

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 718

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MERCOSUL *

Regis Bonelli **

Rio de Janeiro, abril de 2000

* Versão revista e resumida do Relatório de Pesquisa “Estratégias empresariais no Mercosul: um estudo dos processos de fusões e aquisições, *joint ventures* e privatizações no Cone Sul”, preparado com o auxílio da assistente de pesquisa Adriana de Queiroz para a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), escritório no Brasil, no marco do Compromisso de Cooperação Técnica Cepal/IPEA. O relatório beneficiou-se de discussões com B. Kosacoff, D. Chudnovsky, R. Bouzas e F. Porta e dos comentários de H. Kume. Esta versão beneficiou-se dos comentários e das sugestões de um leitor anônimo do IPEA.

** Pesquisador associado da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do IPEA.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO

Martus Tavares - Ministro

Guilherme Dias - Secretário Executivo



Presidente

Roberto Borges Martins

Diretoria

Eustáquio J. Reis

Gustavo Maia Gomes

Hubimaier Cantuária Santiago

Luís Fernando Tironi

Murilo Lôbo

Ricardo Paes de Barros

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento Orçamento e Gestão, o IPEA fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais e disponibiliza, para a sociedade, elementos necessários ao conhecimento e à solução dos problemas econômicos e sociais dos países. Inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro são formulados a partir de estudos e pesquisas realizados pelas equipes de especialistas do IPEA.

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.

ISSN 1415-4765

SERVIÇO EDITORIAL

Rio de Janeiro – RJ

Av. Presidente Antônio Carlos, 51 – 14º andar – CEP 20020-010

Telefax: (21) 220-5533

E-mail: editrj@ipea.gov.br

Brasília – DF

SBS Q. 1 Bl. J, Ed. BNDES – 10º andar – CEP 70076-900

Telefax: (61) 315-5314

E-mail: editbsb@ipea.gov.br

© IPEA, 2000

É permitida a reprodução deste texto, desde que obrigatoriamente citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são rigorosamente proibidas.

SUMÁRIO

RESUMO

ABSTRACT

1 - INTRODUÇÃO	1
2 - AS F&A E AS TRANSNACIONAIS NO MERCOSUL	4
3 - NOVAS ESTRATÉGIAS EMPRESARIAIS SETORIAIS	6
4 - IDE E F&A NO MERCOSUL: RESUMO DA EVIDÊNCIA E TEORIA — ESTRATÉGIAS	11
4.1 - Introdução: F&A, IDE e Novas Estratégias Empresariais	11
4.2 - IDE na América Latina: Resultados Preliminares para 1999	13
4.3 - Inversões Intra-Mercosul	16
4.4 - Inversões de Empresas Argentinas e Brasileiras no Mercosul	17
4.5 - IDE e Investimentos pelas Subsidiárias das ETNs	20
5 - METODOLOGIA: DIFICULDADES E ASPECTOS BÁSICOS NA CONSTRUÇÃO DA BASE DE INFORMAÇÕES	21
6 - ANÁLISE SETORIAL: RESULTADOS SEGUNDO PAÍSES	24
6.1 - F&A no Brasil: Resultados Anuais	24
6.2 - Distribuição Setorial das F&A: Análise por Países e Setores	26
7 - CONCLUSÕES	32
ANEXO 1	38
ANEXO 2	43
ANEXO 3	46
BIBLIOGRAFIA	49

RESUMO

Há diversas indicações de que os processos de abertura, integração e estabilização na América Latina estiveram entrelaçados com movimentos de fusões e aquisições de empresas, os quais têm, aparentemente, ocorrido em escala apreciável. No entanto, existem pouca evidência e análise empíricas relacionadas à magnitude e direção desses movimentos em âmbito regional. O objetivo do trabalho é, nesse sentido, analisar as formas de ajuste do capital de empresas na área do Mercosul (inclusive dos países membros associados — Chile e Bolívia) por meio da análise de casos de fusões e aquisições (F&A), da formação de *joint ventures* e de outras formas de participação acionária (como as privatizações), sobre a estrutura patrimonial dos diversos setores econômicos. O foco de análise é o estudo dessas operações tendo como objeto de mudança de propriedade, ou empresa adquirida, as firmas já localizadas no âmbito do Mercosul.

O trabalho tem início com a apresentação de um brevíssimo resumo do tema mais geral das F&A em nível mundial, destacando o papel do investimento estrangeiro como componente fundamental dessas transações. A discussão é feita com recurso a informações sobre os fluxos de investimento direto do exterior (IDE) e as F&A no âmbito do Mercosul. Mais adiante discorre-se sobre as dificuldades práticas associadas à montagem de uma base de dados sobre F&A, como a construída para esta pesquisa. Já a seção de resultados discute as principais conclusões extraídas da análise da base de dados. A seção final retoma os principais pontos levantados ao longo do estudo sob a forma de conclusões.

ABSTRACT

The research analyses M&A transactions having as targets firms established in the Mercosur's region (including associated countries Chile and Bolivia). A database containing 648 M&A transactions and covering the years 1992/98 was built for this purpose. The results reveal a marked concentration of cases in the three largest countries — Brazil (329 operations), Argentina (272) and Chile (40) — and in a few sectors.

The banking and financial sector is the most important one as far as the total is concerned, due to the number of operations in Brazil. Chemicals occupy the second position in terms of the number of transactions both in Brazil and in Argentina. Food processing is the third most important sector. If we add beverages, the importance both in Argentina and in the grand total increases substantially (96 operations out of 648). Services occupy the fourth place, followed by the auto and autoparts sector. The next ones are communications, metals and metal products, retail trade, electrical & telecommunications equipment, nonmetallic minerals and paper and pulp.

The totals also reveal that the majority of transactions took place among firms operating in the same country (82% of the total) — that is, only 18% are cross border transactions. However, among the own country M&A, about half are acquisitions by TNC subsidiaries. This allowed the study to identify sector patterns and entrepreneurial strategies.

From the point of view of entrepreneurial strategies, it does not appear that resource seeking strategies were the favored motivation for M&A in the region. However, resource seeking strategies in Argentina characterize sectors such as agribusiness commodities, oil and petrochemicals, besides mining. In Brazil, these investments have increasing importance due to the joint influence of privatization and augmented FDI flows since 1995.

Market seeking strategies predominate during the period analyzed. The size and growth of domestic markets are the main motivation of new investment — whether it is greenfield, resulting from privatization or object of M&A operations. However, market seeking strategies also include components of firm restructuring (which are typical of efficiency seeking strategies) in a context of trade liberalization, as in Argentina and Brazil during the present decade. Clearly, however, in some cases the motivation behind M&A is also asset seeking, besides being market seeking — as suggested by the operations in which the objective is to capture intangible assets detained by the incumbent firm (as in retail trade and banking and financial services).

The cases of efficiency seeking strategies to capture synergies are less common, the main exception being the automotive sector: it is the only industry in Brazil — and one of the few in Argentina — which have a special regime to regulate trade within the region and with the rest of the world.

Asset seeking strategies are concentrated in the privatization operations. Not infrequently, these transactions are the vehicle for FDI inflows in the Mercosur's region in joint ventures with domestic firms.

1 - INTRODUÇÃO

As transações de fusões e aquisições (F&A) têm tido grande importância no mundo todo na década de 90, com destaque para as operações em países emergentes, apresentando saltos espetaculares ano após ano. Na sua origem estão diversos fatores envolvidos na “globalização” da produção e das finanças — fenômeno grandemente estimulado pela extraordinária e crescente liquidez internacional associada à criação e à rápida disseminação de novos instrumentos financeiros —, destacando-se a expansão do progresso técnico em atividades industriais e de serviços e as novas tecnologias de transmissão de informações. No que diz respeito à reforma do Estado, destacam-se a desregulamentação geral de atividades, observada em escala global, e os processos de privatização na Europa e, mais recentemente, na América Latina.

Essa reestruturação patrimonial teve início nos Estados Unidos ainda nos anos 80. Sua vertente européia teria começado pela Grã-Bretanha e mais recentemente se difundido pelo restante do continente. Os países emergentes formam uma frente de atuação mais recente nesse sentido, já nos anos 90, com exceção de alguns países do Sudeste Asiático, que passaram por processos desse tipo ainda nos anos 80. O objetivo desses processos de reestruturação é, como se sabe, tornar as empresas e conglomerados de que participam mais eficientes e competitivos pelas mudanças nas formas e setores de aplicação do capital. Nessa linha de argumentação, dois fatores principais, quase sempre operando simultaneamente, têm sido apontados para explicar a atual onda de F&A: o primeiro é o movimento efetuado por conglomerados com negócios em distintos setores que, por motivos estratégicos, procuram se livrar dos negócios acessórios para concentrar nos principais, ou *core businesses*. O segundo seria a necessidade de obter sinergias pela aquisição de, fusão com ou *joint venture* com, empreendimentos situados no seu setor de atuação principal. Em ambos os casos as F&A podem ocorrer, e frequentemente ocorrem, em operações transfronteiriças (*cross border*). O resultado de qualquer desses movimentos é, claramente, o aumento no poder econômico das empresas e/ou grupos reestruturados nos mercados em que atuam.¹

Além disso, as F&A têm implicações para as políticas de competitividade, de financiamento do investimento, tecnológicas, de regulação da concorrência e de promoção da competição interna e sub-regional, entre outras. Elas também resultam da abertura comercial multilateral, da integração regional, da estabilização e da reforma do Estado que diversos países vêm experimentando. Da mesma forma, a difusão dos programas de contenção de despesas e a racionalização dos métodos produtivos e de perfis organizacionais, buscando

¹ Mas, obviamente, essas são justificativas parciais, que cobrem apenas uma parte dos casos. Elas não explicam, por exemplo, a atuação dos compradores financeiros, ou que não pertencem ao segmento das empresas-alvo. No primeiro caso estão as empresas financeiras em busca de aplicações rentáveis independentemente do setor de aplicação, porque têm fontes de capital mais barato do que outras compradoras potenciais nos mercados específicos em que atuam. Esses compradores agem como meros investidores, sem interesse comercial direto na produção da empresa ou setor, estando mais voltados para a qualidade e o volume dos ativos das empresas compradas e o seu retorno esperado: em suma, porque são bons negócios.

e elevar a produtividade e aprimorar a qualidade dos produtos e a competitividade, também ajudam a explicar o desempenho e a modernização. O aumento na competição, que resultou de todos esses processos, vem tendo conseqüências fundamentais para a conformação de uma nova estrutura industrial em escala mundial.

Do ponto de vista quantitativo, uma pesquisa divulgada em abril de 1999 revelou que no primeiro trimestre desse ano foram realizadas 449 operações de F&A no mundo inteiro. Destas, apenas se dispõe de informação sobre o valor da transação em 302 casos, os quais somaram US\$ 644 bilhões. Desse total, US\$ 171 bilhões foram no setor de telecomunicações, com 37 transações, e US\$ 131 bilhões no setor de mídia,² que aparece em segundo lugar com 33 operações [*Gazeta Mercantil* (6 de abril de 1999, p. C-1)]. A distribuição geográfica das operações mostra grande concentração na América do Norte (209 operações) e Europa (121), seguindo-se a América do Sul (62) e a Ásia (46). Já a África (6) e o Oriente Médio (5) ocuparam os últimos lugares em termos do número de operações.

Na América do Sul, diferentemente da média mundial, a maior parte das transações realizadas no primeiro trimestre de 1999 localizou-se no setor financeiro (13 das 62), com valor de US\$ 1,08 bilhão, seguindo-se o de alimentos e bebidas (10, com valor de US\$ 1,21 bilhão).³ Além disso, a Argentina com 23 transações (possuindo valor total de US\$ 3,4 bilhões) e o Brasil com 15 lideraram em termos do número de operações. Na América do Norte a liderança coube aos Estados Unidos com 181 operações. O Canadá teve apenas 23 (com operações de valor conhecido no total de US\$ 7,7 bilhões). Do ponto de vista das compradoras, destacam-se as empresas dos Estados Unidos: 202 operações com valor conhecido, no total de US\$ 316 bilhões, concentrando-se, principalmente (3/4 de suas operações), na própria América do Norte. *Isso destaca a importância das transações de F&A no próprio país, a exemplo do que encontramos para os países do Mercosul* (ver adiante). O segundo maior país investidor foi a Inglaterra, com 37 operações de investimento, totalizando US\$ 123 bilhões.

Um levantamento executado pelo Banco J. P. Morgan revela que os movimentos de F&A *envolvendo apenas empresas européias* bateram pelo quarto ano consecutivo novo recorde em 1998. Os totais alcançam US\$ 842 bilhões, ou cerca de 58% mais do que em 1997. Desse total, US\$ 241 bilhões foram destinados às F&A fora do continente europeu (um acréscimo de 235% sobre 1997), *dos quais 81% com empresas americanas*. Além disso, apenas no primeiro trimestre de 1999 as F&A já somam US\$ 340 bilhões, “indicando que o explosivo processo de reestruturação empresarial, também na Europa, ainda continua acelerado” [*Gazeta Mercantil* (17 de maio de 1999, p. C-4)].

No que diz respeito à economia brasileira, outro levantamento, dessa vez realizado pela Price Waterhouse Coopers, contabilizou 473 operações de F&A no Brasil no

² Em nossa classificação (ver adiante) trata-se do setor de comunicação.

³ Ver, a propósito, a semelhança com os resultados acumulados para os países do Mercosul no período 1993/98, apresentados mais adiante.

ano de 1998, envolvendo cerca de US\$ 40 bilhões.⁴ A expectativa mencionada nesse levantamento é a de que totais da mesma magnitude ocorram em 1999 — quando, apesar da turbulência associada à mudança do regime cambial brasileiro, ocorreram 61 transações apenas no primeiro bimestre,⁵ contra 77 no mesmo período de 1998, e 56 no primeiro bimestre de 1997.

As empresas brasileiras tornaram-se claramente melhores negócios como alvos para operações de aquisição a partir do começo de 1999, pelos preços mais atraentes em moeda estrangeira. Fenômeno oposto caracterizará, provavelmente, nossos parceiros do Mercosul, especialmente Argentina e Chile, dada a recessão nesses países. É previsível, portanto, que o movimento de F&A seja mais do que proporcionalmente redirecionado para o Brasil a partir do ano em curso. Obviamente, as privatizações ainda por fazer, que são transações de aquisição, constituirão outra fonte de atração de capital.

A consolidação do Mercosul foi, como se sabe, um fator de grande importância para o desempenho de diversos setores. O alargamento do mercado permitido pela integração regional constituiu uma alavanca para a expansão da produção em diversos casos. Há várias indicações de que esses processos estiveram entrelaçados com as fusões e aquisições de empresas, os quais têm, aparentemente, ocorrido em escala apreciável. Mas a análise da magnitude e direção desses movimentos em âmbito regional não é farta.⁶

Assim, a integração regional afetou decisivamente a estrutura industrial e de comércio exterior dos países membros do Mercosul na forma como permitiu e/ou induziu compras inter-regionais de matérias-primas, partes e componentes. A resultante em matéria de comércio intrafirma é, igualmente, pouco conhecida,⁷ assim como os aspectos de criação e desvio de comércio, também ainda relativamente pouco estudados.⁸ Isso também se aplica aos processos de privatização na área do Mercosul, que avançaram decisivamente na presente década.⁹

São esses os pontos que justificam o estudo das tendências estratégicas das empresas na região *a partir das F&A* aí observadas. Nesse sentido, o objetivo deste texto é analisar as formas de ajuste do capital de empresas na área do

⁴ É oportuno lembrar que esse valor não pode ser comparado às cifras da nossa base de dados para o ano passado, pois esta contém apenas as transações que têm como adquirentes empresas situadas no âmbito do Mercosul.

⁵ Note-se, no entanto, que o estudo citado pela *Gazeta Mercantil* registra apenas 15 operações no primeiro *trimestre*, ao passo que a Price Waterhouse Coopers registra um número maior, 61, no primeiro *bimestre*.

⁶ Uma notável exceção é o texto pioneiro da pesquisa do GAP (1999), desenvolvido pelo professor José Carlos da Rocha Miranda, que se ocupa das F&A no Brasil como um todo, e não especificamente no Mercosul.

⁷ Ver, no entanto, os cálculos pioneiros de Baumann (1992).

⁸ Ver, a propósito, as estimativas recentes de Machado (1999).

⁹ A importância das privatizações nesse contexto é que, dada a transferência de propriedade permitida por essas transações, elas são uma operação de aquisição semelhante às demais compras de ativos.

Mercosul (inclusive dos países membros associados — Chile e Bolívia) por meio da análise de casos de fusões e aquisições, formação de *joint ventures* e outras formas de participação acionária (como as permitidas pelas privatizações) na estrutura patrimonial dos diversos setores econômicos, de modo a lançar luz sobre o processo produtivo, sobre o comércio internacional — seja entre os países do Mercosul ou entre estes e o resto do mundo —, sobre o financiamento do investimento e sobre a estrutura industrial e empresarial que se vem formando.¹⁰ O foco de análise é, portanto, o estudo dessas operações tendo como objeto de mudança de propriedade (ou empresa adquirida) as firmas já localizadas no Mercosul.

Isso posto, o restante do trabalho está organizado da seguinte forma: a próxima seção é, como a presente, introdutória. Nela apresenta-se um brevíssimo resumo relacionado ao papel das transnacionais no Mercosul e as F&A. Ela é complementada, na Seção 3, por uma discussão das estratégias empresariais setoriais na região. A Seção 4 trata da inter-relação entre investimento direto estrangeiro (IDE) e F&A no Mercosul com recurso à evidência empírica e às estratégias empresariais. Já a Seção 5 discorre sobre as dificuldades práticas associadas à montagem de uma base de dados sobre F&A, como a construída para esta pesquisa. A Seção 6 apresenta e discute as principais conclusões extraídas da análise da base de dados feita para a pesquisa. A Seção 7 retoma os principais pontos levantados ao longo do estudo e suas conclusões.

O trabalho é complementado por três anexos. No primeiro apresenta-se em breves traços um “ator fundamental” das F&A na região: as chamadas empresas (ou grupos) multilatinas(os), freqüentemente citadas(os) no texto como importantes agentes das mudanças patrimoniais observadas. No segundo anexo menciona-se um fato novo que tem tido e terá influência no desenvolvimento do Mercosul (e, por extensão, sobre o investimento direto, os movimentos de capital e as F&A): a mudança no regime cambial brasileiro no começo de 1999 e algumas de suas implicações. O terceiro complementa a discussão sobre as F&A na região apresentando resumidamente o registro das aquisições representadas pelas privatizações na Argentina e no Brasil.

2 - AS F&A E AS TRANSNACIONAIS NO MERCOSUL

O movimento de internacionalização das economias do Mercosul tem sido acompanhado de uma onda de F&A que é em tudo semelhante à observada em

¹⁰ Foge ao escopo deste estudo a análise de um conjunto de dificuldades que freqüentemente impede que as fusões alcancem os objetivos desejados: aquelas decorrentes dos choques provocados por hábitos, métodos e culturas de trabalho profundamente diferentes entre as empresas objeto da fusão, bem como características da mão-de-obra, que impedem a integração. Como se sabe, essas dificuldades podem chegar, inclusive, a inviabilizar a empresa resultante da fusão e, nos casos extremos, levar à separação. Esse foi, por exemplo, o resultado do caso que envolveu a Monsanto e a American Home, que desfizeram uma fusão de US\$ 35 bilhões em outubro de 1998. Consultores estimam que cerca de 1/3 das fusões fracassa. Ver matéria em *Gazeta Mercantil* (11 de janeiro de 1999, p. C-8).

inúmeros outros países fora da região. O papel do IDE nessas operações é, aparentemente, expressivo. Esse tipo de operação, como se sabe, ocorre em fases ao longo do tempo. As operações são motivadas por estratégias tanto defensivas quanto ofensivas de empresas e grupos econômicos em busca de expansão, captura de sinergias e consolidação de mercados.

Mas os anos 90 têm como característica distintiva o fato de que, ao contrário de décadas anteriores, as F&A constituem o principal objetivo do IDE, em vez de investimento destinado à instalação de filiais e/ou construção de novas plantas.¹¹ A isso deve-se adicionar o fato de que os recentes fluxos de IDE se caracterizam não apenas pelo seu elevado volume, mas também pelas transformações qualitativas que produzem nas estratégias e modos de operação das empresas transnacionais (ETNs). Essas empresas são o principal veículo da crescente e aparentemente irreversível integração e interdependência das economias nacionais, que têm como principal expressão os aumentos do comércio internacional e dos fluxos financeiros e de tecnologia.

A integração regional favorece as inversões realizadas pelas empresas, e em particular pelas ETNs, na sua busca de racionalização das estruturas de produção e comércio pela possibilidade de acesso a mercados ampliados. Além disso, na medida em que as operações das ETNs vão além das relações simples como *outsourcing*, a implementação de estratégias de integração via crescimento do IDE pode beneficiar os países receptores pelas externalidades positivas que é capaz de gerar.

Naturalmente, os processos de F&A no âmbito do Mercosul inscrevem-se no marco mais geral desses movimentos em escala mundial. Além disso, acumulam-se evidências de que o papel dos fluxos de IDE nesses processos tem sido de enorme importância na região. Com isso, as assim chamadas empresas (ou grupos) “multilatinas(os)” também são um dos veículos para o crescimento das F&A.

Uma das explicações para o rápido crescimento das F&A na América Latina é a tendência à maior concentração dos conglomerados em suas linhas centrais de negócios — aliás, uma justificativa freqüente para a ocorrência dessas operações. Note que a regionalização de operações produtivas é um fenômeno relativamente novo na América Latina, com poucos precedentes e no qual as empresas aprendem à medida que nela se aprofundam.¹²

Assim, uma notável mudança de natureza societária também vem marcando as transformações recentes em nossas sociedades, no modelo de novas formas de controle das corporações, como o controle compartilhado, tendo como acionistas, principalmente, investidores institucionais (especialmente os fundos de pensões),

¹¹ Assim é que cerca de 90% do IDE norte-americano em 1997 foram destinados a operações de F&A [ver GAP (1999)].

¹² Algumas das principais tendências, nesse contexto, são: verticalização de processos, centralização de funções-chave, perda de poder dos gerentes nacionais, organização por linha de produtos ou serviços e padronização de procedimentos de negócios e sistemas.

tanto nacionais como estrangeiros. Essas mudanças se seguem às transformações estruturais — abertura, privatização e estabilização — e redefiniram as condições de concorrência entre as empresas pelo aumento da contestabilidade dos mercados. A empresa familiar, em particular, enfrenta fortes pressões pela dificuldade de estabelecer uma reestruturação de capital adequada aos novos tempos, com o aumento do capital de empréstimo e lançamento de ações no mercado, por exemplo, e a separação de propriedade e controle. Novos arranjos societários são uma consequência natural desse processo.

3 - NOVAS ESTRATÉGIAS EMPRESARIAIS SETORIAIS

O exame das estratégias das ETNs nos países latino-americanos é particularmente útil por permitir antecipar tendências estratégicas e de mercado que são características de um segmento tecnologicamente avançado e que tendem a ser seguidas pelas demais empresas mais tarde.¹³ Isso se deve ao caráter pioneiro de diversas iniciativas empresariais das ETNs, derivado, em parte, da tecnologia de ponta que possuem, de informação mais correta e de melhor qualidade e da possibilidade de antecipar as inclinações do mercado — de onde resulta sua capacidade de ampliar o mercado para seus produtos e serviços.

Como se sabe, o tamanho, a dinâmica e o potencial de crescimento do mercado doméstico são os principais fatores de atração do IDE em nossa região.¹⁴ Isso se aplica não somente às empresas privatizadas, onde fica mais evidente, mas também aos investimentos industriais. Pesquisa recente, na qual foram analisadas 27 ETNs radicadas no Brasil, destaca esses aspectos. Observa-se também que as ETNs, principalmente os novos empreendimentos, consideram cada vez mais a Argentina como parte desse mercado interno. A exportação é um determinante de menor importância — entre as 23 opções de possíveis fatores determinantes do investimento apresentadas às ETNs, a exportação situa-se na 12ª posição [Laplane e Sarti (1997a)].¹⁵

Em estudo similar realizado na Argentina com 31 ETNs industriais, o *mercado interno* também aparece como principal fator de atração do investimento [Porta (1997)]. Em Chudnovsky *et alii* (1996), pesquisa semelhante foi realizada com 39 ETNs manufatureiras, em que todas atribuíram a máxima pontuação ao fator “perspectivas do mercado interno” como determinante da sua decisão de investimento.

¹³ Destaca-se também na literatura (ver especialmente os trabalhos de Dunning citados na Bibliografia) uma taxonomia de razões estratégicas que lança luz sobre as motivações das empresas em suas estratégias de expansão: *market seeking*, *efficiency seeking*, *resource seeking* e *asset seeking*. Obviamente, pode haver — e frequentemente há — superposição entre elas. De qualquer forma, trata-se de classificação útil, que será usada em nossa análise mais adiante.

¹⁴ Ver, por exemplo, os argumentos expostos em Chudnovsky e López (1997), Laplane e Sarti (1997a), Porta (1997) e Bonelli (1998).

¹⁵ O papel-chave do mercado interno nas decisões de investimento tanto de firmas nacionais como estrangeiras é enfatizado em outros trabalhos [Ferraz, Kupfer e Haguenaer (1995), Haguenaer, Ferraz e Kupfer (1996)] e pesquisas recentes [CNI/Cepal (1997)].

No entanto, diante de um contexto de abertura comercial, as estratégias de *market seeking* incluem também ações de racionalização, a fim de melhorar internamente a produtividade e a qualidade dos processos e produtos. A busca pela racionalização também se materializa por estratégias de *efficiency seeking*, com as quais se pretende obter economias de escala e especialização dentro da empresa ou grupo — isto é, a realização e aproveitamento de sinergias —, em particular dentro do Mercosul. Tanto no Brasil quanto na Argentina têm predominado, em firmas de médio e grande portes, ações de racionalização das estruturas de produção e comercialização junto com a introdução de novas técnicas de gestão e organização.

As ETNs encontram-se em melhor situação que as nacionais em relação à sua capacidade tecnológica e financeira, à possibilidade de aplicar conhecimento e experiência acumulados em suas filiais com o intuito de racionalizar e modernizar suas estruturas locais, e à facilidade de comércio intrafirma proporcionado pela abertura comercial. Assim, elas têm podido se beneficiar mais do que proporcionalmente da redução das barreiras à circulação de bens e fatores de produção dentro do Mercosul [ver Porta (1997)].¹⁶

Tanto na Argentina quanto no Brasil as estratégias empresariais vêm se redefinindo a partir da abertura comercial, da estabilização e das mudanças nas condições de concorrência provocadas por esses processos. A reação inicial foi a busca pela racionalização de estruturas administrativas e a redução do volume de emprego, além da adoção de novas estratégias de comercialização e distribuição. As grandes firmas privadas — e, em particular, as filiais de ETNs — estiveram em melhores condições de realizar essas ações de racionalização [Kosacoff e Bezchinsky (1993) e Bonvecchi (1995)].¹⁷

A partir de 1994, diversos fatores — perspectivas de crescimento da demanda interna tanto no Brasil quanto na Argentina, consolidação de um cenário de maior abertura comercial, avanços na constituição do Mercosul etc. — induziram uma nova onda de investimentos concentrada em alguns setores — em particular no grupo de bens de consumo duráveis, com ênfase no setor automotivo — e em

¹⁶ Estudo realizado em torno de 500 empresas de diversos setores da indústria brasileira mostra que o processo de ajuste produtivo desenvolvido por essas empresas, a partir dos anos 80 intensificou-se na presente década apresentando grande tendência à terceirização, à reversão da integração vertical e à especialização da produção. Esses ajustes foram viabilizados pelas inovações de automação industrial e, principalmente, pela introdução de novas técnicas de organização utilizadas internacionalmente e amplamente disponíveis a um baixo custo [Haguenauer, Ferraz e Kupfer (1996) e Ferraz, Kupfer e Haguenauer (1995)]. Também o aumento do coeficiente importado apresenta-se como uma das tendências predominantes [Laplane e Sarti (1997b)]. É de se esperar que essas tendências sejam, ao menos quanto à integração vertical, parcialmente alteradas a partir da mudança no regime cambial brasileiro do começo de 1999.

¹⁷ Assim é que um estudo com 200 firmas industriais argentinas de médio e grande portes indica uma superioridade de 30% a 40% na relação vendas/empregado a favor das firmas de propriedade estrangeira em comparação com as de capital nacional. Enquanto muitas das pequenas e médias empresas não conseguiram sobreviver às mudanças nas regras do jogo, um número não desprezível de médias e grandes firmas nacionais foi adquirido por novos investidores, especialmente estrangeiros [Chudnovsky *et alii* (1996)].

firmas específicas em que a busca por competitividade requer investimentos em ativos tangíveis e intangíveis, tanto para aumentar a capacidade instalada como para melhorar tecnologias de fabricação e de comercialização.¹⁸

No entanto, nem todo investimento em racionalização é *efficiency seeking*, no sentido de Dunning (1994a). Segundo Porta (1997), sob condições que forçam a redução dos custos (a partir da abertura comercial, fundamentalmente), as filiais locais podem desenvolver ações de racionalização eficientes que não significam necessariamente intensificação do vínculo com outras filiais da empresa. Os estudos revelam que esse tipo de estratégia também tem importância tanto no Brasil quanto na Argentina.

Nesse último país, as ETNs que operam em setores de bens comercializáveis tendem a adotar uma estratégia de especialização em certos produtos ou linhas de produção e de complementaridade com outras filiais, configurando uma função de produção “aberta” quanto a processos (insumos) e produtos [Porta (1997)]. Esse tipo de estratégia desenvolveu-se claramente no âmbito do Mercosul, tendo gerado uma certa complementaridade produtiva que estimulou o crescimento intra-industrial em escala regional. O alcance desse tipo de estratégia varia segundo setores, e certamente poderá mudar a partir do novo regime cambial brasileiro.

No caso argentino, é possível ainda observar estratégias com componentes de *efficiency seeking* nos setores de *commodities* agroindustriais, alimentos e bebidas, artigos de higiene e limpeza, eletrodomésticos, embalagens e no complexo automotivo. Essas tendências têm, logicamente, uma implementação mais rápida no caso dos novos entrantes, cujos projetos já adotam de início um esquema de especialização e complementaridade entre filiais, do que nas firmas já instaladas. Nessas últimas, inicia-se com a importação — em geral a partir de outra filial da empresa — de bens finais para ampliar a variedade de oferta, testar o mercado ou ainda, quando se tratar de insumos, baratear o custo da produção local: a curto ou a médio prazo podem surgir esquemas de especialização baseados em realocação das atividades. É por isso que, em muitos casos, as correntes comerciais desse tipo têm uma forte dependência dos ciclos de demanda nos respectivos mercados domésticos [Porta (1997)]. Finalmente, note-se que, em boa parte dos casos, as estratégias do tipo *efficiency seeking*, especialmente as que compreendem a busca de sinergias, são implementadas por firmas que continuam tendo como objetivo central o aproveitamento do mercado doméstico, entendendo-se este, frequentemente, em sentido estritamente nacional.

O trabalho de Laplane e Sarti (1997a) sugere um panorama semelhante para o Brasil. Dentre as ETNs analisadas, as que operam no setor de bens de consumo (eletrônica, eletrodomésticos, alimentos e bebidas, higiene e limpeza),

¹⁸ Para a Argentina, ver Porta (1997); e para o Brasil, ver Laplane e Sarti (1997a). Segundo esse último estudo, que confirma a percepção anterior, as ETNs pesquisadas colocam o aumento de escala, junto com a renovação permanente da linha de produção, como a principal prioridade no atual perfil de gestão empresarial, enquanto continuam a busca, já iniciada no início da década, por maiores níveis de especialização.

embalagens, química e cimento, ainda que continuem centralizando suas estratégias na exploração do mercado interno (e, em menor escala, no mercado regional), começaram a priorizar maior especialização e renovação de *mix* de produtos e um aumento da escala de produção diante das mudanças nas condições de concorrência no mercado brasileiro. As pressões por maior especialização aumentaram a partir de 1994 com a sobrevalorização do câmbio e com o diferencial de juros domésticos/internacionais: as ETNs intensificaram o *outsourcing*, aumentaram o coeficiente de importação e reduziram a gama de produtos fabricados no país [Laplane e Sarti (1997a)]. Conforme mencionado antes, com relação à Argentina, tudo isso pode mudar com o novo regime cambial brasileiro.

Significativamente, a única indústria em que parecem consolidar-se estratégias de integração de *efficiency seeking* dentro do Mercosul é a automotiva, sendo o único setor da Argentina, e um dos poucos no Brasil, que ainda conta com um regime especial que regula seu desenvolvimento e, em particular, seu comércio com o resto do mundo. As estratégias das ETNs no setor baseiam-se na especialização da produção, com capacidade de exportação e ampliação da gama oferecida localmente através das importações. As plantas locais se convertem, por meio da produção e exportação das partes, componentes e certos veículos a outras filiais da corporação, em uma estrutura de rede mais integrada de produção e comercialização [Porta (1997)].¹⁹

Na Argentina, embora a reestruturação da indústria automotiva e de autopeças, iniciada no fim dos anos 80, tenha resultado em mudanças nessa direção [Bisang e Kosacoff (1993)], essas tendências foram deliberadamente promovidas na década atual pelas políticas oficiais, com o objetivo de estendê-las ao segmento dos veículos prontos, cujas exportações cresceram até 1998. No Brasil, observa-se processo semelhante. Em ambos os países a especialização setorial ocorre em função do Mercosul, ou seja, enquanto os automóveis de maior porte são produzidos na Argentina, os menores, direcionados ao consumo de massa, são produzidos principalmente no Brasil.²⁰ Nesse caso, o tamanho do mercado consumidor desempenha papel-chave na escolha de localização das plantas no Mercosul. A escala de produção nas linhas de maior porte é pouco decisiva nesse tipo de mercado.²¹

¹⁹ Esse tipo de estratégia, baseada na conversão e especialização das filiais na estrutura da rede global de produção e comercialização das ETNs, registra antecedentes em ambos os países (na Argentina, por exemplo, o caso da filial da IBM) [ver Vispo e Kosacoff (1991)].

²⁰ No entanto, em parte devido à desvalorização cambial brasileira (e aos custos mais baixos no Brasil), certas escolhas locacionais têm sido revistas: GM, Ford, Fiat e Volkswagen têm fechado plantas na Argentina e/ou redirecionado a produção para o Brasil [Ver *Gazeta Mercantil Latino-Americana* (1999)].

²¹ Além disso, o Mercosul passou a ser um mercado importante para a competição oligopolista global da indústria automobilística. “Para as ETNs européias o mercado brasileiro constitui uma base essencial para suas estratégias de sobrevivência” [Laplane e Sarti (1997a)]; ainda segundo esses autores, as filiais brasileiras em geral são as mais importantes para estas firmas fora de seu país de origem. Já para as firmas americanas, o Mercosul representa o seu segundo mercado externo, seguindo o europeu. A quase ausência japonesa neste mercado, o principal concorrente dos europeus e americanos, também explica a forte atração do Mercosul para estes últimos.

Em setores como o de *commodities* agropecuários, petróleo, mineração e petroquímica, a Argentina tem registrado significativos investimentos do tipo *resource seeking*. No Brasil, esse tipo de investimento cresceu recentemente, em parte por causa da privatização e da abertura ao capital estrangeiro (na mineração, especialmente). Os baixos custos de matérias-primas encontrados no Brasil e Argentina representam a principal vantagem de localização e o fator determinante da decisão de IDE (setores produtores de óleos, carnes e mineração argentinos). Mas no setor petroquímico argentino, por exemplo, o IDE é do tipo *market seeking*. No Brasil, da mesma forma, a ETN produtora de metais não-ferrosos analisada em Laplane e Sarti (1997a) aponta o crescimento do mercado interno como um fator de maior importância que o crescimento do mercado exportador. Cabe notar que, além de esses fluxos nem sempre estarem direcionados para a exportação, quando estão, voltam-se principalmente para exportações fora da área do Mercosul.

Chudnovsky *et alii* (1996) sugerem que há pouca importância dos recursos naturais sobre as decisões de investimento das ETNs no setor alimentício. Da mesma forma, o custo da mão-de-obra não foi um fator determinante para as ETNs do setor manufatureiro — o que não surpreende, pois a orientação da maioria dessas ETNs era para o mercado interno. O estudo de Porta (1997) confirma essas observações para a Argentina: em uma escala de importância de 1 a 10, os recursos naturais e a mão-de-obra foram classificados com 3,7 e 3,9, respectivamente, pelas ETNs. Em pesquisa similar no Brasil, esses fatores receberam 3,5 e 5,3, respectivamente [Laplane e Sarti (1997a)].

Finalmente, as estratégias de *asset seeking* concentram-se na compra de empresas existentes. O destaque aqui são as privatizações. Tanto no Brasil como na Argentina (mas principalmente nessa última) observa-se que a posição de mercado da firma adquirida tem tido maior importância que seu nível de equipamento como determinante do investimento. As ETNs que adquiriram empresas de serviços públicos na Argentina não deram, em geral, muito valor nem aos ativos físicos e tecnológicos nem ao capital humano existente nessas empresas à época da privatização [Chudnovsky *et alii* (1996)]. Entretanto, o grau de qualificação da mão-de-obra foi, no caso argentino, o segundo fator determinante das decisões de investimento das ETNs industriais analisadas em Porta (1997), enquanto no caso brasileiro ficou na 13^a posição entre 23 possíveis fatores determinantes do investimento, abaixo, inclusive, do custo da mão-de-obra [Laplane e Sarti (1997a)].

Ainda a respeito desses países, o investimento de empresas argentinas em outros países teve maior dimensão nos anos 90 do que nas décadas anteriores, quando mais de 50 empresas realizaram tal tipo de investimento. Deste, 46% foram direcionados para a exploração de recursos naturais, enquanto cerca de 35% têm se destinado aos países membros do Mercosul e ao Chile. No que diz respeito ao destino, o Centro de Estudios para la Producción (CEP), do Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos da Argentina, estima que cerca de 37% do IDE argentino destinaram-se à abertura de novas plantas enquanto 30% foram para a aquisição de ativos existentes.

Quanto ao Brasil, o grau de internacionalização das empresas, entendido como investimentos de empresas brasileiras no exterior, foi relativamente pequeno até o início dos anos 90, quando algumas das principais empresas — com destaque para as exportadoras e multilatinas — iniciaram instalações no exterior a fim de estabelecer maior presença em outros mercados.²² A importância das fusões e aquisições nesse processo de internacionalização ainda é, como no caso da Argentina, relativamente pouco conhecida.²³

4 - IDE E F&A NO MERCOSUL: RESUMO DA EVIDÊNCIA E TEORIA — ESTRATÉGIAS

4.1 - Introdução: F&A, IDE e Novas Estratégias Empresariais

A análise das F&A nos anos 90 destaca o papel do IDE nessas operações. Isso verifica-se também — e especialmente, como se verá — no que se refere ao Mercosul. Porém, é importante deixar claro, inicialmente, que a escala das operações de F&A é distinta da observada em escala mundial.

Além disso, a participação do Mercosul ainda é relativamente modesta em termos de estoque total de capital estrangeiro no mundo: cerca de 2,4% em 1997, ou US\$ 1,6 bilhão [Cepal (1998)]. Deduz-se, do anterior, que o movimento de expansão empresarial (F&A) intra-Mercosul ainda tem pouca expressão, em comparação com a escala internacional, e concentra-se em empreendimentos de médio porte,²⁴ com poucas exceções.

Outro aspecto diz respeito ao destino dos investimentos: os novos fluxos de IDE para a região têm sido canalizados principalmente para o setor serviços. Do fluxo de US\$ 7,67 bilhões em 1996, não menos do que 75,9% foram destinados a esse setor. Em 1997, de um total de US\$ 15,3 bilhões de IDE, cerca de 83,7% foram destinados aos serviços. Em ambos os anos o principal subsetor foi o de serviços prestados a empresas. Em segundo lugar aparecem os serviços de eletricidade, gás e água [ver Cepal (1998)], em que o estoque de IDE era virtualmente nulo até 1995. Subjacente a esse aumento está a privatização. A partir do ano em curso é previsível que essa parcela venha a aumentar com a continuação da privatização do setor elétrico e do setor de saneamento (água e esgotamento sanitário) no Brasil. Com essas mudanças, a manufatura perde a liderança que detinha no estoque de IDE até 1995: de fato, a participação do estoque de capital da indústria

²² Odebrecht (obras de infra-estrutura) e Petrobras (petróleo) destacam-se entre as empresas brasileiras de maior projeção internacional [ver BNDES (1995)].

²³ Um trabalho recente do dr. José Carlos Miranda destaca-se, nesse contexto, pela qualidade e pioneirismo [ver GAP (1999)]. No entanto, ele ocupa-se dos movimentos de F&A no interior da economia brasileira — isto é, compras de empresas e fusões de empresas já existentes no Brasil por parte de ETNs. Nosso esforço é o de tentar mapear e compreender os movimentos de F&A no interior do Mercosul — isto é, F&A entre empresas dos países do bloco.

²⁴ Um exemplo é o da Companhia do Metropolitano do Rio de Janeiro, vendida por US\$ 262 milhões em dezembro de 1997 a um consórcio do qual a Cometrans argentina participava com 50%.

de transformação, no total, caiu de 55% em 1995 para, aproximadamente, 42% em 1997. Em 1998 os fluxos de IDE para o Brasil atingiram US\$ 24,3 bilhões (líquidos).²⁵

A literatura econômica latino-americana tem poucos estudos nas áreas de IDE e estratégias empresariais para os países do extremo sul da região.²⁶ Entre eles destaca-se o de Kosacoff (1998), que analisa o recente processo de transformação da indústria argentina à luz das estratégias empresariais reveladas pelas ações das empresas. As semelhanças com o caso brasileiro justificam uma referência mais detalhada, pois as experiências desses países mostram que ambos adotaram respostas estratégicas semelhantes na direção de novos paradigmas tecnológico-organizacionais, processos em que as ETNs tiveram papel de destaque.

Kosacoff analisa as duas alternativas mais freqüentemente adotadas: reestruturação ofensiva e estratégia defensiva. Com a primeira identificam-se os segmentos que realizaram investimentos em máquinas e equipamentos e, ao mesmo tempo, passaram por mudanças organizacionais na produção, obtendo ganhos de produtividade com níveis comparáveis aos melhores padrões internacionais. Os que adotaram estratégias defensivas deram ênfase à obtenção de aumentos de produtividade²⁷ e, embora tenham apresentado estruturas industriais de 20 anos atrás muito distintas (e com aumentos substanciais de produtividade, como no Brasil depois de 1990), deixam muito a desejar quando comparados às *best practices* internacionais.²⁸ Não se pode tampouco dizer se a distância existente hoje é maior ou menor do que a existente há 20 anos. Além disso, foram mais negativamente afetadas pela abertura econômica e pela estabilização. Além de a abertura permitir a importação de bens — o que impõe um teto à fixação de preços por parte das empresas²⁹ —, a estabilização, num primeiro momento, provoca forte mudança de preços relativos, favorecendo os bens não-comercializáveis (serviços) em detrimento dos preços dos bens industrializados, os quais competem com o exterior. Isso gerou um aumento do custo das empresas, sobretudo das pequenas e médias. A estabilização também provocou melhora na administração tributária, o que também teve impacto negativo nos custos das empresas. Algumas saídas para compensar esse aumento de custo e conseguir subsistir no mercado foram: *a*) aumentos de produtividade; *b*) aumento do nível de atividade e de concentração do mercado (supondo-se que maior escala de produção reduz os

²⁵ A privatização atraiu US\$ 6,1 bilhões. Dos restantes, pelo menos US\$ 3,6 bilhões foram destinados à indústria, US\$ 2 bilhões para o comércio, US\$ 5,5 bilhões para o sistema financeiro e US\$ 3,6 bilhões para os demais serviços. Agricultura e extrativa mineral receberam montantes pequenos.

²⁶ Ver, a propósito, a coletânea coordenada por Peres (1998).

²⁷ São, especialmente, os que sobreviveram com dificuldade à abertura no fim dos anos 70, à crise macroeconômica dos anos 80 e às novas condições de competitividade e conversibilidade, embora muitas empresas tenham desaparecido e poucas novas tenham sido criadas. No total, 25 mil empresas (não considerando os pequenos negócios) optaram pela estratégia defensiva, as quais representam 60% do produto industrial argentino.

²⁸ O estudo da McKinsey (1998) para o Brasil apresenta diversos exemplos na mesma direção.

²⁹ Nesse sentido há diferença para a década de 80, quando as empresas podiam repassar aumento de custos aos preços.

custos médios); c) mudanças organizacionais, com *destaque para as fusões e investimentos realizados pela empresa*; e d) implementação de ações regulatórias pelo governo com o objetivo de aperfeiçoar as condições que viabilizem melhorar a produtividade e reduzir custos.

Além disso, a ocorrência de transferências de blocos de ações a preços baixos de empresas bem posicionadas no mercado numa perspectiva de longo prazo, mas com dificuldades financeiras no curto prazo, foi um fenômeno seletivo, embora não generalizado. Entre os interessados nessas transações estiveram, com destaque, empresas brasileiras, chilenas e ETNs.

4.2 - IDE na América Latina: Resultados Preliminares para 1999

Levantamento divulgado pela Reuters no primeiro trimestre de 1999 revelou surpreendente crescimento (54%) do IDE *anunciado* na região latino-americana, em comparação com igual período no ano passado, a partir do número e valor de projetos anunciados [ver *Gazeta Mercantil Latino-Americana* (5-11 de abril de 1999, p. 8)]. Como seria de se esperar, há grande concentração no Mercosul (Brasil, Argentina e Chile). É espantoso, no entanto, o crescimento dos montantes de investimento anunciados em países como Paraguai e Uruguai. Igualmente notável é a queda do Chile. A queda na participação dos seis países do Mercosul (isto é, incluindo-se os associados Chile e Bolívia), de 75% para 65 % do total do IDE na região, deve-se ao extraordinário aumento dos fluxos para o México entre o primeiro trimestre de 1998 e o primeiro trimestre de 1999: de US\$ 0,8 bilhão para US\$ 4,4 bilhões. Infelizmente, não foi possível identificar as empresas objeto e adquirente no caso mexicano.

No entanto, é possível lançar dúvidas sobre a concretização das intenções expressas nos números da pesquisa, reproduzidos na Tabela 1. Isso é especialmente provável no caso da comparação Argentina-Brasil. De fato, dada a mudança de competitividade relativa entre os dois países, o ganho da Argentina parece exagerado relativamente ao que se espera para o Brasil. Esse argumento é reforçado pelos recentes movimentos de realocização de plantas e produção industriais entre os dois países, nos quais as decisões empresariais têm privilegiado, obviamente, o Brasil.³⁰ Outra evidência vem dos fluxos esperados de IDE para o Brasil, que devem alcançar valores da ordem de US\$ 25-26 bilhões em 1999.

É perfeitamente possível que o ciclo de IDE, que tem beneficiado as economias latino-americanas, venha a continuar no médio prazo. Dadas as características de longo prazo dessas inversões, não é improvável, inclusive, que os fluxos para a região — e especialmente para o Brasil — venham a ganhar mais peso do que previsto após a crise russa de 1998. Isso é o que se depreende de um estudo

³⁰ Um movimento pioneiro nesse sentido foi o da montadora Fiat, que pouco depois do início da flutuação da moeda brasileira anunciou que redirecionaria 40% da produção do modelo Siena da planta argentina para a unidade localizada no Brasil.

Tabela 1

Fluxos de IDE Anunciados na América Latina: Primeiro Trimestre de 1998 e de 1999

(Em US\$ Milhões)

Países	Valores em 1998	Número de Projetos	Valores em 1999	Número de Projetos
Argentina	1.605	16	5.400	37
Bolívia	10	4	13	1
Brasil	6.112	34	8.167	41
Chile	326	8	177	5
Paraguai	35	1	100	1
Uruguai	84	2	229	2
1 - Soma	8.172	65	14.086	87
2 - Total	9.575	87	20.703	134
(1) / (2) em %	85,35	74,71	68,04	64,92

Fonte: Gazeta Mercantil Latino-Americana (5-11 de abril de 1999).

recente do CEP que estima que Argentina, Brasil e Chile receberão cerca de US\$ 169 bilhões de inversões de empresas estrangeiras³¹ no triênio 1998/2000, aí já computados os investimentos concretos e realizados até 31 de dezembro de 1998 e os anunciados por empresas com amplas possibilidades de realização [ver CEP (1999, n. 22)]. Desse total, cerca de US\$ 99 bilhões serão destinados ao Brasil, US\$ 53 bilhões à Argentina e US\$ 17 bilhões ao Chile.³² A Tabela 2 resume a informação completa.

Tabela 2

Inversões de Firms Estrangeiras no Mercosul: Projeções 1998/2000

(Em US\$ Bilhões e em %)

	Argentina		Brasil		Chile		Total	
Transferência de Empresa	6,8	12,8	24,7	24,8	3,7	21,6	35,1	20,7
Privatização	0,4	0,7	17,5	17,6	0,5	3,2	18,4	10,9
F&A	6,4	12,1	7,2	7,3	3,1	18,4	16,7	9,9
Formação de Capital	46,3	87,2	74,7	75,2	13,3	78,4	134,3	79,3
<i>Greenfield</i> ^a	22,3	42,9	28,7	28,9	3,3	19,4	54,3	32,0
Ampliação	24,0	45,2	46,0	46,3	10,0	59,0	80,0	47,2
Total	53,1	100,0	99,3	100,0	17,0	100,0	169,4	100,0

Fonte: CEP (1998 e 1999).

^a Projeto novo.

Note-se que cerca de 80% desses investimentos na região serão destinados à formação de capital. Mas observe-se também que a maior parte dessas inversões irá para a ampliação de unidades produtivas, em todos os países, uma parte menor indo para projetos *greenfield* (a exceção é a Argentina, na qual o peso desses dois componentes é quase idêntico). O peso agregado das F&A é aproximadamente o mesmo das privatizações devido ao caso do Brasil. No entanto, na distribuição dos

³¹ Note-se que esse conceito não é igual ao de IDE: ele inclui, por exemplo, investimentos de empresas (subsidiárias) já instaladas.

³² É forçoso reconhecer nesse ponto o caráter um tanto otimista dessas projeções.

investimentos nos três países há, obviamente, diferenças importantes dado que as privatizações não têm nem terão na Argentina e no Chile a importância que terão no Brasil ao longo do triênio 1999/2001.

Quanto ao destino setorial dos investimentos realizados e projetados para 1998/2000, o já mencionado estudo do CEP mostra que a maior parte (24,4%) destina-se ao setor de comunicações, seguindo-se: energia elétrica (12%), automotivo e autopeças (9,1%), petróleo e gás, mineração e derivados de petróleo e gás (6,9% cada), construção (4,5%), bancos e serviços financeiros (3,3%), comércio (2,8%), transporte (2,4%), alimentos e bebidas (2,3%), químicos (2,1%), celulose e papel (2%) e, finalmente, hotéis e restaurantes (1,9%) [ver CEP (1999, n. 22, p. 70-71)].

Note, dessa relação, o peso relativamente pequeno das indústrias manufatureiras. Como veremos mais adiante, uma das principais indústrias beneficiadas é a de alimentos e bebidas, caracterizada por processos produtivos e tecnologias relativamente simples. Outro caso é o da indústria automobilística e de autopeças. Mas, neste, a importância deve-se às sedes no Brasil das subsidiárias das grandes (ETNs) montadoras de automóveis.³³

Da mesma forma, embora haja farta evidência de investimentos do tipo *resource seeking* — presumivelmente, aqueles mais voltados para a exploração da base de recursos naturais —, uma parte também expressiva do IDE segue estratégias *market seeking*. Reconhecidamente, no entanto, é difícil distinguir a parcela do investimento feito procurando se aproveitar de sinergias com as empresas e condições locais — isto é, segundo estratégia *efficiency seeking* —, algo que caracterizaria especialmente as F&A em setores como o automotivo.

Nossa pesquisa e as entrevistas com especialistas argentinos mostram que no caso das F&A — e especialmente daquelas na Argentina e no Brasil — predominam as estratégias *market seeking*, em que a adquirente procura ampliar sua fatia de mercado pela compra, seja porque esse cresce lentamente — logo, não comporta outro concorrente — ou porque deseja aumentar seu poder de mercado, seja para se apropriar de recursos intangíveis detidos pela empresa comprada — e, por extensão, poder de mercado também.

O quadro da importância setorial dos investimentos nos três países referidos varia, mas não muito, conforme o país que se considere. Assim é que, para a Argentina, os setores mais importantes em termos de investimento no triênio 1998/2000 são: comunicações (16,9%), construção (8%), petróleo e gás (7,7%), energia elétrica (7,3%), comércio (7,2%) e mineração (6,2%).

Para o Brasil e o Chile a concentração setorial é maior do que na Argentina. No primeiro caso, tem-se a seguinte ordenação: comunicações (31%), energia elétrica

³³ Essa importância é de tal dimensão que as subsidiárias nos demais países reportam-se às sub-sedes em São Paulo (ou Minas Gerais) e não às sedes nos países de origem.

(15,2%), automobilística (12,8%), derivados de petróleo e gás (9%), petróleo e gás (7,7%) e bancos e serviços financeiros (3,7%).

Os principais setores beneficiários no Chile são: mineração (41,1%), construção (14,5%), comunicações (9,1%), energia elétrica (7,7%), bancos e serviços financeiros (5,7%) e alimentos e bebidas (3,8%).

É notável, dessa comparação da importância relativa dos principais setores nos três maiores países do Mercosul, a semelhança entre as três listas. Isso mostraria que o investimento — e, por extensão, o IDE — na região seria caracterizado por estratégias setoriais muito semelhantes. As diferenças ocorreriam por conta de defasagem nos estágios de privatização (caso do Brasil em comunicações, energia elétrica e petróleo e gás) e importância relativa da base de recursos naturais (Chile, mineração).

4.3 - Inversões Intra-Mercosul

Como já assinalado, os últimos anos assistiram a um grande aumento nos fluxos de IDE internos ao Mercosul (com destaque para aqueles envolvendo Argentina, Brasil e Chile), processo ao qual não estão alheios os investimentos das multilaterais. A Tabela 3 resume a informação relevante em relação aos projetos executados em 1998 e projetados até 2000.

Tabela 3

Inversões Intra-Mercosul — 1998/2000^a

(Valores em US\$ Milhões)

Inversões de	Inversões em			Total
	Argentina	Brasil	Chile	
Argentina	...	4.438	242	4.680
Brasil	1.549	...	211	1.760
Chile	4.249	565	...	4.814
Total	5.798	5.003	452	11.254

Fonte: CEP (1999, n. 22, Quadro 3).

^a Inclui projetos cuja execução ultrapassa o ano 2000.

Observe-se que as estimativas, por mais precárias que sejam, destacam o papel de Argentina e Brasil como recipientes das inversões internas ao Mercosul. O Chile tem pouca importância como recipiente, mas é o principal país em termos de origem dos recursos, superando, inclusive, a Argentina. Caberia ao Brasil um papel de pequena expressão quanto à origem dos investimentos, segundo esse levantamento.

No que se refere especificamente à Argentina, resultados recentes comparando o ocorrido em 1990/98 com o esperado para o biênio 1999/2000 revelam que aquela economia terá acumulado investimentos no valor de US\$ 185 bilhões no período como um todo, dos quais US\$ 118 bilhões são de inversões estrangeiras, US\$ 58 bilhões, de investimento nacional e US\$ 9 bilhões indeterminados. Uma desagregação por tipo de operação é mostrada na Tabela 4.

Tabela 4

Estrutura das Inversões Diretas na Argentina, por Origem de Capital e Tipo de Operação

(Em % e Valores Totais em US\$ Bilhões)

	1990/1998	1999/2000	Total
Estrangeira	64,2	63,1	63,9
Compras	42,3	4,1	31,2
F&A	30,3	3,6	22,5
Privatização	12,0	0,4	8,7
Formação de Capital	57,7	95,9	68,8
<i>Greenfield</i>	19,8	48,1	27,9
Ampliação	38,0	47,9	40,8
Nacional	34,3	23,3	31,1
Compras	21,8	3,3	17,7
F&A	9,7	3,3	8,3
Privatização	12,1	0,0	9,5
Formação de Capital	78,2	96,7	82,3
<i>Greenfield</i>	17,8	22,0	18,7
Ampliação	60,4	74,7	63,5
Indeterminado	1,6	13,5	5,1
Total	100,0	100,0	100,0
Valor (US\$ Bilhões)	131,1	54,3	185,3

Fonte: CEP (1999, n. 23, Tabela 8.1).

Note-se também que, como esperado, as F&A representam uma parte apreciável do total seja em relação ao investimento por firmas nacionais, seja por (especialmente) firmas estrangeiras. Mas, também como esperado, não há grandes intenções de efetuar F&A no período à frente (1999/2000). A importância do investimento estrangeiro também salta imediatamente aos olhos: ele é da ordem do dobro do nacional no que se refere ao total, e de quase três vezes em relação ao programado para 1999/2000. Salta também aos olhos a pouca importância do investimento *greenfield* no período 1990/98 seja nas inversões estrangeiras, seja nas nacionais.

Quanto ao destino setorial das inversões: há grande concentração nos setores de infra-estrutura (42% do total no período 1990/98 e 56% em 1999/2000), na manufatura (30% e 19%, respectivamente) e nas atividades extrativas (19% e 14%, respectivamente) [ver CEP (1999, n. 23, Tabela 8.2)]. Note-se que o setor financeiro tem participação quase nula em ambos os períodos — o que é, no mínimo, curioso.

4.4 - Inversões de Empresas Argentinas e Brasileiras no Mercosul³⁴

Uma das principais conseqüências da integração propiciada pelo Mercosul foi o aumento do IDE na região, particularmente entre empresas brasileiras e argentinas. Levantamento recente, que inclui projetos e intenções de investimento antes da desvalorização da moeda brasileira, mostra que não apenas os fluxos entre os dois países tendem a aumentar no triênio 1998/2000 relativamente ao

³⁴ Extraído de CEP (n. 20, nov.1998).

restante dos anos 90, como também que a participação das empresas argentinas supera a das brasileiras nesse triênio relativamente ao restante da década de 90.³⁵ No total, as estimativas alcançam cerca de US\$ 9,1 bilhões de IDEs bilaterais para o período 1990/2000.

A Tabela 5 resume a informação relevante. Claramente, estes dados sugerem que os aumentos de IDE entre os períodos citados são, inclusive, bastante superiores aos aumentos de comércio entre os dois países “que desde o início do Mercosul cresceram cinco vezes” [ver CEP (1998, n. 20, p. 45)]. Além disso, “duas terças partes das inversões que as empresas argentinas realizarão no Brasil nos próximos anos são promovidas pelo processo de desregulação e privatização”.³⁶

Tabela 5

Fluxos Bilaterais de Investimentos Diretos

	1990/1997	%	1998/2000	%	Total	%
Investimento das Empresas Brasileiras na Argentina	1.207	54,3	1.529	22,2	2.736	30,0
Investimento das Empresas Argentinas no Brasil	1.017	45,7	5.355	77,8	6.372	70,0
Total (Fluxo Bilateral)	2.224	100,0	6.884	100,0	9.108	100,0

Fonte: CEP (1998, n. 20, Tabela 8.1).

Até o presente, as inversões Argentinas (efetuadas e previstas) no Brasil concentram-se nos setores de: petróleo e gás (26,4%), construção (22,7%), alimentos e bebidas (9%), energia elétrica (8%), comunicações (7,5%) e transporte (7,4%). Já as inversões brasileiras na Argentina concentram-se em: energia elétrica (32,9%), construção (12,9%), bancos (11,6%), alimentos e bebidas (10,8%), automobilístico e autopeças (5,5%) e petroquímica (4,5%).³⁷

No que diz respeito especificamente às aquisições, o quadro é um pouco diferente. A Tabela 6, construída a partir da base de dados do CEP argentino, permite destacar os principais setores em que se concentram essas operações. Informações daquela mesma base de dados permitem também concluir que as F&A constituíram uma parte importante do IDE argentino no Brasil em 1990/97, mas não no investimento previsto para 1998/2000: no primeiro período tem-se que 63% do IDE ocorreram sob a forma de F&A e o restante como formação bruta de

³⁵ É oportuno ressaltar nesse ponto que isso contraria alguns dos demais resultados de nosso trabalho. A diferença pode ser devida a uma representação mais do que proporcional das empresas argentinas na amostra do CEP, órgão da Secretaria de Indústrias, Comércio e Mineração da Argentina. Note-se, no entanto, que a tabela inclui não só as F&A, mas também projetos *greenfield*, privatizações etc.

³⁶ *Ibid.*, p. 46. Os exemplos citados são a adjudicação do metrô do Rio de Janeiro ao grupo Roggio, inversões da YPF no setor de petróleo e gás, concessão de estradas à Sideco e a adjudicação do Grupo Socma para a construção de quatro usinas termoelétricas nos Estados de São Paulo e Paraná.

³⁷ *Ibid.*, Tabelas 8.2 e 8.3. As principais empresas investidoras são Banco Itaú, Brahma, Petrobras e Inepar.

capital (*greenfield* e ampliação, presumivelmente); em 1998 há uma inversão total dessas proporções, quando apenas 2% do IDE ocorreriam como F&A.³⁸

Tabela 6

Aquisições de Empresas Argentinas no Brasil e Vice-Versa

(Valores em US\$ Milhões)

Setores	Compras Argentinas		Compras Brasileiras	
	1990/97	1998/2008	1990/97	1998/2000
Derivados de Petróleo e Gás	0	27	0	0
Construção	73	0	0	0
Alimentos e Bebidas	152	21	60	0
Energia Elétrica	100	0	0	0
Transporte	132	0	8	54
Petroquímica	70	13	0	0
Automobilístico e Autopeças	20	70	39	0
Têxtil e Vestuário	0	0	46	2
Bancos e Serviços Financeiros	52	0	0	225
Máquinas e Equipamentos	0	0	10	0
Petróleo e Gás	23	0	31	0
Fabricação de Plásticos	0	0	23	0
Outras Manufatureiras	15	0	25	0
Químicos	0	0	6	0
Fabricação de Produtos Metálicos	0	0	10	20
Materiais de Construção	0	0	5	0
Total	636	131	262	300

Fonte: CEP (1998 e 1999).

Já quanto ao IDE brasileiro na Argentina tem-se um quadro com proporções mais estáveis: de 1990 a 1997 as F&A representaram 22% do investimento argentino total; entre 1998 e 2000 essa proporção chegaria a 20%.

Além disso, observa-se na tabela que as inversões argentinas (F&A) são bem mais diversificadas do que as brasileiras, em ambos os subperíodos. Note-se também que, embora em nossa base de dados, a ser apresentada mais adiante, não dispomos de valores, a distribuição dos números de operações é muito diferente da apresentada na Tabela 6.

Finalmente, uma nota quanto à distribuição setorial das operações: a) no setor automobilístico, responsável pela movimentação de US\$ 5 bilhões apenas entre os quatro países do Mercosul no ano de 1998 — o que corresponde a aproximadamente 25% do comércio total no bloco —, a desvalorização cambial brasileira foi, na verdade, o impulso necessário à mudança de estratégia já planejada pela indústria no Mercosul (ver Anexo 2). Apesar da manutenção das estruturas montadas nos países membros, as quais buscam o mercado mundial, as estratégias produtivas na região têm buscado novos rumos. Diante da redução do mercado brasileiro de veículos a partir do final de 1998, as exportações argentinas

³⁸ Essas estimativas devem ser lidas com a maior cautela, obviamente.

ficaram profundamente prejudicadas — dado que 90% da exportação de veículos da Argentina tinham como destino o Brasil. Acrescentando-se a desvalorização do real, as montadoras buscam reforçar suas exportações para Estados Unidos e Europa, principalmente a partir do Brasil. Além disso, muitos investimentos planejados visando à produção de novos carros não só na Argentina, mas também no Brasil serão provavelmente adiados [ver *Gazeta Mercantil Latino-Americana* (25-31 de janeiro de 1999, p. 4)]; e *b*) observa-se também no Brasil grande movimentação nos setores de varejo, telecomunicações, química e petroquímica, e serviços.

4.5 - IDE e Investimentos pelas Subsidiárias das ETNs

Existem, segundo Dunning (1994*b*), dois fatores que explicam o rápido aumento recente do IDE. Pelo lado da firma, existe a pressão da concorrência em inovar continuamente com o objetivo de introduzir novos produtos, melhorar a qualidade e/ou reduzir preços dos bens e serviços existentes. E, junto a isso, a tendência crescente dos custos com P&D e o encurtamento do ciclo de vida dos produtos. Dessa forma, as empresas são levadas a expandir suas operações para o exterior através do IDE, de alianças, redes etc., buscando ampliar seu acesso aos mercados e aos recursos e melhorar sua competitividade tecnológica. O segundo fator é a crescente disputa pelos governos em atrair esses fluxos de investimento. Ele se manifesta por meio da liberalização generalizada dos regimes que até então limitavam o funcionamento das ETNs e da concessão de incentivos, o que tem sido denominado “concorrência via localização” [Mytelka (1996) *apud* Chudnovsky, Porta e López (1999)].

Apesar de a participação dos países desenvolvidos no IDE ser considerável, a participação dos que estão em desenvolvimento cresceu de 6,3% entre 1986 e 1991 para 13,8% entre 1992 e 1997, tendo chegado ao pico de 15% em 1994 [ver Chudnovsky, Porta e López (1999, Quadros 7 e 8), utilizando a Unctad (1998) como fonte]. Cabe ressaltar que os países em desenvolvimento que se destacam como maiores receptores de IDE também se destacam como os maiores emissores nesse grupo.

A importância dos países do Sul, Leste e Sudeste Asiático — respondendo por 88% do IDE emitido pelos países em desenvolvimento entre 1992 e 1997 (o que corresponde a 12,1% do IDE mundial) — permite assinalar um papel ainda incipiente dos países latinos como emissores de IDE. América Latina e Caribe respondem, respectivamente, por 9% e 1,3% do IDE emitido pelos países em desenvolvimento entre 1992 e 1997 (o que corresponde a 1,3% do IDE mundial). Dentre os países latino-americanos, destacam-se, nesta ordem, Brasil, Chile e México com mais de 60% do IDE entre 1992 e 1997. No entanto, “o exame dos dados da Unctad revela, para Argentina, México, Brasil e Chile, discrepâncias muito importantes com outras fontes, em alguns casos oficiais. O caso mais evidente é o da Argentina, que aparece com um volume de IDE quase nulo nas estatísticas da Unctad, as quais não refletem adequadamente a magnitude do fenômeno já que as cifras oficiais são substancialmente superiores” [Chudnovsky, Porta e López (1999)].

Como já ressaltado, outro problema que existe com os dados obtidos, oficiais ou não, diz respeito à identificação das empresas. Muitas das empresas classificadas como nacionais — e, portanto, tidas como potenciais emissoras de IDE — na verdade são ETNs instaladas nesses países (subsidiárias). A não-discriminação entre o IDE realizado por empresas de capital nacional e por filiais de ETNs pode, por vezes, superestimar significativamente o volume de IDE realizado por esses países não refletindo de forma precisa o fenômeno da internacionalização das firmas nacionais.

A fim de verificar a magnitude dos possíveis erros existentes nos dados de IDE da Unctad, Chudnovsky, Porta e López (1999) estimaram o estoque de ativos de empresas nacionais originárias da Argentina, México e Chile existentes no exterior (ver seu Quadro 13). Apesar de a estimação realizada superar as da Unctad, não significa que os dados dessa fonte estejam totalmente errados. Uma firma pode investir no exterior com recursos captados em mercados de um terceiro país ou no próprio país de destino. Nesse caso, tal investimento não será contabilizado como IDE no balanço de pagamentos do país, o que, portanto, justifica as estimativas menores fornecidas pela Unctad, que retira informações sobre IDE desses balanços.

No *ranking* da Unctad, das 50 principais ETNs de países em desenvolvimento, 15 são provenientes da América Latina (dentre as quais cinco pertencem ao Brasil). Mas é possível que algumas dessas empresas sejam filiais de ETNs.³⁹ Analisando-se o tipo de empresas latinas que se internacionalizaram, percebe-se que quatro firmas são petroleiras, três são do ramo de bebidas, duas do setor de alimentos, dois grupos diversificados e uma de cimento, outra de telefonia (uma *joint venture* entre um grupo chileno e uma ETN), outra de mineração e outra de papel, demonstrando que o movimento de internacionalização ocorre em grande parte em atividades que possuem vantagens naturais.

5 - METODOLOGIA: DIFICULDADES E ASPECTOS BÁSICOS NA CONSTRUÇÃO DA BASE DE INFORMAÇÕES

A análise das F&A é cercada de dificuldades das mais diversas ordens, a maior parte das quais relacionadas ao levantamento e crítica das informações básicas. A principal refere-se ao fato de que não existe uma base universal (no sentido de incluir todas as operações de F&A concretizadas) de informações sobre a qual fundar a análise empírica. Todas as bases de dados de F&A de que se tem notícia são construídas por empresas de consultoria e/ou auditoria (KPMG, Price Waterhouse Coopers, Securities Data Inc., por exemplo) a partir de critérios não muito claros. Trata-se, certamente, de amostras e não do universo dessas

³⁹ Conforme Chudnovsky, Porta e López (1999), essa lista baseia-se em um questionário enviado às empresas as quais podem, por vezes, não recebê-lo ou mesmo não respondê-lo. Além disso, aí também se incluem firmas que não possuem ativos no exterior mas somente redes de distribuição que geralmente pertencem aos países onde estão instaladas.

operações. Uma implicação disso é que as listas de operações segundo cada uma dessas fontes incluem diversas transações que não constam das demais.⁴⁰

Dentre as demais dificuldades desse tipo de exercício — comuns aos estudos regionais ou mundiais —, destaca-se o fato de que raramente dispõe-se da classificação das operações segundo seus respectivos valores, natureza das empresas adquiridas e adquirentes e natureza da operação (fusão, aquisição ou *joint venture*, por exemplo). Uma das razões para isso é que uma parte ponderável das operações de F&A não tem o valor e natureza revelados devido a cláusulas de sigilo impostas pelas partes interessadas. A partir de levantamento recente estima-se que, na melhor das hipóteses, são divulgados apenas os valores de aproximadamente 2/3 das operações.⁴¹ De qualquer forma, estima-se que o número de fusões, particularmente entendidas como “junção de duas ou mais empresas em uma única firma”,⁴² tenha sido muito pequeno.

Duas outras dificuldades referem-se à identificação precisa dos setores de atuação principal e à nacionalidade das firmas adquirentes. Boa parte das informações sobre F&A revela apenas o país onde a empresa adquirente/adquirida está instalada — e não a que país pertence seu controle acionário. Assim, a identificação das subsidiárias de ETNs — crucial para nossos propósitos, como se verá — nem sempre é possível com o rigor requerido. Adicionalmente, muitas operações atribuem a compra/venda a um determinado conglomerado de atuação diversificada, e não à empresa que de fato efetuou a transação.

Além disso, em diversos casos os registros consultados incluem informações sobre intenções de F&A, e não relativas às operações efetivadas. Há também dificuldades na avaliação do percentual de participação dos estrangeiros nas privatizações e em outras operações de aquisição, já que as operações foram, em sua maioria, efetuadas em bolsas de valores.

O *timing* dos processos, por sua vez, é igualmente importante. E aqui o problema é a abrangência dos registros das operações. Como já fartamente assinalado, os registros diferem substancialmente a esse respeito. Quanto à época de concretização das operações, nossa escolha recaiu no período 1992/98 baseando-se na disponibilidade de dados. O estudo do GAP (1999), que teve como objeto todas as operações de F&A transfronteiriças (*cross border*) envolvendo empresas brasileiras como adquiridas, registrou 1.162 transações de 1991 a 1997. Destas, apenas 22 ocorreram em 1991 e 62 em 1992.

Quanto à classificação setorial, sua importância na identificação dos movimentos de F&A não deve ser minimizada. Obviamente, o sentido e as conclusões da

⁴⁰ Esse ponto foi claramente documentado na pesquisa do GAP (1999) ao comparar os resultados da KPMG e da Securities Data para as F&A no Brasil.

⁴¹ Estudo citado pela *Gazeta Mercantil*, baseado em diversas fontes de informação, mostra, por exemplo, que das 449 operações de F&A realizadas no primeiro trimestre de 1999 em todo o mundo, em apenas 302 os valores foram revelados.

⁴² GAP (1999, p. 5). Da mesma fonte: “Poucas foram as empresas-alvo que perderam sua identidade jurídica ou se fundiram com a compradora para originar uma terceira empresa.”

análise podem mudar substancialmente, dependendo da classificação setorial adotada.

Nossa posição para lidar com esses problemas é um tanto eclética, sendo que o senso comum, com uma pitada de intuição econômica, domina a maior parte das soluções adotadas. Assim, no que diz respeito à abrangência dos registros, a opção adotada segue a de diversos outros trabalhos nessa área: sem informações precisas sobre o universo, aceita-se, cautelosamente, que a amostra disponível seja representativa das principais transações. Obviamente, a checagem possível nesse caso é qualitativa: sempre que existir informação sobre alguma F&A específica, esta é comparada com as da base de dados. Seguindo esse critério, nenhuma das operações de maior porte parece ter escapado aos nossos registros. Abandona-se, assim, a idéia de que é possível trabalhar com o universo de operações de F&A.

A questão do valor das operações é tratada de forma semelhante. Na verdade, como dispomos de informações de valor para um número relativamente pequeno de operações, essa variável foi, para efeitos práticos, desconsiderada.

A questão da propriedade da empresa adquirente — e, às vezes, até mesmo a propriedade da empresa adquirida — mereceu um tratamento mais cuidadoso, com a pesquisa a diversas fontes de informações e consulta (informal) a especialistas setoriais. Além disso, um dos objetivos de viagem à Argentina no âmbito deste projeto foi precisamente o de consultar especialistas locais sobre esse aspecto, além de analisar outros assuntos de interesse. O mesmo se aplica à dificuldade relacionada à propriedade do capital da empresa adquirente em algumas privatizações (ver Anexo 3).

É oportuno ainda lembrar que as informações sobre F&A fornecidas pela KPMG e pela revista *América Economía*, que formam a maior parte da base de dados desta pesquisa, identificam o país das empresas adquirentes pelo local onde está instalada — e não pelo país que possui seu controle. Isso pode embutir um viés em algumas conclusões, mas não nos parece que deva causar preocupação. Nos casos em que não foi possível identificar o país de origem identificamos a compradora como uma ETN, apenas.

Quanto à diferença entre operações anunciadas e efetivadas, o critério principal consistiu em tentar evitar as duplas contagens que, freqüentemente, ocorrem dado que os registros podem mostrar uma operação anunciada e, posteriormente, a mesma operação quando efetivada. É perfeitamente possível, portanto, que algumas operações incluídas na base de dados não tenham sido efetivadas. Dificilmente, porém, existirá dupla contagem em escala significativa, pois excluímos os casos que pareciam mais flagrantes.

Já o *timing* dos processos foi verificado em mais de uma fonte, o que reduz a possibilidade de erros. Quanto à classificação setorial, procuramos adotar uma tipologia que fosse tanto quanto possível comparável com outras disponíveis, bem como com a classificação oficial brasileira, do IBGE. A partir dela é possível, por agregação, chegar a classificações mais abrangentes.

Além disso, cabe lembrar que os dados para Chile, Bolívia, Paraguai e Uruguai nas tabelas setoriais preparadas para esta pesquisa referem-se aos anos de 1995 a 1998, tendo como fontes as publicações da *América Economía*. Já os dados para Argentina e Brasil referem-se aos anos de 1992 a 1998. No caso do Brasil, as informações da *América Economía* foram complementadas com dados para o período 1992/97, da KPMG. No entanto, foram poucas as operações citadas por ambas as fontes. No caso da Argentina, pelos estudos antes referidos e, especialmente, pelas informações de Kulfas, Hecker e Kaminski (1998) para o período 1992/98. Da mesma forma, foram poucas as operações citadas por ambas as fontes.

6 - ANÁLISE SETORIAL: RESULTADOS SEGUNDO PAÍSES

6.1 - F&A no Brasil: Resultados Anuais

Um recente mapeamento do número e distribuição setorial dos processos de F&A no Brasil, elaborado pela KPMG e exposto resumidamente nas Tabelas 7 e 8 a seguir, revela diversos resultados de interesse para nossa pesquisa. Elas registram 1.588 operações. Junto à primeira, incluímos também, para comparação, resultados de levantamento da Price Waterhouse Coopers.

Tabela 7

Número de Operações de F&A no Brasil — 1993/98

Tipo de Operação	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Transações Domésticas	82	81	82	161	168	130
Transações <i>Cross Border</i>	68	94	130	167	204	221
Total (KPMG)	150	175	212	328	372	351
Total (PwC)	260	256	324	390	458	473

Fontes: KPMG e PwC.

Em primeiro lugar, observa-se que uma parcela ponderável das operações ocorre entre empresas no país (704 de 1.588) — isto é, a adquirente e a comprada são, ambas, empresas instaladas no país. A proporção chega, em alguns anos, a quase 50% do total (como em 1996). Não está claro nesse nível de agregação, no entanto, se as adquirentes são empresas brasileiras ou subsidiárias de ETNs. De fato, uma das hipóteses centrais desta investigação é precisamente a de que uma parcela não-desprezível — e, talvez, majoritária — das adquirentes é, realmente, constituída de empresas originalmente de capital estrangeiro ou filiais de estrangeiras (ETNs, inclusive MLS).

Em segundo lugar, a distribuição das operações de F&A no Brasil ao longo do tempo revela aumento até 1997, seguido de pequeno decréscimo registrado no último ano. Levantamentos apresentados em outros trabalhos, além disso, revelam que o número de operações nos anos anteriores a 1993 — e, presumivelmente, também o valor total — foi de pequena expressão.

Tabela 8

F&A no Brasil entre 1993 e 1998 — por Setor e Ano

(Em %)

Setores	1993	Total	1994	Total	1995	Total	1996	Total	1997	Total	1998	Total	1993/98	Total
Alimentos, Bebidas e Fumo	28	18,67	21	12,00	24	11,32	38	11,59	49	13,17	36	10,26	196	12,34
Computação	4	2,67	8	4,57	7	3,30	11	3,35	8	2,15	8	2,28	46	2,90
Construção e Produtos de Construção	5	3,33	3	1,71	2	0,94	15	4,57	8	2,15	10	2,85	43	2,71
Elétricos e Eletrônicos	7	4,67	5	2,86	14	6,60	15	4,57	19	5,11	9	2,56	69	4,35
Seguros	2	1,33	1	0,57	8	3,77	4	1,22	4	1,08	3	0,85	22	1,39
Higiene	2	1,33	1	0,57	1	0,47	4	1,22	4	1,08	2	0,57	14	0,88
Instituições Financeiras	8	5,33	15	8,57	20	9,43	31	9,45	36	9,68	28	7,98	138	8,69
Madeira e Papel	1	0,67	7	4,00	7	3,30	4	1,22	14	3,76	9	2,56	42	2,64
Metalurgia e Siderurgia	13	8,67	11	6,29	9	4,25	17	5,18	18	4,84	23	6,55	91	5,73
Partes e Peças Automotivas	1	0,67	4	2,29	11	5,19	11	3,35	16	4,30	20	5,70	63	3,97
Petrolífero	3	2,00	2	1,14	4	1,89	4	1,22	3	0,81	1	0,28	17	1,07
Produtos de Engenharia	1	0,67	2	1,14	5	2,36	9	2,74	9	2,42	7	1,99	33	2,08
Produtos Químicos e Farmacêuticos	7	4,67	4	2,29	11	5,19	10	3,05	4	1,08	4	1,14	40	2,52
Produtos Químicos e Petroquímicos	18	12,00	14	8,00	13	6,13	18	5,49	22	5,91	25	7,12	110	6,93
Publicidade e Editoras	2	1,33	3	1,71	2	0,94	5	1,52	9	2,42	19	5,41	40	2,52
Seguros	1	0,67	8	4,57	9	4,25	16	4,88	24	6,45	15	4,27	73	4,60
Serviços para Empresas	2	1,33	2	1,14	1	0,47	8	2,44	6	1,61	13	3,70	32	2,02
Telecomunicações	7	4,67	5	2,86	8	3,77	5	1,52	14	3,76	31	8,83	70	4,41
Têxteis	4	2,67	7	4,00	8	3,77	4	1,22	8	2,15	8	2,28	39	2,46
Transportes	1	0,67	1	0,57	4	1,89	6	1,83	7	1,88	11	3,13	30	1,89
Outros	33	22,00	51	29,14	44	20,75	93	28,35	90	24,19	69	19,66	380	23,93
Total	150	100	175	100	212	100	328	100	372	100	351	100	1588	100,00

Isso não exclui a possibilidade de que algumas importantes alterações de mudança de controle/propriedade tenham tido lugar antes de 1993 em alguns países — a exemplo das privatizações na Argentina. De qualquer forma, o pequeno decréscimo registrado no ano de 1998 não deve representar uma redução no ímpeto da onda de aquisições nos países da região, a julgar por informações qualitativas de diversas fontes. A redução do número de operações em 1998 é, provavelmente, reflexo da reação negativa das ETNs ao investimento direto na América Latina — e, por extensão, das F&A — depois da crise da Rússia.

Outra fonte de dados, no entanto — os relatórios da Price Waterhouse Coopers —, registra números de operações de F&A bem superiores aos apresentados pela KPMG e, por vezes, com sentido de variação entre anos consecutivos diferente dos dela. Isso é mostrado na última linha da Tabela 7, sob o título “Total (PwC)”. Preferimos continuar com os primeiros, no entanto, devido à disponibilidade de desagregação setorial, como na análise a seguir.

A Tabela 8 ilustra a distribuição setorial das operações de F&A no Brasil utilizando a mesma fonte de dados (KPMG).

6.2 - Distribuição Setorial das F&A: Análise por Países e Setores

A base de dados especialmente construída para esta pesquisa possibilita as conclusões desta subseção. As tabelas detalham as operações de F&A segundo setores e países das empresas compradas, com identificação da razão social das empresas adquirida e adquirente.

Na Tabela 9, descreve-se apenas a distribuição do número de operações por setor e por país, excluindo-se as operações de privatização, que serão tratadas em seção específica. Essa análise setorial, segundo países,⁴³ destaca os seguintes resultados:

1 - Inicialmente, note-se que a quase totalidade das 648 operações identificadas concentra-se nos três maiores países da região: Brasil (329 operações),⁴⁴ Argentina (272 operações) e Chile (40 transações). Nesse último caso, a diferença para os dois maiores países é imensa.⁴⁵ E quanto a Paraguai, Bolívia e Uruguai, o número conjunto de operações é de apenas 14, de um total de 648, nos anos 1992/98.

2 - Mesmo levando em conta o grau de arbítrio envolvido na montagem da classificação setorial mostrada na tabela, é evidente que uns poucos setores dominam a distribuição das operações no total dos países — e, obviamente, nos mais importantes dentre eles. Senão, vejamos:

⁴³ Destacaremos nessa análise apenas os principais países e setores, para não cansar o leitor.

⁴⁴ Uma curiosidade (sendo que as bases de dados não são estritamente comparáveis): a tabela anterior registrou 1.588 operações de F&A no Brasil de 1993 a 1998. Na seguinte aparecem 329 empresas brasileiras adquiridas no âmbito do Mercosul. Logo, cerca de 1/5 das F&A envolvendo empresas brasileiras na presente década ocorreu tendo como adquirentes empresas no Mercosul.

⁴⁵ Cabe lembrar, mais uma vez, que podemos estar incorrendo em um sério viés aqui, pois dispomos de mais informação para a Argentina e o Brasil do que para o Chile. Para esse último país, têm-se unicamente os dados da *América Economía*.

Tabela 9

Número de F&A nos Países do Mercosul entre 1992 e 1998^a

Setor	Paraguai	Uruguai	Bolívia	Chile	Argentina	Brasil	Total
Aeroportos	0	0	0	0	1	0	1
Agropecuária	0	0	0	1	4	0	5
Alimentos	0	0	0	3	31	32	66
Atacadista	0	0	0	0	2	1	3
Automobilístico	0	0	0	0	11	29	40
Bebidas	0	0	2	3	20	5	30
Comunicações	0	0	0	0	31	4	36
Distribuição de Petróleo e Gás	0	0	0	2	6	1	9
Energia Elétrica	0	0	0	4	5	2	11
Farmacêutico	0	0	0	1	9	4	14
Financeiro	0	1	4	2	23	60	89
Gráfica e Editorial	0	1	0	0	7	4	11
Higiene e Limpeza	0	0	0	0	2	0	2
Madeira	0	0	0	1	1	0	2
Material Elétrico e Comunicação	0	0	0	0	2	24	26
Metalurgia	1	0	0	0	7	27	34
Mineração	0	0	0	2	2	4	9
Minerais Não-Metálicos	0	0	1	0	14	6	21
Papel e Celulose	0	1	0	1	11	6	18
Portos	0	0	0	0	1	0	2
Previdência	0	0	0	0	1	0	1
Químico	0	0	0	3	26	42	71
Seguros	0	0	0	7	5	7	19
Serviços	1	1	0	2	22	31	55
Têxtil	0	0	0	0	7	0	7
Transporte	0	0	0	0	1	2	3
Transporte (Aviação)	1	0	0	4	1	7	12
Transporte (Ferroviário)	0	0	0	0	2	0	4
Transporte (Naval)	0	0	0	0	0	3	3
Varejo	0	0	0	2	17	9	28
Distribuição de Água e Esgoto	0	0	0	1	0	0	1
Outros	0	0	0	0	0	15	15
Total	3	4	7	40	272	329	648

Fontes: América Economia, KPMG e Kulfas, Hecker e Kaminski (1998).

^a Para os anos de 1992 a 1995 somente obtivemos dados para Brasil e Argentina.

a) O setor financeiro é o principal, tanto no total dos seis países (89 operações) quanto no caso do Brasil (60 operações) — mas não na Argentina (23), em que ocupa a terceira colocação, e no Chile (onde tem pouca importância, com duas operações). Se ao financeiro agregarmos o setor de seguros — um segmento semelhante e, por vezes, incluído naquele — sua importância destaca-se ainda mais nos três países e, por extensão, no total. O setor de seguros registrou 19 operações para o total dos países.

b) O segundo setor em termos do número de operações é o químico, com 71 operações, que engloba a petroquímica e os plásticos, mas não a distribuição de petróleo e gás — que, algo curiosamente, concentra um número relativamente pequeno de operações (embora quando se incluem as privatizações o quadro mude de dimensão). Isso caracteriza tanto o Brasil quanto a Argentina.

c) Segue-se, em termos de importância numérica das transações, o setor de alimentos, com 66 operações, proporcionalmente mais na Argentina (31 transações, ou 11% das F&A no país) que no Brasil (32 operações, ou 9,7% das F&A no país). Note-se que, se a ele agregarmos o de bebidas, como fazem outras classificações, a importância relativa e absoluta para a Argentina aumenta ainda mais: com efeito, não menos do que 20 operações de F&A tendo como alvo empresas argentinas de bebidas tiveram lugar de 1992 a 1998. Assim, a soma de alimentos e bebidas torna esse setor o mais importante em termos do número de transações na região como um todo, no período de análise: 96 operações, de um total de 648.

d) O setor serviços (cuja composição é, obviamente, bastante heterogênea) aparece em quarto lugar, com 55 operações, seguido do automobilístico (inclusive o de autopeças), com 40 transações. Esse último é, dados os acordos automotivos na Argentina e no Brasil, um dos principais em termos do comércio entre os dois países. Mas, como já mencionado, esse quadro apresenta-se atualmente bastante instável, após a mudança do regime cambial brasileiro.

e) Apresentam ainda concentração relativamente alta os setores de: comunicação (36), metalurgia (que inclui siderurgia, 34 operações), bebidas (30), varejo (comércio varejista, 28 operações), material elétrico e de comunicações (26), minerais não-metálicos (materiais de construção, 21 operações), seguros (19) e papel e celulose (18).

3 - A grande maioria das operações de F&A ocorre entre empresas situadas no próprio país. Assim, por exemplo, no setor alimentos, das 32 transações de F&A verificadas no Brasil desde o começo da década, apenas nove foram operações *cross border*: oito da Argentina e uma do Chile. Mas, mesmo das 23 restantes, apenas oito tiveram firmas brasileiras como adquirentes; as restantes envolveram subsidiárias de ETNs, destacando-se argentinas, italianas, suíças e duas francesas.

4 - Das 31 operações de F&A no setor de alimentos da Argentina, seis tiveram como adquirentes empresas chilenas e uma brasileira. Ao contrário do Brasil, porém, a grande maioria das 25 operações teve como adquirentes empresas argentinas (20).

5 - A intensa reestruturação do setor financeiro no Brasil — representada por não menos do que 60 operações de F&A identificadas desde 1992 — é outro caso em que a grande maioria de operações é de compras de empresas brasileiras por outras brasileiras: de fato, 54 das 60 operações tiveram como adquirentes empresas brasileiras. Mas aqui, ao contrário do setor alimentos, apenas 11 são operações que tiveram como adquirentes empresas de capital brasileiro associado a de outras nacionalidades, com grande diversificação nacional: Suíça, Áustria, Portugal, Espanha, Estados Unidos, Japão, Canadá e Suécia. Das seis operações restantes, cinco tiveram empresas argentinas como compradoras e uma chilena.

6 - Em relação à Argentina, as mudanças no setor financeiro foram bem menos intensas do que no Brasil. Das 23 operações de F&A identificadas, cinco tiveram bancos chilenos como adquirentes e uma empresa foi comprada por banco

brasileiro. Das restantes, 10 são de capital argentino e sete são subsidiárias de ETNs; logo, ao contrário do Brasil, os movimentos de F&A no setor financeiro argentino tenderam a concentrar mais capital em mãos de não-argentinos (seja por operações *cross border*, seja por aquisições feitas por subsidiárias de ETNs).

7 - O Chile é, nesse sentido, no entanto, um caso especial, na medida em que a quase totalidade das operações de F&A identificadas (40) teve como adquirentes empresas chilenas:⁴⁶ em apenas poucos casos — duas empresas de distribuição de petróleo e gás, uma de seguros e outra de comércio varejista compradas por empresas argentinas, três do setor químico adquiridas por subsidiárias de ETNs — nos 33 casos restantes, as adquirentes foram, aparentemente, empresas de capital chileno.

8 - No setor químico,⁴⁷ o segundo em termos de importância quanto ao número de operações no que diz respeito ao Brasil (42), há apenas três operações tendo como adquirentes empresas situadas no Mercosul — no caso, argentinas. Todavia, das 39 restantes, 25 são operações de F&A, nas quais a compradora é empresa ou grupo brasileiro sendo que as 14 restantes referem-se a compras efetuadas por subsidiárias de ETNs.

9 - As 26 operações de F&A envolvendo o setor químico na Argentina tiveram características um pouco diferentes das brasileiras no que se refere ao mesmo setor. Apenas cerca da metade das operações é representada por compras feitas por empresas do mesmo país (14). Das 12 restantes, cinco foram compras feitas por empresas com sede no Brasil, uma no Uruguai e uma no Chile e cinco por subsidiárias de ETNs.

10 - O setor serviços é, pela própria diversidade, um caso à parte. Das 31 operações de F&A identificadas envolvendo firmas brasileiras entre as adquiridas, não menos do que 30 correspondem a operações em que a adquirente é também brasileira — sendo a restante argentina. Mas, dessas 30, 18 são empresas nacionais e 12 subsidiárias de ETNs.

11 - Na Argentina, o quadro das operações de F&A no setor serviços é também semelhante ao caso brasileiro, como no exemplo anterior: das 22 operações, quatro são chilenas (sendo uma, na verdade, filial de ETN no Chile) e duas brasileiras. As 16 restantes são realizadas por empresas argentinas.

12 - Já no caso do setor automobilístico encontram-se 29 operações no Brasil e 11 na Argentina. No caso brasileiro, das 29 operações, 13 foram realizadas por empresas nacionais, 11 por subsidiárias de ETNs e cinco por empresas argentinas. Entre as 11 F&A na Argentina, apenas uma foi realizada por subsidiária de ETN e duas por empresas argentinas, enquanto sete foram realizadas por empresas brasileiras e uma por uruguaia. Houve, portanto, um predomínio das empresas

⁴⁶ Note-se, no entanto, que nossa verificação da origem da propriedade no caso chileno foi menos rigorosa do que nos casos argentino e brasileiro. Isso pode distorcer um pouco essa conclusão, mas não muito.

⁴⁷ Que inclui a petroquímica, plásticos e material de limpeza em nossa classificação.

brasileiras nos processos de F&A. Das 40 F&A no setor automobilístico desses dois países, as empresas brasileiras se destacaram com 50% das operações, enquanto as subsidiárias de ETNs responderam por 30%, e as empresas argentinas não chegaram a realizar 18% das F&A.

A Tabela 10 resume essas informações em relação aos principais setores em termos do número de operações de F&A indicando, nas áreas hachuradas, a categoria que detém a maior parte das operações, por país e setor.

Tabela 10

Número de Empresas Adquiridas por Setor, País e Propriedade do Capital da Adquirente — Principais Setores

Setor	País	Adquirente		
		Nacional	Subsidiária de ETN ^a	Cross Border
Alimentos	Argentina	20 (65%)	5	6
	Brasil	9	15 (47%)	8
	Chile	3	-	-
Automobilístico e Autopeças	Argentina	2	1	8 (73%)
	Brasil	13 (45%)	11	5
	Chile	-	-	-
Bebidas	Argentina	4	3	13 (65%)
	Brasil	3	-	3 (50%)
	Chile	3	-	-
Comunicações	Argentina	25 (81%)	6	-
	Brasil	4	-	-
	Chile	-	-	-
Financeiro	Argentina	10 (43%)	6	7
	Brasil	43 (72%)	11	6
	Chile	2	-	-
Material Elétrico e de Comunicações	Argentina	-	1	1
	Brasil	11	13 (54%)	-
	Chile	-	-	-
Metalurgia	Argentina	3	-	4
	Brasil	19 (70%)	6	2
	Chile	-	-	-
Químico	Argentina	14 (54%)	5	7
	Brasil	25 (60%)	14	3
	Chile	3	-	-
Serviços	Argentina	16 (73%)	1	5
	Brasil	18 (58%)	11	2
	Chile	2	-	-
Total		280 (58%)	113 (24%)	87 (18%)

^a Instalada no país.

Os totais para os diferentes tipos de operações confirmam nossa avaliação anterior: a maior parte das operações é realizada entre firmas instaladas no próprio país (82%), uma parte relativamente pequena do total sendo representada pelas transações *cross border* (18%). No entanto, dentre as operações que têm como

adquirente empresa no próprio país, uma parte ponderável (41%) — que chega à maioria no caso de alguns setores — tem como compradora empresa subsidiária de ETN. Isso permitiu identificar determinados padrões setoriais, como a seguir:

a) Na indústria de alimentos, as empresas argentinas se destacaram nos processos de F&A. Isso nos leva a concluir que o setor alimentício genuinamente argentino tem mais força/presença/importância em seu país do que o setor alimentício genuinamente brasileiro no Brasil. No Brasil, são precisamente as subsidiárias de ETNs que demonstram grande presença nesse setor.

b) No ramo financeiro, tanto as instituições brasileiras como as argentinas dominaram as F&A em seus países de origem. Mas no Brasil nada menos que 72% dessas operações foram efetuadas por empresas brasileiras, enquanto na Argentina apenas 43% das F&A foram realizadas por empresas argentinas. Provavelmente com o intuito de não perder mercado para seus novos concorrentes estrangeiros, buscaram se fortalecer através da expansão para novas áreas de atuação, como o mercado varejista, por exemplo.

c) No setor químico, da mesma forma, empresas argentinas e brasileiras foram responsáveis por boa parte das F&A em seus países de origem: pelo menos 59% das F&A brasileiras e quase 54% das F&A argentinas foram realizadas por empresas de capital nacional.

d) As empresas nacionais também dominam as operações de F&A no setor de serviços: 58% no Brasil, e quase 73% das F&A na Argentina tiveram empresas nacionais como adquirentes.

e) Já o setor automotivo é um em que as operações *cross border* dominam as F&A argentinas. Mesmo no Brasil, a soma das operações *cross border* com as compras feitas por subsidiárias de ETNs foram em maior número do que as F&A efetuadas por empresas nacionais.

f) No setor de material elétrico e de comunicações esse padrão aparece com clareza ainda maior, dado que a grande maioria das operações brasileiras foi efetuada por subsidiárias de ETNs.

É difícil caracterizar, a partir dessa sumária classificação, qual a estratégia predominante em cada caso/setor. Mas, provavelmente, não nos parece que as estratégias do tipo *resource seeking* sejam predominantes — de fato, os casos de F&A em empresas minerais são relativamente poucos.

A concentração em setores produtores de bens de consumo — duráveis e não-duráveis — sugere a importância das estratégias *market seeking*, características das tentativas de ampliação das fatias de mercado, em diversos casos: setores de alimentos, bebidas e material elétrico. Isso se aplicaria, igualmente, aos setores produtores de *non tradeables* como comunicações, financeiro, serviços e varejo. Claramente, no entanto, em alguns desses casos pode ser que se trate de estratégias *asset seeking*, como as operações que buscam capturar ativos intangíveis de propriedade das empresas adquiridas (financeiro e varejo). Os casos

de *efficiency seeking strategies* para alcançar sinergias são, possivelmente, mais raros. E os casos de estratégias do tipo *asset seeking* seriam mais típicos das privatizações, objeto da seção seguinte.

7 - CONCLUSÕES

O movimento de internacionalização das economias do Mercosul tem ocorrido simultâneo a uma onda de F&A que é em tudo semelhante à observada em diversos países no mundo. O papel do IDE nessas operações é expressivo. Mas a escala das operações de F&A em nossa região é em geral menor do que a observada globalmente. Isso tem implicado uma notável mudança de natureza societária nos países do Mercosul, sob a forma de novas formas de controle das corporações, como o controle compartilhado tendo como acionistas, principalmente, investidores institucionais (especialmente os fundos de pensão), tanto nacionais como estrangeiros.

Além disso, os anos 90 têm como característica distintiva, em escala mundial, o fato de que, ao contrário de décadas anteriores, as F&A constituem o principal objetivo do IDE, em vez de investimento destinado à instalação de filiais e/ou construção de novas plantas (*greenfield*). Estima-se que o valor das F&A no Brasil na década de 90 tenha alcançado cifras da ordem de US\$ 70 bilhões até 1997; a privatização e a liberalização do IDE teriam sido os principais fatores subjacentes a esses processos. Da magnitude das cifras estimadas depreende-se, logicamente, que o valor das operações de F&A supera o do IDE na construção de novas plantas — mas há, obviamente, superposição entre as duas categorias.

Nosso foco de análise neste trabalho concentrou-se nas operações de F&A tendo como objeto de mudança de propriedade, ou empresa adquirida, as firmas já localizadas nos países do Mercosul.

Uma das principais conseqüências da integração pelo Mercosul foi o aumento do IDE na região, particularmente entre empresas brasileiras e argentinas. Levantamento recente (antes da mudança no regime cambial brasileiro) mostra que os fluxos entre os dois países tendem a aumentar neste final de década relativamente ao restante dos anos 90. Os aumentos de IDE são, inclusive, bastante superiores aos aumentos de comércio entre os dois países. Além disso, 2/3 do IDE argentino no Brasil serão promovidos pelos processos de desregulação e privatização.

No que diz respeito especificamente às aquisições, as F&A constituíram uma parte importante do IDE argentino no Brasil em 1990/97, mas não no investimento previsto para 1998/2000: no primeiro período tem-se que 63% do IDE ocorrem sob a forma de F&A e o restante como formação bruta de capital (*greenfield* e ampliação); em 1998 há uma inversão total dessas proporções, quando apenas 2% do IDE ocorreriam como F&A. Já quanto ao IDE brasileiro na Argentina tem-se um quadro com proporções mais estáveis: de 1990 a 1997 as F&A representaram

22% do investimento total; entre 1998 e 2000 essa proporção chega a 20%. Esses números devem ser interpretados com cautela.

A base de informações construída para esta pesquisa identificou 648 operações *no âmbito do Mercosul* no período 1992/98, concentradas nos três maiores países da região: Brasil (329 operações), Argentina (272 operações) e Chile (40 transações). A distribuição das operações é concentrada em poucos setores. O financeiro é o principal tanto no total dos seis países (89 operações) quanto no caso do Brasil (60 operações) — mas não na Argentina (23), em que ocupa a terceira colocação, e no Chile (onde tem pouca importância, com duas operações). Se ao financeiro agregarmos o de seguros, sua importância destaca-se ainda mais nos três países e, por extensão, no total. O setor de seguros registrou 19 operações para o total dos países.

O segundo setor em termos do número de operações é o químico, com 71 operações. Isso caracteriza tanto o Brasil quanto a Argentina. No tocante ao Brasil (42), há apenas três operações tendo como adquirentes empresas situadas no Mercosul — no caso, argentinas. Todavia, das 39 restantes, 25 são operações de F&A nas quais a compradora é empresa ou grupo brasileiro, sendo que as 14 restantes referem-se a compras efetuadas por subsidiárias de ETNs. As 26 operações de F&A envolvendo o setor químico na Argentina tiveram características um pouco diferentes das brasileiras no que se refere ao mesmo setor. Apenas cerca da metade das operações é representada por compras feitas por empresas do mesmo país (14). Das 12 restantes, cinco foram compras feitas por empresas com sede no Brasil, uma no Uruguai e uma no Chile e cinco por subsidiárias de ETNs.

O setor de alimentos é o terceiro, com 66 operações, proporcionalmente mais na Argentina (31 transações, ou 11% das F&A no país) que no Brasil (32 operações, ou 9,7% das F&A no país). Note-se que se a ele agregarmos o de bebidas, como fazem outras classificações, a importância relativa e absoluta para a Argentina aumenta ainda mais: com efeito, não menos do que 20 operações de F&A tendo como alvo empresas argentinas de bebidas tiveram lugar de 1992 a 1998. Assim, a soma de alimentos e bebidas torna esse setor o mais importante em termos do número de transações na região como um todo, no período de análise: 96 operações (total de 648).

O setor serviços aparece em quarto lugar, com 55 operações, seguido do automobilístico (inclusive o de autopeças), com 40 transações. Apresentam ainda concentração relativamente alta de operações os setores de: comunicação (36), metalurgia (que inclui siderurgia, 34 operações), bebidas (30), varejo (comércio varejista, 28 operações), material elétrico e de comunicações (26), minerais não-metálicos (materiais de construção, 21 operações), seguros (19) e papel e celulose (18).

A grande maioria das operações de F&A ocorre entre empresas situadas no próprio país. Assim, por exemplo, no setor alimentos, das 32 transações de F&A

verificadas no Brasil desde o começo da década, apenas nove foram operações *cross border*: oito da Argentina e uma do Chile. Mas mesmo das 23 restantes, apenas oito tiveram firmas brasileiras como adquirentes. Das 31 operações de F&A no setor de alimentos da Argentina, seis tiveram como adquirentes empresas chilenas e uma brasileira. Ao contrário do Brasil, porém, a grande maioria das 25 operações teve como adquirentes empresas argentinas (20).

A intensa reestruturação do setor financeiro no Brasil — representada por não menos do que 60 operações de F&A identificadas desde 1992 — é outro caso em que a grande maioria de operações é de compras de empresas brasileiras por outras brasileiras: de fato, 54 das 60 operações tiveram como adquirentes empresas brasileiras. Mas aqui, ao contrário do setor alimentos, apenas 11 são operações que tiveram como adquirentes empresas de capital brasileiro associado a de outras nacionalidades, com grande diversificação nacional. Das seis operações restantes, cinco tiveram empresas argentinas como compradoras e uma chilena. Em relação à Argentina, as mudanças no setor financeiro foram menos intensas do que no Brasil quanto ao número de operações. Das 23 operações de F&A identificadas, cinco tiveram bancos chilenos como adquirentes e uma empresa foi comprada por banco brasileiro. Das restantes, 10 são de capital argentino e sete são subsidiárias de ETNs; logo, ao contrário do Brasil, as F&A no setor financeiro argentino tenderam a concentrar mais capital em mãos de não-argentinos.

O setor serviços é, pela própria diversidade, um caso à parte. Das 31 operações de F&A identificadas envolvendo firmas brasileiras entre as adquiridas, não menos do que 30 correspondem a operações em que a adquirente é também brasileira — sendo a restante argentina. Mas, dessas 30, 18 são empresas nacionais e 12 subsidiárias de ETNs. Na Argentina, o quadro das operações de F&A no setor serviços é semelhante ao caso brasileiro, como no exemplo anterior: das 22 operações, quatro são chilenas (sendo uma, na verdade, filial de ETN no Chile) e duas brasileiras. As 16 restantes são realizadas por empresas argentinas.

Já no caso do setor automobilístico encontram-se 29 operações no Brasil e 11 na Argentina. No caso brasileiro, das 29 operações, 13 foram realizadas por empresas nacionais, 11 por subsidiárias de ETNs e cinco por empresas argentinas. Entre as 11 F&A na Argentina, apenas uma foi realizada por subsidiária de ETN e duas por empresas argentinas, enquanto sete foram realizadas por empresas brasileiras e uma por uruguaia. Houve, portanto, um predomínio das empresas brasileiras nos processos de F&A. Das 40 F&A no setor automobilístico desses dois países, as empresas brasileiras se destacaram com 50% das operações, enquanto as subsidiárias de ETNs responderam por 30% e as empresas argentinas não chegaram a realizar 18% das F&A.

Os totais confirmam que a maior parte das operações de F&A é realizada entre firmas instaladas no próprio país (82%), uma parcela relativamente pequena do total sendo representada pelas transações *cross border* (18%). No entanto, dentre as operações que têm como adquirente empresa no próprio país, uma parte

ponderável (41%) — que chega à maioria no caso de alguns setores — tem como compradora empresa subsidiária de ETN. Isso permitiu chegar a certos padrões setoriais, como a seguir.

a) Na indústria de alimentos as empresas argentinas se destacaram nos processos de F&A. Isso nos leva a concluir que o setor alimentício genuinamente argentino tem mais força/presença/importância em seu país do que o setor alimentício genuinamente brasileiro no Brasil, onde são precisamente as subsidiárias de ETNs que demonstram grande presença nesse setor.

b) No setor financeiro, tanto as instituições brasileiras como as argentinas dominaram as F&A em seus países de origem. Mas no Brasil nada menos que 72% dessas operações foram efetuados por empresas brasileiras enquanto na Argentina apenas 43% das F&A foram realizados por empresas argentinas.

c) No setor químico, da mesma forma, empresas argentinas e brasileiras foram responsáveis por cerca da metade das F&A em seus países de origem: pelo menos 59% das F&A brasileiras e quase 54% das F&A argentinas foram realizados por empresas de capital nacional.

d) As empresas nacionais também dominam as operações de F&A no setor de serviços: 58% no Brasil, e quase 73% das F&A na Argentina tiveram empresas nacionais como adquirentes.

e) Já o setor automotivo é um em que as operações *cross border* dominam as F&A argentinas. E mesmo no Brasil, a soma das operações *cross border* com as compras feitas por subsidiárias de ETNs foram em maior número do que as F&A efetuadas por empresas nacionais.

f) No setor de material elétrico e de comunicações, esse padrão aparece com clareza ainda maior, dado que a grande maioria das operações brasileiras foi efetuada por subsidiárias de ETNs.

O movimento das privatizações segue os mesmos padrões perseguidos pelas empresas de capital nacional apontados nos processos de F&A: a) no financeiro, as empresas nacionais destacaram-se nas privatizações de bancos estaduais; as operações sugerem a preferência pela aquisição da estrutura existente, em vez de abrir novas agências; b) no químico, as empresas nacionais foram responsáveis por grande parte das aquisições via privatizações em seus países de origem: quase 39% e 75% das empresas privatizadas no Brasil e na Argentina, respectivamente, nesse setor foram adquiridas por empresas nacionais.

A importância das operações em que o adquirente é um consórcio misto em que operam empresas de país do Mercosul é destacada em alguns setores. No caso do Brasil, em mineração, química, serviços e, especialmente, telecomunicações. Na Argentina, em energia elétrica, petróleo, telecomunicações e transporte.

Do ponto de vista das estratégias empresariais, não nos parece que as do tipo *resource seeking* tenham tido grande relevância na região — de fato, os casos de F&A em empresas minerais, típicos dessa estratégia, são relativamente poucos. Ainda assim, a pesquisa bibliográfica sugere que na Argentina têm sido registrados investimentos tipo *resource seeking* em setores como o de *commodities* agropecuários, petróleo e petroquímica, além de na mineração. No Brasil, esse tipo de investimento cresceu mais recentemente em parte por causa da privatização e da abertura ao capital estrangeiro (na mineração, especialmente). Os baixos custos de matérias-primas tanto no Brasil quanto na Argentina representam a principal vantagem de localização e o fator determinante da decisão de IDE (exemplos: setores produtores de óleos, carnes e mineração argentinos). Mas no setor petroquímico argentino, por exemplo, o IDE é do tipo *market seeking*.

A pesquisa sugere que na motivação das F&A predominam as estratégias *market seeking*, nas quais a adquirente procura ampliar sua fatia de mercado pela compra de uma empresa local seja porque esse mercado cresce lentamente — logo, não comporta outro concorrente — ou porque deseja aumentar seu poder de mercado, seja para se apropriar de recursos intangíveis detidos pela empresa comprada. O mercado interno é o principal fator de atração do investimento, seja ele *greenfield*, resultante de privatização ou objeto de F&A. No entanto, em um contexto de abertura comercial, as estratégias *market seeking* também incluem ações de racionalização (que são, tipicamente, *efficiency seeking*), a fim de melhorar a produtividade e a qualidade dos processos e produtos desenvolvidos internamente.

A concentração em setores produtores de bens de consumo — duráveis e não-duráveis — reforça a sugestão quanto à importância das estratégias *market seeking* — isto é, visando à ampliação das fatias de mercado — em diversos casos: alimentos, bebidas e material elétrico. Isso se aplicaria, igualmente, a setores produtores de *non tradeables*, como comunicações, financeiro, serviços e varejo. Claramente, no entanto, em alguns desses casos pode ser que se trate de estratégias *asset seeking*, como as operações que buscam capturar ativos intangíveis de propriedade das empresas adquiridas. Os exemplos são dos setores financeiro e de varejo.

Os casos de *efficiency seeking strategies* para alcançar sinergias são, possivelmente, mais raros — mas ver item seguinte. Ainda assim, a pesquisa bibliográfica mostrou que na Argentina observam-se estratégias com componentes de *efficiency seeking* nos setores de *commodities* agroindustriais, alimentos e bebidas, artigos de higiene e limpeza, eletrodomésticos, embalagens e no complexo automotivo. Em boa parte dos casos, as estratégias *efficiency seeking*, especialmente as que compreendem a busca de sinergias, são implementadas por firmas que têm como objetivo central o aproveitamento do mercado doméstico.

A única indústria em que parecem consolidar-se estratégias de integração *efficiency seeking* dentro do Mercosul é a automotiva. É o único setor da Argentina, e um dos poucos no Brasil, que ainda conta com um regime especial para regular seu desenvolvimento e, em particular, seu comércio com o resto do

mundo. A busca pela racionalização se materializa por estratégias de *efficiency seeking* com as quais se pretende obter economias de escala e especialização internamente à empresa ou grupo — isto é, a realização e aproveitamento de sinergias — em particular dentro do Mercosul. Mas nem todo investimento em racionalização é *efficiency seeking*.

Finalmente, as estratégias *asset seeking* concentram-se no destaque para as privatizações. Em ambos os países analisados, Brasil e Argentina — mas principalmente no último —, observa-se que a posição de mercado da firma adquirida tem pesado mais que seu nível de equipamento como determinante do investimento. Além disso, as privatizações representam uma clara oportunidade para o ingresso de IDE, freqüentemente em associação com capitais nacionais e/ou de multilatinas. Ao mesmo tempo, são aquisições que, em diversos casos — há exemplos no setor elétrico brasileiro —, representam fusões com empresas locais. Nesse último caso há evidências de sinergias entre as empresas que se fundem, caracterizando mais claramente estratégias *efficiency seeking* — além de, obviamente, *asset seeking*.

O objetivo declarado dos processos de reestruturação patrimonial é tornar as empresas e conglomerados de que participam mais eficientes e competitivos. Dois fatores têm sido apontados para explicar a recente onda de F&A: o primeiro é o movimento efetuado por conglomerados com negócios em distintos setores que, por motivos estratégicos, procuram se livrar dos negócios acessórios para se concentrar nos principais, ou *core businesses*. O segundo seria a necessidade de obter sinergias pela aquisição de empreendimentos situados no seu setor de atuação principal. O resultado de qualquer desses movimentos é o aumento no poder econômico das empresas e/ou grupos reestruturados nos mercados em que atuam. Assim, amplia-se a definição de mercado relevante para os produtos da empresa/grupo.

ANEXO 1

As Multilaterais e as F&A no Mercosul

Entre os maiores investidores na América Latina destacam-se nos últimos anos as chamadas “multilaterais” (MLS), empresas multinacionais originárias dos países da região e cuja expansão avança rapidamente [ver *Gazeta Mercantil Latino-Americana* (29 de março a 4 de abril de 1999, p. 1 e 2)]. Dentre as características comuns observadas no desenvolvimento recente dessas empresas/grupos destacam-se: *a*) a rápida expansão regional, dada pela capacidade e agilidade na aquisição de outras empresas ou de firmar sociedades na região; *b*) a habilidade para firmar *joint ventures* com ETNs e outras MLS; e *c*) a facilidade de acesso a mercados de capitais internacionais, dado seu porte, linhas de atuação e posição creditícia.

As MLS construíram uma rede de subsidiárias em diferentes ramos — principalmente no México e nas áreas metropolitanas do Brasil, Argentina, Chile e Uruguai — com ativos estimados em US\$ 622 bilhões. Elas têm aumentado o *market share* à custa de ETNs e de empresas que atuam apenas localmente em seus países. Essa regionalização seria, portanto, uma das molas propulsoras do processo de F&A no Mercosul.

Isso não implica desconsiderar que na Argentina as empresas líderes em setores como telecomunicações, varejo, automobilístico e petroquímico são, na verdade, de controle estrangeiro cuja propriedade não necessariamente é da área dos demais países do Mercosul. Oito das 10 empresas que mais faturam no país são de propriedade estrangeira e nos últimos anos adquiriram mais de 60 firmas locais. Entre 1990 e 1998 o IDE alcançou US\$ 36 bilhões, segundo o Ministério da Economia argentino. Esse movimento teve grande impulso com as privatizações realizadas a partir de 1990 pelo Governo Menem. Mas foi a partir de 1993 que grandes empresas multinacionais compraram os principais grupos privados argentinos. Setores como o financeiro e de seguros (US\$ 4,6 bilhões), o de alimentos e bebidas (US\$ 2,8 bilhões), o automobilístico (US\$ 540 milhões), o de comunicações (US\$ 3 bilhões) e as ex-estatais têm sido a preferência dos estrangeiros. Das F&A realizadas entre 1993/98, 85% correspondem a firmas estrangeiras [ver *Gazeta Mercantil Latino-Americana* (25 a 31 de janeiro de 1999, p. 8)].

Já quanto ao Brasil a internacionalização das empresas [ver Bielschowsky e Stumpo (1996)] na área do Mercosul tem sido notável nos anos 90. A abertura de subsidiárias no exterior caracterizou especialmente os grandes grupos, destacando-se a instalação em paraísos fiscais. Assim é que uma pesquisa [ver BNDES (1995)] identificou 117 grupos econômicos privados brasileiros⁴⁸ que detinham

⁴⁸ Desses 117 grupos, 74% estavam entre os 300 maiores grupos arrolados segundo patrimônio líquido do *Balanço Anual* da *Gazeta Mercantil*.

402 subsidiárias no exterior. Destas, 119 foram localizadas em paraísos fiscais, correspondendo a 67 grupos. Em segundo lugar destacam-se os países da América do Sul, com 114 subsidiárias, sendo 75 no Mercosul, e os Estados Unidos, com 69. O movimento de instalação foi acelerado nos anos 90.

A forma de implantação das subsidiárias produtivas no exterior em geral priorizou a compra ou associação (63% dos casos), cabendo o restante à implantação de nova unidade. Além disso, o empresariado brasileiro segue no exterior padrão de controle acionário semelhante ao adotado na maioria das empresas no Brasil. Quanto à distribuição setorial, “embora a estratégia de internacionalização venha sendo adotada por grupos dos diversos setores da economia, verifica-se uma certa variação quanto à natureza da atividade desempenhada pela unidade no exterior (...) unidades comerciais são mais freqüentes entre grupos econômicos dos setores de mineração, mecânica, papel e celulose e alimentos, enquanto unidades produtivas são mais comuns entre os grupos de metalurgia, material de transporte, química e construção” [BNDES (1995)].

Outra pesquisa, da KPMG [ver *Gazeta Mercantil* (30 de junho de 1997, p. C-1)], mostra que no quinquênio 1992/96 foram efetuadas 25 aquisições de empresas estrangeiras por empresas nacionais que buscaram internacionalizar-se. A pesquisa revela ainda que menos de 1% das empresas brasileiras foi internacionalizado nos processos de F&A que tiveram lugar no quinquênio. Considerando-se os 13 setores que concentraram a maior parte dos negócios, o número das que foram compradas ou se associaram a internacionais chega a cerca de 200, em um universo de aproximadamente 63 mil empresas.⁴⁹

A pesquisa do BNDES anteriormente citada contribuiu para uma melhor caracterização do processo de expansão de grupos brasileiros no exterior ao analisar detidamente 30 grupos (24 de base manufatureira). Segundo essa fonte, o movimento de expansão que se inicia no final dos anos 60 com o aumento das exportações estaria recentemente atingindo uma nova fase na qual o estabelecimento de subsidiárias no exterior é um complemento da atividade exportadora, refletindo a necessidade de consolidar um escoadouro para seu potencial de crescimento. O investimento direto passa então a assumir papel de relevo, muitas vezes em associação com grupos locais, embora se observe a resistência à perda do controle acionário. As principais motivações para a realização do investimento no exterior são: *a)* de fortalecer o poder de competição pela proximidade do mercado consumidor; *b)* aproveitar as oportunidades geradas pelo processo de integração regional; e *c)* desenvolver alianças estratégicas com empresas locais.

Como fartamente comentado, o IDE das ETNs na América Latina tem sido em diversos casos realizado através da aquisição de firmas já instaladas, em

⁴⁹ Relacionado a isso, a pesquisa da KPMG mostra que o movimento de fusões entre as empresas nacionais foi mais intenso do que o da internacionalização. O número de F&A entre as nacionais foi de 266 casos, além dos 25 de compra de empresas no exterior (com destaque para as autopeças e, em termos de área, o Mercosul).

movimento de intensidade crescente durante a década de 90. Uma das resultantes desse processo, já devidamente documentada em diversos estudos, é que a participação das firmas estrangeiras no total de vendas dos países da região aumentou consideravelmente nesses anos. Dentre os que mais receberam investimentos destacam-se México, Argentina, Chile e Brasil. No entanto, destes, apenas Brasil e Chile apresentam-se como emissores de fluxos significativos de IDE.

Os *World Investment Reports* da Unctad registram que dentre as 50 maiores ETNs originárias de países em desenvolvimento apenas 15 são originárias da América Latina. Esse fenômeno não é novo para as empresas latino-americanas: algumas argentinas já registravam investimentos no exterior no início do ciclo que ocorreu nos anos 60 e 70, denominado “primeira onda” de IDE de países em desenvolvimento, quando já havia uma presença significativa de firmas de países latino-americanos (Argentina, Brasil, Colômbia, México e Venezuela) [ver Chudnovsky, Porta e López (1999)]. Esse movimento perde dinamismo na década de 80, quando as firmas asiáticas lideram o processo de IDE dentre os países em desenvolvimento na denominada “segunda onda”, que vai até os dias de hoje.⁵⁰

As mudanças enfrentadas pelas economias em desenvolvimento, em particular as da América Latina na década de 90, diante de maior abertura comercial, financeira e tecnológica, lançaram um desafio à capacidade de as empresas nacionais se adequarem ao novo contexto que se configurava. Diversas empresas mudaram de proprietário. Por outro lado, um número expressivo de grupos/empresas nacionais tem conseguido se adaptar. Em alguns casos elas têm buscado firmar alianças com ETNs a fim de conquistar novos mercados alvos de suas exportações e, para consolidar a presença em mercados regionais, quando não-globais, têm efetuado IDEs tornando-se, assim, ETNs latino-americanas ou multilaterais. Esse movimento de internacionalização de firmas latino-americanas, por estar diretamente relacionado aos programas de reformas econômicas adotados por diversos países na década de 90, ocorre inicialmente nos países onde essas reformas foram primeiro implementadas.

Inicialmente, as empresas chilenas e mexicanas foram as que, após adaptação ao novo contexto de concorrência a que foram expostas, realizaram IDE de forma a atuar regional e, algumas vezes, globalmente. Assim é que na Argentina, com a conclusão do processo de privatizações e com a constituição do Mercosul, abriu-se um leque de opções de IDE quanto à diversificação geográfica. As empresas argentinas locais tinham diante de si a possibilidade de explorar vantagens no seu

⁵⁰ Na “primeira onda” de investimentos originários dos países em desenvolvimento, firmas brasileiras, argentinas, de Hong Kong, Cingapura, Malásia, Índia, entre outras, realizaram IDE bastante diversificado, em geral em setores extrativistas (como mineração e petróleo), construção civil e outros destinados a substituir importações no país receptor. Além disso, a maior parte dessas operações foi realizada nos países vizinhos, geralmente através da formação de *joint ventures*, em que as vendas eram destinadas principalmente ao mercado interno. Muitas vezes, essas operações foram precedidas de exportações ao país receptor e objetivavam fugir das barreiras comerciais então existentes [Whitmore, Lall e Hyun (1989)].

core business e, da mesma forma, passaram a atuar principalmente nas regiões vizinhas. Os grupos argentinos Bunge y Born e Siam Di Tella destacam-se no início desse ciclo de emissão de IDE [Katz e Kosacoff (1983)].

O Brasil, na seqüência das reformas estruturais por que vem passando sua economia, ainda apresenta um número relativamente pequeno de empresas que realizam IDE. Nessas operações destaca-se a Argentina como país receptor. Mais recentemente, no entanto, observa-se que grande parte das empresas brasileiras que haviam adotado estratégias de internacionalização tem sido absorvida por ETNs, como mostraremos mais adiante.

Segundo Paredes e Sánchez (1996), as estratégias das MLS dependem do grau de desenvolvimento da economia em que se inserem. Em uma etapa inicial, a formação desses grupos facilitaria o acesso aos mercados de capitais, de trabalho, de informação e tecnologia, os quais apenas funcionam de forma completa em países desenvolvidos [Achi *et alii* (1998)]. À medida que o processo de desenvolvimento avançasse, surgindo instituições capazes de completar o mercado e ajudando, portanto, a reduzir custos de transação, a diversificação evidenciada pela formação dos conglomerados se reduziria e haveria maior concentração em atividades nas quais possam aproveitar o *know-how* específico que possuem. E a possibilidade de obter economias de escala reforça o desejo de internacionalização em busca de novos mercados.

No que diz respeito aos planos de investimento das MLS, a análise das principais empresas investidoras [ver CEP (1998, n. 20)] na Argentina e no Brasil permite destacar as áreas de atuação das maiores operações, separando-se as realizadas em 1990/97 das previstas e/ou iniciadas em 1998/2000. Assim, dentre as inversões argentinas em F&A no Brasil realizadas até 1997/98, destacam-se as das empresas: *a*) Socma, nos setores de construção e manufatureiro; alimentos (compras da Basilar, Isabela e Zabat) e bebidas; *b*) Impsa, nos setores de máquinas e equipamentos, autopeças (TCA) e energia elétrica (hidroelétrica em MG); *c*) Cometrans, no setor de transporte, no consórcio que arrematou a concessão do metrô do Rio de Janeiro; *d*) Pérez Companc, nos setores de energia elétrica (51% da Excelsa) e financeiro (empresa de cartões de crédito Card System, em associação com Banco Bozano Simonsen); *e*) Baesa, setores de alimentos e bebidas (engarrafadora da Pepsi); *f*) Arcor, setor petroquímica (compra da Koppol, da Polibrasil Resinas); *g*) Banco Galícia, setor financeiro (aquisição de 22% do Barclay's); *h*) Pluspetrol, petróleo e gás (compra da CEG/RJ); *i*) Techint, construção (instalação de filial); *j*) Banco Exprinter, compra de 50% do Banco Losango; *l*) Grupo Bunge y Born, alimentos e bebidas (aquisição da Ceval); *m*) Socma, gasodutos, construção, serviços de energia elétrica, alimentos e bebidas; e *n*) Mikault, alimentos e bebidas, aquisição da empresa láctea Ivoti S.A.

Quanto às aquisições efetuadas por empresas brasileiras, destacam-se: *a*) Petrobras, contrato de associação por 55% da área Aguarague; *b*) Vidraria Santa Marina (na verdade, uma *joint venture* com capitais franceses), materiais de construção, compra da Sotex; *c*) Dixie Toga, aquisição da American Plast; *d*)

Freios Varga, compra da Indurfen; *e*) Fitesa, têxtil e vestuário, compra da Mantar; *f*) Sogefi, autopeças, compra da Winner; *g*) Inepar, máquinas e equipamentos, compra da Masa (medidores Argentinos); *h*) Gerdau, Siderurgia, aquisição da Sipsa; *i*) Vasp, compra de 80% da TAN; *j*) Tintas Renner, químico, compra da Pincol e da Pamex; *l*) Duratex, materiais de construção, compra de 25% da Piazza Hermanos; *m*) Fras-Le, autopeças (subsidiária), compra da Fren Bloc; *n*) Arisco (subsidiária), setor alimentos, compra de terras para plantio de oliveiras; *o*) Banco Itaú, compra do Banco de Buen Ayre; e *p*) Gerdau, compra de 33% da siderúrgica Sipar.

ANEXO 2

A Mudança no Regime Cambial Brasileiro e as Estratégias Empresariais no Mercosul

As mudanças no regime cambial brasileiro, iniciando-se com a adoção de um regime de (livre) flutuação em meados de janeiro de 1999, podem vir a alterar profundamente o contexto macroeconômico em que se desenrola a integração regional.⁵¹ Por extensão, atingem também as condições de produção, a competitividade dos diversos países e, por conseqüência, as estratégias empresariais. Embora seja cedo para análises mais aprofundadas — dado o curto período decorrido desde o início da mudança no regime cambial brasileiro — é interessante especular, brevemente, sobre as mudanças possíveis e prováveis. Principalmente porque essas decisões de investimento são de longo prazo e, supostamente, não afetariam de imediato decisões já tomadas.

Note-se que os resultados da mudança quanto às F&A são, até o presente, ambíguos. Tem-se desde informações sobre redução do número de operações de F&A no período — a exemplo do registrado pela pesquisa de Corporate Finance da KPMG [ver *Gazeta Mercantil* (30 de abril de 1999, p. C-2)], que registrou apenas 53 transações de F&A no Brasil no primeiro trimestre de 1999, a comparar com 94 no primeiro trimestre de 1998 e 71 no último trimestre daquele ano — até informações sobre mudanças nos planos empresariais estimuladas, supostamente, por aquelas mudanças. Nesse último caso estaria, por exemplo, o anúncio do investimento de US\$ 100 milhões a ser feito ainda no ano em curso no Brasil pela Impsat Brasil, do grupo argentino Pescarmona [ver *Gazeta Mercantil* (13 de maio de 1999, p. C-5)].

Existem diversos fatores a serem levados em conta na análise das estratégias empresariais. Dada a instabilidade cambial que ainda existe, a situação é indeterminada. No entanto, é possível pensar em tendências dado que, qualquer que venha a ser o (novo) câmbio de equilíbrio, a desvalorização real da taxa cambial brasileira será, provavelmente, substancial. Logo, as mudanças de preços relativos terão efeito não-desprezível sobre custos, rentabilidades relativas e absolutas, e incentivos à produção e ao investimento.

Uma primeira, e mais óbvia, conseqüência ocorrerá a médio prazo: é a que resulta dos fluxos comerciais e mudanças nos níveis de atividade das empresas que exportam/importam bens finais. Nesse caso, o incentivo das firmas brasileiras em relação às dos demais países será dado pela redução correspondente do preço em dólares dos exportáveis e aumento dos importáveis. Estimativas, ainda que

⁵¹ No limite, em um cenário extremamente pessimista, a desvalorização do real poderia acarretar um movimento em cadeia, com ameaça de desvalorizações no Cone Sul e ameaça à própria existência do Mercosul. Tudo depende da magnitude da desvalorização em termos reais e das reações dos parceiros. Esse cenário parece distante em meados de maio.

grosseiras, das elasticidades-preço relevantes mostram que o efeito sobre os fluxos de comércio tende a ser poderoso a médio prazo. Protocolos de comércio já firmados com a Argentina, pelos quais o Brasil abre mão de incentivos creditícios à exportação de diversos produtos em relação aos países do Mercosul, dão uma indicação do vigor potencial das mudanças que se esperam nos fluxos de comércio a médio prazo.⁵² Ao mesmo tempo, no entanto, observa-se aumento do protecionismo na região: a Comissão Nacional de Comércio Exterior da Argentina [ver *Gazeta Mercantil* (15-17 de fevereiro de 1999, p. A5)] deu recentemente parecer favorável à adoção de sobretaxas em relação às importações de aço brasileiro em níveis que variam de 9,44% a 51,05% devido a acusações de *dumping*. Claramente, o efeito final de ambas as tendências dependerá de vários fatores. Em particular, ele dependerá, em parte, do conteúdo importado da produção exportável brasileira — o que nos leva ao segundo ponto, a seguir.

Uma segunda implicação resultará do inevitável assim chamado “adensamento da cadeia produtiva”, entendido como o efeito dos incentivos à produção doméstica de matérias-primas, peças, partes, componentes e acessórios, antes importados, proporcionado pela elevação de custos embutida na desvalorização real do câmbio brasileiro. Isso tenderá a reduzir as importações brasileiras dessas mercadorias e a se traduzir em mudanças na verticalização *dentro* (e fora) do Mercosul para os casos de empresas *regionalmente verticalizadas* — isto é, que produzam com o recurso as importações de insumos de outro país, no âmbito do Mercosul ou não. É um efeito de médio prazo que dependerá da sustentabilidade da desvalorização real da taxa cambial brasileira. O ponto positivo, do ponto de vista brasileiro, é que a produção substitutiva tem o efeito de sustentar o nível de produção e emprego domésticos.

Uma terceira implicação virá da profundidade e extensão da recessão industrial brasileira em 1999: quanto maior e mais profunda, maior o incentivo a exportar excedentes a preços abaixo de mercado, inclusive e, especialmente, para os países da região. Isso tenderá a reforçar o efeito comercial. Por outro lado, diminuirá o incentivo à verticalização da produção brasileira na medida em que a demanda pelo produto final estará enfraquecida. Como a redução do nível de atividade em 1999 será provavelmente menor do que se supunha no começo do ano, esse efeito será de pequena magnitude. Logo, atenuará os efeitos da mudança de regime cambial nesse particular.

Uma quarta — e talvez mais importante — consequência relaciona-se aos ganhos de produtividade e competitividade da produção brasileira — logo, diretamente, das estratégias empresariais no âmbito do Mercosul. Tanto a redução do nível de atividade industrial quanto a provável verticalização crescente que se espera para

⁵² Por outro lado, existe a percepção de que a imprensa e a indústria argentinas têm reforçado um clima de catástrofe ante a desvalorização do real. Estatísticas divergentes relacionadas ao comportamento das importações argentinas de produtos brasileiros levaram a que recente artigo originado em Buenos Aires iniciasse, algo cinicamente, com uma citação devida a Disraeli: “Existem três tipos de mentiras: as mentiras, as mentiras totais e as estatísticas” [ver *Gazeta Mercantil Latino-Americana* (1999, n. 147, p. 29)].

o futuro próximo terão o efeito de diminuir o ritmo de crescimento da produtividade. No primeiro caso, porque a queda do nível de atividade afeta diretamente o aumento da produtividade. No segundo, porque duas das principais fontes de ganhos de produtividade estão, precisamente, nos bens de capital e matérias-primas, partes e componentes importados — cujo montante vem diminuindo expressivamente por conta da desvalorização do câmbio real e da recessão —, e na adoção de novas técnicas gerenciais e organizacionais cujo estímulo para adoção diminui quando se reduz a competição — como parece provável que ocorra devido ao efeito protecionista propiciado tanto pela desvalorização cambial quanto pelo aumento da verticalização da produção anteriormente mencionado.

Em resumo, a desvalorização da taxa cambial brasileira tem forçado a adoção de medidas de curto prazo por parte das empresas na tentativa de reduzir os impactos nos negócios e nas estratégias empresariais na região. O próprio mapa dos negócios do Mercosul tem mudado substancialmente. Isso se refere não apenas às inevitáveis rodadas de renegociação de preços entre fornecedores e importadores: há também registros de casos de empresas cuja tendência é redirecionar as operações para o Brasil.

Essa tendência aparece com mais clareza no caso das montadoras de automóveis devido ao uso de plataformas comuns para diferentes modelos de veículos. No caso da Fiat, por exemplo, a mudança é no sentido de fabricação temporária do modelo Siena em Minas Gerais, modelo antes importado da Argentina. A Volkswagen deverá, da mesma forma, transferir para o Brasil boa parte da produção do seu modelo Gol [ver *Gazeta Mercantil Latino-Americana* (15 a 21 de fevereiro de 1999)]. Quanto às empresas fabricantes de autopeças, as perspectivas são menos claras, embora existam registros de casos de empresas que estão redirecionando sua produção para as plantas brasileiras. Ainda assim, acredita-se que os segmentos de montadoras de automóveis, produtores de autopeças e de alimentos processados serão aqueles em que a substituição de importados por produtos fabricados no Brasil tenderá a ser mais rápida. O incentivo aos fornecedores locais poderá ser muito forte nesses casos.

Por tudo isso, parece claro que as estratégias empresariais tenderão a mudar substancialmente no futuro próximo. A complexidade dos fatores determinantes dessas estratégias, já brevemente arrolados, torna o quadro excessivamente confuso para permitir previsões mais nítidas. Nessa data, porém, a probabilidade é a de que mudanças não-desprezíveis tendem a acompanhar o futuro das empresas que participam mais ativamente do Mercosul, particularmente no que diz respeito às suas estratégias empresariais.

ANEXO 3

Uma Nota sobre as Privatizações no Mercosul

As privatizações, especialmente na Argentina (começo da década de 90) e no Brasil (a partir de 1995), têm representado uma oportunidade ímpar para o ingresso de IDE. Ao mesmo tempo, são aquisições — como há exemplos no setor elétrico brasileiro — que, em diversas instâncias, representam fusões com empresas locais. Nesse último caso há evidências de sinergias entre as empresas que se fundem, caracterizando mais claramente estratégias *efficiency seeking* — além de, obviamente, *asset seeking*.

Exemplos dessas aquisições por privatização constam da base de dados construída para esta pesquisa. Nela, destacam-se os setores objeto de investimento segundo países, indicando a propriedade do(s) adquirente(s). Para analisarmos as características das privatizações realizadas nos países membros, optou-se por disponibilizar duas tabelas para os dois principais países (Brasil e Argentina) em termos do número de privatizações, volume envolvido nessas operações e qualidade das informações disponíveis. Como as informações para privatização no Chile e na Bolívia são bastante precárias quanto à identificação das empresas adquirentes e valor da operação, além de revelarem poucas operações e de pequeno valor, não as exibimos aqui. Para o Paraguai e o Uruguai nenhuma das fontes utilizadas listou possíveis privatizações realizadas.

Analisando as Tabelas A.1 e A.2 a seguir, verifica-se que o processo de privatização tem sido fortemente dominado pela formação de consórcios tanto no Brasil quanto na Argentina. Em sua maioria esses consórcios são mistos, envolvendo empresas nacionais (com destaque, no caso do Brasil, para os fundos de pensão das estatais e ex-estatais) e estrangeiras como adquirentes. O papel dos consórcios tem sido fundamental para juntar empresas de diferentes especialidades. No Brasil, das 112 empresas privatizadas citadas nas tabelas, 12 foram adquiridas por consórcios nacionais e 40 por consórcios mistos, perfazendo mais de 46% das operações. Na Argentina, de um total de 126 empresas privatizadas, 36 foram adquiridas por consórcios nacionais e 42 por consórcios mistos, representando mais de 61% das privatizações.

Cabe destacar, no entanto, que o movimento das privatizações segue praticamente os mesmos padrões perseguidos pelas empresas de capital nacional apontados nos processos de F&A. Em particular: *a*) no setor financeiro as empresas nacionais sobressaíram nas privatizações de bancos estaduais. Provavelmente com o intuito de não perder mercado para seus novos concorrentes estrangeiros, buscaram se fortalecer através da expansão para novas áreas de atuação como o mercado varejista, por exemplo. Essas operações sugerem a preferência pela aquisição da estrutura existente, em vez de abrir novas agências; *b*) no setor químico, da mesma forma, empresas nacionais foram responsáveis por grande parte das aquisições via privatizações em seus países de origem. Quase 39% das empresas

privatizadas no Brasil nesse setor foram adquiridos por empresas brasileiras. Da mesma forma, 75% das empresas privatizadas na Argentina nesse setor foram adquiridos por empresas nacionais; e c) a importância das operações em que o adquirente é um consórcio misto em que operam empresas de país do Mercosul é destacada em alguns setores. No caso do Brasil, em mineração, química, serviços e, especialmente, telecomunicações. Na Argentina, em energia elétrica, petróleo, telecomunicações e transporte.

Tabela A.1
Privatizações no Brasil: Número de Transações por Setor segundo Adquirente

Setor	Tipo de Comprador	Número de Operações	Valor em US\$ Milhões
Energia Elétrica	Consórcio Nacional	10	6.177,77
	Consórcio Misto ^a	8	9.835,54
	Consórcio Misto-Mercosul ^b	3	2.169,00
Financeiro	Empresa Brasileira	5	1.180,27
	Consórcio Nacional	1	28,19
Gás	Consórcio Misto-Mercosul ^b	1	429,69
Metalurgia	Empresa Brasileira	2	121,79
	Consórcio Nacional	6	5.439,72
Mineração	Consórcio Misto ^a	1	3.134,70
Químico	Empresa Brasileira	12	344,31
	Consórcio Nacional	8	825,76
	Consórcio Misto ^a	8	1.664,91
	Subsidiária de ETN	3	200,35
Serviços	Consórcio Nacional	1	374,80
	Consórcio Misto ^a	2	284,00
Telecomunicações	Empresa Brasileira	1	378,00
	Consórcio Nacional	3	3.023,00
	Consórcio Misto ^a	17	17.959,00
Transportes	Empresa Brasileira	3	86,99
	Consórcio Nacional	12	1.538,14
	Consórcio Misto ^a	4	970,73
	Consórcio Mercosul ^c	1	262,00

Fonte: Elaborada com base nas informações do BNDES.

Nota: Não foram consideradas as operações que não envolveram pelo menos um membro do grupo Mercosul e Associados. Além disso, as operações que não tiveram o país da empresa adquirente ou o valor da transação divulgados não foram contabilizadas nesta tabela.

^a Consórcio Misto inclui empresas brasileiras e empresas não pertencentes ao bloco Mercosul e Associados.

^b Consórcio Misto-Mercosul inclui empresas brasileiras e/ou pertencentes ao bloco e empresas não pertencentes ao bloco.

^c Consórcio Mercosul diz respeito apenas a empresas do Mercosul e Associados.

Tabela A.2

Privatizações na Argentina, 1990 a Junho de 1998, Número de Transações por Setor segundo Adquirente

Setor	Tipo de Comprador	Número de Operações	Valor em US\$ Milhões
Alimentos	Empresa Argentina	3	7,50
	Consórcio Nacional	1	1,90
	Consórcio Misto ^a	1	2,00
Bebidas	Empresa Argentina	1 (?)	11,50
	Consórcio Nacional	1	2,20
Comunicação	Empresa Argentina	6	14,00 ^{***}
Energia Elétrica	Empresa Argentina	6	623,90
	Consórcio Nacional	8	58,50
	Consórcio Misto ^a	11	1377,10
	Consórcio Misto-Mercosul ^b	2	734,90
	Consórcio Mercosul ^c	1	85,70
	Empresa Estrangeira ^d	3	539,20
	Financeiro	Empresa Argentina	3
Gás	Consórcio Misto ^a	1	86,30
	Empresa Estrangeira ^d	1	118,00
	Consórcio Nacional	1	n.d.
	Consórcio Misto ^a	9	1517,70 ^{**}
Metalurgia	Consórcio Misto-Mercosul ^b	1	n.d.
	Consórcio Mercosul ^c	1	72,00
	Empresa Argentina	2	11,30
	Consórcio Nacional	1	148,70
Petróleo	Consórcio Misto ^a	1	33,00
	Consórcio Nacional	6	605,80
	Consórcio Misto ^a	8	937,50
Químico	Consórcio Misto-Mercosul ^b	1	143,70
	Empresa Argentina	12	165,50
	Consórcio Nacional	2	141,10
Serviços	Consórcio Misto ^a	2	358,50
	Empresa Argentina	3	107,00 ^{***}
	Consórcio Nacional	6	63,00 [*]
Telecomunicações	Consórcio Misto ^a	2	12,60 [*]
	Consórcio Misto ^a	2	1471,00
Transportes	Empresa Argentina	3	17,40 ^{***}
	Consórcio Nacional	10	n.d.
	Consórcio Misto ^a	5	692,70 ^{***}

Fonte: Elaborada com base nas informações fornecidas por América Economía e Kulfas, Hecker e Kaminski (1998).

^a Consórcio Misto: empresas argentinas e empresas não pertencentes ao bloco Mercosul e Associados.

^b Consórcio Misto-Mercosul: empresas argentinas e/ou pertencentes ao bloco e empresas não pertencentes ao bloco.

^c Consórcio Mercosul diz respeito apenas a empresas do Mercosul e Associados.

^d Empresas do Mercosul e Associados.

* Apenas divulgado o valor de uma operação.

** Apenas divulgado o valor de oito operações.

*** Apenas divulgado o valor de duas operações.

n.d. = não-disponível.

BIBLIOGRAFIA

- ACHI, Z., BOULAS, C., BUCHANAN, I., FORTEZA, J., ZAPPEI, L. Conglomerates in emerging markets: tigers or dinosaurs? *Strategies & Business*, n. 11, 1998.
- AMÉRICA ECONOMIA. *As 500 maiores empresas da América Latina*. Edição anual 1996/97, nov. 1996.
- . *Gerência sem pátria: chegou o fim da era dos feudos; regionalização é a nova palavra de ordem nas empresas multinacionais*, n. 108, jun. 1996.
- . *As 500 maiores empresas da América Latina*. Edição anual 1997/98, nov. 1997.
- . *As 500 maiores empresas da América Latina*. Edição anual 1998/99, nov. 1998.
- AVERBURG, A. Mercosul: conjuntura e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 10, dez. 1998.
- BAUMANN, R. Una evaluación del comercio intraindustrial en la región. *Revista de la Cepal*, n. 48. Santiago, Chile: Cepal/ONU, 1992.
- (org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Sobeet, Campus, 1996.
- BIELSCHOWSKY, R., STUMPO, G. A internacionalização da indústria brasileira: números e reflexões depois de alguns anos de abertura. In: BAUMANN, R. (org.). *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Sobeet, Campus, 1996.
- BISANG, R. *Los conglomerados económicos en la Argentina: orígenes y evolución reciente*, 1997, mimeo.
- . La estrutura y dinámica de los conglomerados económicos en Argentina. In: PERES, W. (coord.). *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*. México: Cepal, Siglo Veintiuno Editores, 1998.
- BISANG, R., KOSACOFF, B. *Las exportaciones industriales en una economía en transformación: las sorpresas del caso argentino — 1974/1990*. Santiago de Chile: Cepal, 1993 (Desarrollo Productivo, 18).
- BNDES. *Caracterização do processo de internacionalização de grupos econômicos privados brasileiros*. Rio de Janeiro: BNDES/AP/Depes/Gepes 1, nov. 1995, mimeo.
- BONELLI, R. Las estrategias de los grandes grupos económicos brasileños. In: PERES, W. (coord.). *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*. México: Cepal, Siglo Veintiuno Editores, 1998.
- . *A note on foreign direct investment (FDI) and industrial competitiveness in Brazil*. Rio de Janeiro, ago. 1998 (Texto para Discussão, 584).

- BONVECCHI, C. *Las filiales argentinas de las empresas transnacionales de EE.UU.: rasgos centrales y desempeño reciente*. Buenos Aires: Cepal, 1995 (Documento de Trabajo, 62).
- BRIGAGÃO, C. Balanço estratégico da integração: Mercosul, NAFTA, ALCA. *Parcerias Estratégicas*. Brasília. Centro de Estudos Estratégicos (CEE) — SAE, n. 5 set. 1998.
- CANUTO, O., RABELO, F. M., SILVEIRA, J. M. *Economic openness and business groups in Brazil: an evolutionary approach*. Instituto de Economia, Unicamp, 1997, mimeo.
- CARVALHO, R. de, BERNARDES, R. Cambiando com la economía: la dinámica de empresas líderes en Brasil. In: PERES, W. (coord.). *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*. México: Cepal, Siglo Veintiuno Editores, 1998.
- CEP. Centro de Estudios para la Producción. La inversión extranjera en la Argentina de los Años 90: tendencias e perspectivas. *Estudios de la Economía Real*, n. 10, oct. 1998.
- . *Síntesis de la Economía Real*, n. 20, nov. 1998.
- . *Síntesis de la Economía Real*, n. 22, jan.-fev. 1999.
- . *Síntesis de la Economía Real*, n. 23, mar. 1999.
- CEPAL. *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1997*, Santiago do Chile. 1997.
- . *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. Informe 1997*, Santiago do Chile. 1998.
- CHUDNOVSKY, D., LÓPEZ, A. *Las estrategias de las empresas transnacionales en Argentina y Brasil: qué hay de nuevo en los años noventa?* Centro de Investigaciones para la Transformación (Cenit), ago. 1997.
- CHUDNOVSKY, D., PORTA, F., LÓPEZ, A. *El proceso de internacionalización de las empresas latinoamericanas*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica, 1999.
- CHUDNOVSKY, D., PORTA, F., LÓPEZ, A., CHIDIÁK, M. *Los límites de la apertura*. Buenos Aires: Centro de Investigaciones para la Transformación (Cenit)/Alianza Editorial, 1996.
- CNI/CEPAL. *Investimentos na indústria brasileira — 1995/1999: características e determinantes*. Rio de Janeiro: Departamento Econômico da CNI, Escritório da Cepal no Brasil, 1997.
- COUTINHO, L. G., FERRAZ, J. C. (coord.) *Estudo da competitividade da indústria brasileira*. São Paulo: Papirus, Universidade Estadual de Campinas, 1994.

- DAL BÓ, E., KOSACOFF, B. *Líneas conceptuales ante evidencias microeconómicas de cambio estructural*. Enero 1998, mimeo.
- DUNNING, J. *Explaining international production*. Londres: Unwin Hyman, 1988.
- . Re-evaluating the benefits of foreign direct investment. *Transnational Corporations*, v. 3, n. 1, 1994a.
- . *Globalization, economic restructuring and development*. University of Reading 1994b (Discussion Papers in International Investment and Business Studies, 187).
- EMBAJADA ARGENTINA EN BRASIL. *Las iniciativas empresariales como factor dinámico de la integración*, data mimeo.
- FERRAZ, J. C., KUPFER, D. S., HAGUENAUER, L. *Made in Brazil: desafios competitivos para a indústria*. Rio de Janeiro, Campus, 1995.
- GAP. Grupo de Análise e Pesquisa/Assessoria Especial da Presidência da República. *Fusões e aquisições de empresas no Brasil*, estudo elaborado pelo prof. José Carlos Rocha Miranda, versão preliminar, 1999, mimeo.
- GAZETA MERCANTIL. *Balanço Anual*, diversos números, 1995/99.
- GAZETA MERCANTIL LATINO-AMERICANA. *Montadoras mudam estratégia para a América Latina*, ano 4, n. 182, p. 18-254, out. 1999.
- . *Estatísticas viram arma pró-protecionismo*, ano 3, n. 147, p. 29, 1999.
- HAGUENAUER, L., FERRAZ, J. C., KUPFER, D. S. Competição e internacionalização na indústria brasileira. In: BAUMANN, R. *O Brasil e a economia global*. Rio de Janeiro: Campus, 1996.
- KATZ, J., KOSACOFF, B. Multinationals from Argentina. In: LALL, S. (ed.). *The new multinationals: the spread of third world enterprises*. Londres: Wiley/IRM, 1983.
- KOSACOFF, B. *Estrategias empresariales en la transformación industrial argentina*. Cepal, Oficina de Buenos Aires, mar. 1996.
- . *Estratégias empresariales y ajuste estructural*. Mar. 1998, mimeo.
- KOSACOFF, B., BEZCHINSKY, G. De la substitución de importaciones a la globalización: las empresas transnacionales en la industria argentina. In: KOSACOFF, B. (ed.) *El desafío de la competitividad: la industria argentina en transición*. Buenos Aires: Cepal/Alianza, 1993.
- KOSACOFF, B., PORTA, F. La inversión extranjera directa em la industria manufacturera Argentina: tendencias y estrategias recientes. *Estudios de La Economía Real*, n. 3, Centro de Estudios para la Producción (CEP)/Cepal, dic. 1997.

- KULFAS, M., HECKER, E., KAMINSKI, M. La inversion extranjera en la argentina de los años 90: tendencias y perspectivas. *Estudios de la Economía Real*, n. 10, CEP, oct. 1998.
- LAPLANE, M. F., SARTI, F. *Internacionalização produtiva no Mercosul: o caso do Brasil*. Campinas, 1997a, mimeo.
- . *Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90*. Campinas, 1997b, mimeo.
- MACHADO, J. B. M. *Intercâmbio comercial e política industrial em espaços econômicos integrados: o caso do Mercosul*. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 1999 (Tese de Doutorado).
- MCKINSEY BRAZIL OFFICE. *Productivity — the key to an accelerated development path for Brazil*. São Paulo e Washington, Mar. 1998.
- MYTELKA, L. Locational tournaments, strategic partnerships and the state. In: Emot workshop on *Learning and embeddedness: evolving transnational firm strategies in Europe*. Collingwood College, University of Durnham, 1996.
- PAREDES, R., SÁNCHEZ, J. M. Grupos económicos y desarrollo: el caso de Chile. In: KATZ, J. (ed.). *Estabilización macroeconómica, reforma estructural y comportamiento industrial: estructura y funcionamiento del sector manufacturero latinoamericano en los años 90*. Buenos Aires: Cepal/Alianza, 1996.
- PERES, W. (coord.) *Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos*. México: Cepal, Siglo Veintiuno Editores, 1998.
- PORTA, F. *La inversión extranjera directa en la Argentina en los años 90: factores de atracción e estrategias empresariais*. Buenos Aires: Cenit, 1997, mimeo.
- RUIZ, R. M. Reestructuración de los grupos industriales brasileños entre 1980-1993. *Revista de la Cepal*, abr. 1997.
- SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.
- UNCTAD. *World Investment Report 1994 — Transnational corporations, employment and the workplace*. Geneva, 1994.
- . *World Investment Report 1996 — investment, trade and international policy arrangements*. Geneva, 1996.
- . *World Investment Report 1998 — Trends and Determinants*. New York: United Nations, 1998.
- VISPO, A., KOSACOFF, B. *Difusión de tecnologías de punta en la Argentina: algunas reflexiones sobre la organización industrial de IBM*. Buenos Aires: Cepal, 1991. (Documento de Trabajo, 38).
- WHITMORE, K., LALL, S., HYUN, J. *Foreign direct investment from the newly industrialized economies*. New York: The World Bank, 1989 (Industry Series Paper, 22).