distribuição da cerveja dinamarquesa no Brasil, assim como a tomada de controle da RJ Refrescos pela chilena Emboteladora Andina (11,7% das transações). Além da participação acionária na Antarctica, a Anheuser—Bush realiza uma *joint venture* com a empresa, com a criação da Budweiser Brasil).

4) *Estratégias financeiras*: investidores são instituições financeiras que adquirem participação minoritária em empresas de capital aberto, ou em vias de abertura. A aquisição significa capitalização da empresa (aumento de capital) e exhibe ao investidor um horizonte curto de realização. Trata-se de um ativo líquido. Nessa categoria estão os investimentos da Goldman Sachs e da Baysade Ventures na Arisco e na Cacique Café Solúvel, respectivamente, e de uma instituição financeira, a Westhem, na CTM Citrus (8,8% das transações).

5) *Efeito Mercosul*: investimentos de grandes grupos argentinos no grande mercado consumidor brasileiro. Os argentinos aproveitam vantagens competitivas para importação de insumos agropecuários (trigo e lácteos) do país-sede; e o grande mercado consumidor brasileiro. Foram classificadas aqui as aquisições realizadas pelos grupos Socma/Canale (que inclusive adquiriram várias empresas

fora do setor alimentos/bebidas) e Mastellone (marca La Sereníssima, que já vinha exportando para o Brasil), das empresas Basilar (massas) e Leitesol (laticínios), respectivamente (5,8% das transações).

Expansão da Capacidade Produtiva

A pesquisa não encontrou anúncios de investimentos em expansão da capacidade como resultado direto da maioria das transações analisadas. O que é comum são anúncios de reorganização da produção, da logística de distribuição, de incorporação de novas linhas de produtos/marcas. Trata-se de incorporar a nova empresa ao grupo e à sua lógica de atuação, o que pode demandar processos de reengenharia para reduzir custos, investimentos em capital fixo e capacitação tecnológica.

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 *anunciam* planos de expansão da capacidade produtiva: o grupo Danone, que adquire a Aymoré (biscoitos), inicia a construção de uma fábrica em Contagem (MG), onde prevê investimentos de R\$ 50 milhões; o grupo Embotelladora Andina, que adquire a RJ Refrescos, anuncia investimentos da ordem de R\$ 70 milhões para reconstrução do parque industrial em Jacarepaguá (RJ), introdução de novas linhas de produção e compra de cem caminhões. Para a única *joint venture* que obtivemos maiores 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, onde o grupo Bali, do Irã, participou com 20%; a Usina Santa Elisa, com 50%; e o BNDES, com 30%, em um investimento de US\$ 30 milhões.

Para duas outras empresas há anúncios de programas de expansão da capacidade um ano após a compra da empresa: a Gist Brocades, que adquire a Colombo (fermento) e anuncia investimentos de US\$ 8 milhões em expansão da capacidade; e a Philip Morris, que adquire a Lacta, e um ano após a compra lança amplo programa de investimentos.

A amostra registra dois casos de aquisição com aumento de capital: Goldman Sachs/Arisco e Anheuser—Bush/Antarctica. A Arisco anuncia o investimento de US\$ 70 milhões da Goldman Sachs como fonte de financiamento do *crescimento* da empresa, a qual, no período da pesquisa, adquire pelo menos duas empresas domésticas. A Goldman Sachs assume a área financeira da empresa, que pretende abrir seu capital, e lança eurobônus da Arisco (US\$ 150 milhões, em maio de 1997, nos EUA).

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, em que a Cia. Antarctica Paulista detém 95% e a Anheuser—Busch, 5%. A

Antarctica, em 1996, tinha em andamento projetos de construção de duas novas unidades: uma fábrica de cerveja em Joinville (SC) e uma fábrica de refrigerantes em Aquiraz (CE).

Investimento Direto Estrangeiro

Não foi possível averiguar uma tendência clara na forma de participação dos investidores externos nas empresas adquiridas, se direta ou indireta. Para as 28 transações que envolveram compra de participação acionária, apuramos informações de fontes *oficiais* (BACEN, CVM, relatórios anuais das empresas) para apenas dez transações. Para esses dez casos, seis foram aquisições diretas pelas matrizes no exterior. Exceto nos casos de compra de empresas de capital estrangeiro direto, estas devem gerar registros de investimento direto estrangeiro. As quatro outras aquisições foram realizadas por subsidiárias instaladas no país. Nos casos de compra de participação acionária por subsidiárias no Brasil, a transação pode ser financiada por fontes internas (lucros retidos, instituições financeiras locais) e por outras fontes externas, como, por exemplo, o lançamento de títulos no exterior. Mesmo nesses casos, a transação mantém um vínculo com os registros de IDE, já que são o canal de saída de recursos financeiros ao exterior na forma de remessas de lucros, dividendos, etc., pela distribuição de resultados para os acionistas controladores (subsidiárias diretas de empresas estrangeiras).

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, para o qual há informações primárias (relatório anual da companhia). O grupo Parmalat inclusive adquire empresas em outros países latino-americanos por intermédio da Parmalat do Brasil, segundo fontes secundárias. Dessa forma, dos grupos *agressivos*, que realizam mais de uma operação na amostra, apenas o grupo Danone adquire participação direta nos empreendimentos.

Desempenho das Empresas Receptoras/Motivação dos Vendedores

Utilizamos aqui como variável de desempenho das empresas receptoras a evolução da rentabilidade do patrimônio líquido (lucro líquido/patrimônio líquido), para checar se existiu tendência de compra de empresas estranguladas financeiramente.

Cabe observar que a tendência geral nos subsetores analisados é de rentabilidade agregada negativa, entre 1991 e 1993, e recuperação entre 1994 e 1996, quando a rentabilidade passa a ser positiva. Para as empresas da amostra com informações sobre rentabilidade (17), a maioria acompanha o desempenho do subsetor de atuação respectivo, com exceção de três empresas de laticínios (Gumz, Avaré, Leitesol), além da Pilar (biscoitos) e da RJ Refrescos (refrigerantes), que apresentam rentabilidade abaixo do subsetor de atuação na maior parte do tempo.

No caso de lácteos, enquanto a mediana do indicador de rentabilidade é negativa em quase todo o período, a média ($\sum LL / \sum PL$) mantém-se positiva. Esse comportamento indica que as numerosas cooperativas de leite e pequenos laticínios foram bastante afetados pela desregulamentação do setor no início da década, enquanto as grandes empresas do setor, a maioria EE, pôde manter níveis altos de retorno, com estratégias diversificadoras em produtos de maior valor agregado [De Negri, 1996]. Portanto, exceto no caso de algumas pequenas empresas do ramo de laticínios e alguns casos pontuais em outros ramos, a perda de rentabilidade, ou o estrangulamento financeiro não explicam as vendas de controle acionário.

Observamos também forte participação de bancos de investimento e consultorias financeiras na intermediação dos negócios na área de alimentos e bebidas. Algumas vezes o banco é o próprio controlador da empresa, como no caso da Brahma/Banco Garantia, ou funciona como o gerenciador financeiro da empresa, como no caso da Arisco/Goldman Sachs. Em várias situações, os antigos controladores tomaram a iniciativa de contratar bancos de investimentos ou consultorias financeiras em busca de alternativas para a alavancagem financeira ou venda da empresa. Observamos também casos de grupos que colocaram suas empresas à venda por estarem fora de seu *core business* (Gessy Lever—Anderson Clayton, Danone—Frescarini).

Inserção Exportadora

Os investidores não estiveram motivados por estratégias exportadoras, a julgar pela inserção comercial das empresas adquiridas, que é praticamente nula, em termos de exportações, para a maioria das empresas. Quanto à evolução das importações, só há informações disponíveis por empresa para o ano de 1997 (dados preliminares).

Apenas as empresas inseridas em setores tradicionalmente exportadores, como café solúvel e sucos cítricos, além das cervejarias Brahma/Antarctica¹⁸ e da Arisco, realizaram exportações expressivas e regulares no período considerado (1992 a 1997).

As demais empresas da amostra (dezesseis com informações sobre comércio exterior), apesar de não apresentarem exportações significativas, revelaram saldos negativos em 1997. A somatória do saldo comercial dessas empresas foi de -US\$ 240 milhões, aproximadamente, ou de -US\$ 15 milhões, em média.

3.3 Conclusões A pesquisa indica que os investimentos de empresas es-

¹⁸ As duas cervejarias, entretanto, apresentam baixo coeficiente exportador, segundo dados da CVM—IAN: Brahma, exportações/receita operacional líquida de 0,53%; e Antarctica, exportações/faturamento líquido de 2,36%.

trangeiras em fusões/aquisições nos ramos de alimentos/bebidas, entre 1994 e 1996, foram motivados pela expansão da demanda interna, no período considerado, assim como seu potencial de crescimento. As empresas estrangeiras buscaram, no Brasil e em outras economias emergentes, uma alternativa para o crescimento das vendas/receitas do grupo que, embora sejam preponderantes em suas respectivas economias-sede, enfrentam baixas taxas de crescimento nesses mercados.

Em cada cadeia produtiva encontramos determinantes específicos para investimentos em F&A, que dizem respeito às alterações no aparato regulatório setorial, grau de concentração de mercados e alternativas para compra de insumos importados, que afetam a forma de ingresso dos investidores e configuram diferentes políticas de aquisições. Nos exemplos abordados, foram criadas oportunidades de aquisições verticais na cadeia de lácteos e na do trigo, com o fim do aparato regulatório que vigorou até 1990 e que, de certa forma, sustentava o antigo arranjo dos respectivos setores. A depender do grau de concentração dos mercados para bens finais, as aquisições horizontais realizadas por grupos estrangeiros instalados no país, assim como o ingresso de novos investidores em associação a empresas locais líderes, garantem a apropriação de extra-lucros, inversamente proporcionais à abertura do coeficiente de importação para esses mesmos bens (desde que as importações sejam realizadas por concorrentes). As aquisições de empresas produtoras de bens finais também foram estimuladas nos casos em que foram abertas novas oportunidades para a importação de insumos, e mais interessantes quanto maior o peso dos insumos importados na composição dos custos totais das empresas.

Quanto aos impactos das F&A sobre a expansão da capacidade produtiva, a pesquisa é pouco conclusiva em razão de sérias lacunas sobre o desempenho posterior das empresas adquiridas. Os resultados encontrados, no entanto, não apontam para investimentos em expansão da capacidade como resultado direto da maioria das aquisições e sim para a incorporação da empresa à lógica de atuação do grupo no país, que pode demandar ações diversas, desde redução de custos e mão-de-obra até investimentos em capital fixo.

As F&A foram criadas majoritariamente para o mercado interno, haja vista a inexpressiva inserção exportadora da maioria das empresas adquiridas. A exceção são as cervejarias (que registram exportações significativas, ainda que baixo coeficiente exportador e saldo final negativo), um conglomerado alimentício, e empresas de ramos tradicionalmente exportadores como sucos cítricos e café solúvel. Há que observar-se que, salvo para o caso das cervejarias, os investimentos em empresas exportadoras foram realizados por instituições financeiras que não controlam a empresa adquirida. Quanto às importações, a evolução das compras externas de insumos importantes para alguns segmentos e a análise das importações

de algumas empresas estrangeiras líderes em determinados ramos, em 1997, indicam um forte peso da utilização de insumos importados por parte das EE. E também importações de bens finais como complementação de suas linhas de produtos.

Não foi possível averiguar tendência clara na forma de ingresso dos investimentos, se por matriz ou subsidiária, e sua correspondência com investimento direto estrangeiro (IDE). Alguns grupos instalados, segundo fontes secundárias, atuaram 100% por meio de suas subsidiárias no país. Para os *newcomers*, as operações devem ter gerado registros de IDE. De qualquer forma, o potencial de remessas financeiras (lucros, dividendos, etc.) ao exterior é maior, como resultado das aquisições indiretas (via subsidiárias) e com a distribuição dos resultados das subsidiárias indiretas para as subsidiárias diretas de grupos estrangeiros.

A perspectiva de contenção da demanda interna dada pelos rumos atuais da política macroeconômica elimina, por hora, o motivo maior dos investimentos estrangeiros em F&A, observado no período recente nesses ramos de atividade, que foi o diferencial de crescimento das vendas, *vis-à-vis* as economias-sede das corporações. No entanto, qualquer política com sucesso no sentido de alguma desconcentração da renda, a exemplo do impacto imediato do programa de estabilização, tenderá a liberar grande potencial de consumo reprimido nos estratos inferiores de renda e pode tornar esses setores novamente atrativos para investimentos estrangeiros.

4 SUMÁRIO COMPARATIVO DAS CONCLUSÕES DOS ESTUDOS DE CASO

A análise comparativa dos resultados dos estudos de caso mostra disparidade entre os determinantes setoriais específicos que levaram à intensificação da participação estrangeira em F&A, nos ramos consultados. Dadas as diferentes características estruturais das indústrias em questão —no que diz respeito tanto à técnica de produção quanto à inserção na estrutura industrial — era de se esperar tal assimetria. O ramo de autopeças, assim como outras indústrias do complexo metal-mecânico, foi bastante afetado pela introdução de novos modelos de organização industrial derivados de tendências à desverticalização da produção dos produtores de bens finais. As autopeças são também refratárias das políticas de compras ditadas pelas montadoras de veículos. A indústria de alimentos, considerada um dos ramos *tradicionais*, tem como carro-chefe da dinâmica concorrencial os investimentos em *marketing* de vendas. A maior parte das empresas alvo de F&A pertence a ramos produtores de alimentos industrializados — bens finais que respondem diretamente às variações na demanda. Assim, a própria dinâmica concorrencial, determinada pelas diferentes estruturas de mercado, explica a motivação das

compras e/ou associações entre empresas: no caso de autopeças, são fortemente motivadas por novos arranjos técnicos da produção, como introdução de *just in time* e produção enxuta; na indústria de alimentos analisados, são materializadas estratégias diversificadoras, ou verticalização da produção, assim como aquisição e/ou associações de marcas e outros ativos intangíveis.

A evolução do comércio exterior dos setores analisados também reflete suas diferenças estruturais e de inserção na dinâmica industrial. Do lado das importações, o aumento das compras externas de autopeças, como parte das estratégias das montadoras de veículos e pela própria configuração institucional do regime automotivo, pressionou fortemente as margens de lucro das empresas domésticas. Revelou-se um aspecto importante do ambiente que propiciou a intensificação das trocas patrimoniais no ramo: no caso de alimentos/bebidas, o aumento das compras externas mostrou-se mais importante como nova alternativa de insumos — *commodities* agropecuárias — do que como aumento da concorrência para bens finais. Isso possibilitou até redução de custos e maior rentabilidade nos ramos de alimentos industrializados. Nas exportações, as aquisições de algumas das grandes exportadoras de autopeças locais por empresas estrangeiras, devido às maiores potencialidades das EE para o comércio exterior, podem alavancar as vendas externas de autopeças. Para a maioria das empresas de alimentos/bebidas alvo de F&A e associações, as vendas externas não são importante fonte de receita e não há indícios de alterações como resultado das trocas de controle.

Um aspecto comum nos dois setores analisados é que os investimentos de empresas estrangeiras em F&A não estiveram vinculados a novos investimentos em capital fixo, a não ser de forma marginal, ou nos casos de associações que geraram a criação de uma terceira empresa. Não se trata de investimentos que acrescentem significativamente capacidade de produção ao setor, apesar de propiciarem maior poder de mercado ao grupo comprador. Verificou-se também que boa parte dos projetos de investimento em andamento e/ou programados contaram com financiamento interno.

Observou-se tendência maior de aquisições *diretas*, pelas matrizes no exterior, de empresas de autopeças, *vis-à-vis* as de empresas dos ramos de alimentos e bebidas. Esse fator corrobora a assertiva de que o ramo de autopeças é mais *globalizado* e deve ter maior peso nas redes das corporações mundiais. A correspondência das transações com ingressos de IDE verifica-se nos casos de compra direta pelas matrizes de participações de *residentes* — o que inclui participações estrangeiras *indiretas* que geram pagamentos locais —, e por aquisições realizadas via subsidiárias, desde que sejam financiadas por aportes de capital de suas matrizes. Em nenhum dos casos essa correspondência é completa. Em primeiro lugar, porque as operações realizadas por subsidiárias não são necessariamente financiadas por aportes de capital de suas matrizes (podem contar com diversas fontes de fi-

nanciamento externo, afora recursos internos próprios e de terceiros), e também porque parte das transações se dá entre grupos estrangeiros e podem ser liquidadas no exterior.

5 NOTA METODOLÓGICA

Como não existem dados oficiais sobre fusões, aquisições e associações entre empresas, as pesquisas nessa área recorrem, como no nosso caso, 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 tem dados homogêneos para todas as transações, até porque trabalham basicamente com informações colhidas da imprensa. Escolhemos trabalhar com dados de uma só consultoria, por entendermos que o esforço de refazer a tabulação dos dados de apurações distintas dificilmente seria recompensado por ganhos significativos no universo de transações cobertas.

Nossa 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, com apoio 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 o nome da empresa *investidora* e seu 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 porcentagem do capital adquirido.

A partir do levantamento da KPMG, elaboramos o *ranking* das transações de empresas estrangeiras no Brasil, excluindo das transações *cross border* aquelas realizadas por empresas domésticas no exterior. Para os ramos de autopeças, alimentos e bebidas (nos dois últimos casos expurgadas as transações envolvendo empresas de serviços), recuperamos todas as transações. Foi preciso reclassificar, para os alimentos e bebidas, algumas transações de subsidiárias de empresas estrangeiras no Brasil, que, na lista da KPMG, apareciam como *domésticas*. Para a nossa tabulação, 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 como *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, no qual pudemos reconstituir, parcialmente, a própria transação, assim como alguns de seus desdobramentos. Foram agregadas ainda informações de fontes como SINDIPEÇAS e ABIA (material cedido e entrevistas), e relatórios das companhias (CVM ou INTERNET). Esse material foi a base para a construção das tipologias das estratégias e das análises sobre impactos das F&A.

As informações quanto à correspondência das aquisições com ingressos de IDE baseiam-se em informações sobre o controle acionário das empresas disponíveis pela CVM, ou órgãos similares no exterior, e certificados de registros de investimentos diretos publicados pelo BACEN. O Banco Central do Brasil, por intermédio do FIRCE, contabiliza, para fins de controle fiscal e remessas financeiras ao exterior, como investimento direto estrangeiro *em moeda* os aportes de capital de empresas estrangeiras em subsidiárias no Brasil (novas ou já instaladas), ou a compra de participação acionária em empresas e os investimentos imobiliários de não residentes. No caso de aquisição de participação acionária, seja em ações já existentes ou novas, o investidor recebe um Certificado de Registro de Capital Estrangeiro, com o qual está apto a remeter recursos ao exterior, de acordo com a legislação vigente. Os Registros de Capital Estrangeiro são a base contábil para as participações *diretas* de não residentes em empresa no país e para a saída de recursos financeiros na forma de remessas de lucros, dividendos, etc. As subsidiárias *indiretas* de EE, no entanto (por meio de distribuição de resultados), também têm como canal de saída de recursos financeiros os registros de capital estrangeiro.

Assim, as aquisições de ativos realizadas por subsidiárias de EE instaladas no país, por se tratarem de operações domésticas, não têm vinculação direta com ingressos de IDE, e podem contar com outras fontes de financiamento interno ou mesmo externo. A aquisição de uma subsidiária direta de empresa estrangeira (que já tem registro de IDE junto ao FIRCE) por outra empresa estrangeira, gera apenas troca de titularidade de ativos no Brasil, na medida em que a transação monetária deve ser realizada no exterior. As aquisições de subsidiárias indiretas de EE, quando implicarem pagamentos no Brasil, devem gerar ingressos de divisas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABIA — Associação Brasileira das Indústrias de Alimentação. *O mercado brasileiro de alimentos industrializados — produção e demanda: situação atual e perspectivas*. Coordenado por Dênis Ribeiro. ABIA/DEPEC, 1994.
- BELIK, Walter. Reestruturação industrial e estratégia dos grupos agro-alimentares no Brasil. *In: Política agrícola e abertura de mercado*. SOBER, 1995.
- BELIK, Walter. Agroindústria e reestruturação industrial no Brasil : elementos para uma avaliação. *Economia*, UFPR, n.18, 1994.
- DE NEGRI, João Alberto. *As empresas multinacionais e a reestruturação industrial nos anos 90*. Um estudo do complexo lácteo brasileiro. UFMG/CEDEPLAR, 1996. Dissertação de mestrado.
- DE NEGRI, João Alberto. *A economia política da proteção no setor automotivo brasileiro*.— Brasília: IPEA/DIPPP, 1997. (Nota Técnica)
- FAVERET FILHO, P. *et al.* Agropecuária e agroindústria. *BNDES Setorial*, 1997. Edição Especial — Balança Comercial Brasileira.
- FRAUSINO, Carlos C. M. *Mudanças institucionais e a indústria do trigo (1987-1993)*. UNICAMP/IE, 1995. Dissertação de mestrado.
- GASQUES, J. Garcia *et al.* *Competitividade de grãos e de cadeias selecionadas do agrobusiness*.— Brasília: IPEA, 1998. (Texto para Discussão, n.538)
- GAZETA MERCANTIL. *Panorama Setorial*. 1997.
- HOLLANDA FILHO; Sérgio Buarque. *Os desafios da indústria automobilística — a crise da modernização*. IPE/USP, 1996.
- LAPLANE, Mariano F. e SARTI, Fernando. *Competition, policy and growth in the brazilian automobile industry*. Gerpisa, 1997a. mimeo
- _____. *Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90*. NEIT/UNICAMP, 1997b.
- MOREIRA, Maurício M. e CORREA, Paulo G. *Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo*. BNDES, 1996. (TD, n.49)
- _____. *Mais uma vez os coeficientes de comércio: os primeiros números para 1997*. BNDES, 1997. (NT, n.16)
- OLIVEIRA, M. Helena. Cerveja: um mercado em expansão. *BNDES Setorial*, n.4, 1996.
- PEREIRA, Thiago R. e YWATA, Alexandre. *Abertura comercial, mark ups setoriais domésticos e rentabilidade relativa das exportações*.— Brasília: IPEA, 1998. (Texto para Discussão, n.571)
-

POCHMANN, Marcio. *Desigualdade dos rendimentos: o que há de novo?* UNICAMP/CESIT, 1997.

POSTHUMA, Anne C. *Competitividade da indústria de autopeças*. ECIB, 1993.

ROCHA, Sônia. *Renda e pobreza: os impactos do Plano Real*.— Rio de Janeiro: IPEA, 1996. (Texto para Discussão, n.439)

SANTOS, Angela M. e COSTA, Cláudia S. *Autopeças: um setor em transformação*. *BNDES Setorial*, n.3; 1996.

SINDIPEÇAS. *Desempenho do setor de autopeças*. 1994, 1995, 1996.

TOMICH, Frederico *et al.* *Projeções da demanda interna de alimentos, 1997 a 2006*.— Brasília: IPEA, 1997. mimeo

UNCTAD. *World Investment Report*. United Nations, 1996.

WILKINSON, John. *Competitividade do complexo agroindustrial*. ECIB, 1993.
