

Trabalho Conclusão Curso

Vittor Soares Rocha

**FUSÕES E AQUISIÇÕES:
ANÁLISE COMPARATIVA DO PERFIL DAS OPERAÇÕES
ANUNCIADAS NO MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE
2013 A 2017.**

Florianópolis

2018



Universidade Federal de Santa Catarina

Vittor Soares Rocha

**FUSÕES E AQUISIÇÕES:
ANÁLISE COMPARATIVA DO PERFIL DAS OPERAÇÕES REALIZADAS NO
MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2013 A 2017.**

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Ciências Econômicas do Centro Socioeconômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito para a obtenção do Título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Valle Moura

Florianópolis

2018

Ficha de identificação da obra

A ficha de identificação é elaborada pelo próprio autor.

Orientações em:

<http://portalbu.ufsc.br/ficha>

Víttor Soares Rocha

**FUSÕES E AQUISIÇÕES:
ANÁLISE COMPARATIVA DO PERFIL DAS OPERAÇÕES REALIZADAS NO
MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2013 A 2017.**

Este Trabalho Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de “Bacharel” e aprovado em sua forma final pelo Programa de Graduação em Ciências Econômicas com nota 7,5.

Florianópolis, 02 de dezembro de 2018.

Prof. Daniel Santana de Vasconcellos, Dr.
Coordenador do Curso

Banca Examinadora:

Prof. Guilherme Valle Moura, Dr.
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof.^a Andre Alves Portela Santos, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Jaylson Jair da Silveira, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina

Este trabalho é dedicado a todos os economistas, que jamais esqueceram-se que este país foi construído à base da exploração e do sofrimento do seu povo, que dispendem de seu tempo ao trabalho dedicado ao estudo das particularidades socioeconômicas e culturais deste país, e buscam incessantemente abrir, pela via da ciência, os caminhos para a superação do subdesenvolvimento.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente à minha querida família, que sempre me incentivou, me apoiou e me forneceu a estrutura necessária para que eu sempre pudesse estudar e me qualificar nesta instituição, sou abençoado em tê-los ao meu lado.

Agradeço à minha namorada, Amália de Campos Gonçalves, que desde que nos conhecemos me apoiou, cuidou e me amou. Eu te amo.

Agradeço ao Governo Brasileiro, que através da Universidade Federal de Santa Catarina, me forneceu uma educação de altíssima qualidade, não apenas intelectual, mas também, sociocultural. É um privilégio de poucos, mas por ter sido privilegiado, reconheço a importância, e sempre serei um defensor da Educação Pública de qualidade e do ensino do pensamento crítico para todos desta nação.

Tenho a honra, de ter conhecido neste espaço, ao longo de seis anos e meio, amigos que levarei eternamente comigo, uma verdadeira família de laços espirituais. Meus sinceros agradecimentos.

Por último, e não menos importante, agradeço ao meu orientador, Guilherme Valle Moura, e todas as dificuldades e pedras no caminho, foram o motor do meu desenvolvimento e crescimento.

“Todos nós, brasileiros, somos carne da carne daqueles pretos e índios supliciados. Todos nós brasileiros somos, por igual, a mão possessa que os supliciou. A doçura mais terna e a crueldade mais atroz aqui se conjugaram para fazer de nós a gente sentida e sofrida que somos e a gente insensível e brutal, que também somos. Descendentes de escravos e de senhores de escravos seremos sempre servos da malignidade destilada e instalada em nós, tanto pelo sentimento da dor intencionalmente produzida para doer mais, quanto pelo exercício da brutalidade sobre homens, sobre mulheres, sobre crianças convertidas em pasto de nossa fúria. A mais terrível de nossas heranças é esta de levar sempre conosco a cicatriz de torturador impressa na alma e pronta a explodir na brutalidade racista e classista”. (Darcy Ribeiro).

RESUMO

O presente estudo busca compreender a dinâmica da economia brasileira no que tange aos processos de fusões e aquisições como fator chave dos fluxos de investimento estrangeiro direto e das reestruturações produtivas da economia nacional. Busca-se entender, através de uma revisão bibliográfica, análise e comparação dos dados disponíveis, as implicações nos fundamentos econômicos através da análise das principais características do consolidado de processos de Fusões e Aquisições que ocorreram no Brasil nos últimos anos, mais especificamente entre o período de 2013 a 2017, conforme disponibilidade das fontes analisadas.

Palavras-chave: Investimento Estrangeiro Direto. Fusões & Aquisições. Economia Internacional.

ABSTRACT

The present study seeks to understand the dynamics of the Brazilian economy in terms of mergers and acquisitions as a key factor in the flows of foreign direct investment and the productive restructuring of the national economy. It seeks to understand, through a bibliographic review, analysis and comparison of the available data, the implications in the economic fundamentals through the analysis of the main characteristics of the consolidation of M&A processes that have occurred in Brazil in recent years, more specifically between the period from 2013 to 2017, according to availability of analyzed sources.

Keywords: Foreign Direct Investment. Mergers & Acquisitions. International economy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução da posição de IED35

Figura 2 - Perfil das operações de F&A37

Figura 3 - Origem do capital de empresas estrangeira comprando39

Figura 4 - Origem do capital de empresas estrangeira vendendo40

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Hipóteses sobre ganhos em fusões e aquisições21

Quadro 2 - Resumo dos trabalhos no mercado brasileiro22

Quadro 3 - Número de F&A's de 2013 a 201736

Quadro 4 - Volume de F&A's de 2013 a 201736

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição investidor imediato e controlador final42

Tabela 2 - Participação setorial por volume de transações43

Tabela 3 - Participação setorial por número de operações44

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BACEN – Banco Central

EE – Empresas Estrangeiras

EMN - Empresas Multinacionais

F&A – Fusões e Aquisições

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IDP – Investimento Direto no País

IED – Investimento Estrangeiro Direto

M&A – Mergers and Acquisitions

SUMÁRIO

1	TEMA E OBJETIVOS DO ESTUDO	15
1.1	INTRODUÇÃO	15
1.2	OBJETIVOS	17
1.2.1	Objetivo Geral	17
1.2.2	Objetivos Específicos	17
1.3	METODOLOGIA	18
2	REFERENCIAL TEÓRICO-METODOLÓGICO	20
2.1	FUSÕES E AQUISIÇÕES	20
2.1.1	Conceito de Fusões e Aquisições	20
2.1.2	Fusões e Aquisições no Processo de Crescimento da Firma	23
2.1.3	Crescimento no Próprio Setor	24
2.1.4	Diversificação no Processo de Crescimento	26
2.2	INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO	29
2.2.1	Conceito de Investimento Estrangeiro Direto	29
2.2.2	Determinantes do Investimento Estrangeiro Direto	29
3	FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL	32
3.1	ABERTURA ECONÔMICA E PRIVATIZAÇÕES NA DÉCADA DE 90	32
3.2	INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO NO BRASIL	34
3.3	CARACTERÍSTICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL	36
3.3.1	Perfil das Operações	37
3.3.2	Origem do Capital	39
3.3.3	Participação Setorial	43
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	46
5	CONCLUSÃO	48
	REFERÊNCIAS	49

1 TEMA E OBJETIVOS DO ESTUDO

1.1 INTRODUÇÃO

As fusões e aquisições (F&A) normalmente são associadas à noção de crescimento externo e podem ser uma estratégia de diversificação. Uma empresa realiza a aquisição ou a fusão com uma empresa que já atua no mercado. A nova empresa irá incorporar a estrutura organizacional da empresa objeto de fusão ou aquisição, utilizando esta estrutura para incrementar seu nível de especialização e aumentar o horizonte de diversificação e crescimento. (KUPFER, 2002).

As fusões e aquisições de empresas no Brasil se tornam mais aparente e ganham mais representatividade no começo da década de 90, período marcado como início de uma nova era econômica. Neste período, o país deixou de ser uma economia fechada e sem competitividade para se tornar uma economia aberta e globalizada, caracterizada principalmente pela redução da proteção tarifária, pelo fim das proibições impostas a um conjunto de importações e pela diminuição gradual das restrições não tarifárias. No Brasil, a década de 90 teve grande importância para a construção de um ambiente estável e favorável ao desenvolvimento dos processos de F&As. Entre os fatores que contribuíram para o processo, podemos destacar: as elevadas taxas de juros, abertura e desregulamentação da economia, câmbio valorizado e a presença de um processo de privatização muito atuante no período (Gonçalves, 1998; Henrique, 2007; United Nations, 1994).

No período de 1990 a 2007 o perfil das F&A's tem se alterado de maneira intensa, e um exemplo claro a respeito da alteração na configuração desse processo é a crescente e importante representatividade dos negócios realizados por empresas nacionais, ou seja, empresas brasileiras comprando empresas nacionais e estrangeiras, através de aquisições de controle e minoritária. Esse número vem aumentando consideravelmente demonstrando um aumento da participação das empresas brasileiras na rota de negócios mundiais, movimento esse facilitado pela valorização do real, que com o decorrer deste trabalho será analisado mais detalhadamente (Henrique, 2004).

Nas operações de F&As no Brasil, no período de 1990 a 2007, a preferência tem sido a aquisição, tanto de controle total, como aquisições minoritárias, não detentoras do controle. As fusões de empresas e *joint ventures*, correspondem a uma parcela pequena da quantidade total de F&As ocorridas no Brasil, tendo as operações de aquisição como modalidade de negociação dominante na economia brasileira. Nas operações de F&As realizadas por empresas brasileiras, o objetivo principal para a realização de uma fusão ou aquisição de empresas é de aumentar a participação da empresa no mercado e escala em produção, tendo a maior parte dessas operações realizadas com recursos próprios e que grande parte das empresas utiliza as F&As como estratégia anti-concorrência (Henrique, 2004).

Este estudo busca explicitar as características e motivações dos processos de fusões e aquisições ocorridos no período de 2013 a 2017, consolidando dados de diversas bases, como por exemplo, os boletins de fusões e aquisições da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). De posse destes dados, efetuaremos a comparação anual das principais características destes processos de fusões e aquisições, verificando assim suas principais mudanças. Entendemos como principais características de um processo de fusão e aquisição para esta análise, os seguintes pontos: i) Volume e número de operações; ii) Perfil das operações; iii) Origem do capital; iv) Setor.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral desta monografia é realizar uma análise comparativa das principais características dos processos de F&A (Fusões e Aquisições) no Brasil no período de 2013 a 2017, através de documentos e de uma pesquisa bibliográfica, utilizando dados dos boletins de fusões e aquisições da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais).

1.2.2 Objetivos Específicos

- Apresentar uma abordagem teórica sobre o conceito de fusões e aquisições e investimento estrangeiro direto;
- Apresentar um breve histórico dos processos de fusões e aquisições no mercado brasileiro a partir da década de 1990;
- Efetuar a comparação das principais características do conjunto de processos de F&A's no mercado brasileiro no período compreendido de 2013 e 2017;
- Efetuar uma análise qualitativa dos dados e inferir conclusões sobre o resultado.

1.3 METODOLOGIA

Segundo Gil (1999), as pesquisas descritivas têm como finalidade principal a descrição das características de determinada população ou fenômeno, ou o estabelecimento de relações entre variáveis. São inúmeros os estudos que podem ser classificados sob este título e uma de suas características mais significativas aparece na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados. Esse tipo de pesquisa, segundo Selltiz et al. (1965), busca descrever um fenômeno ou situação em detalhe, especialmente o que está ocorrendo, permitindo abranger, com exatidão, as características de um indivíduo, uma situação, ou um grupo, bem como desvendar a relação entre os eventos. Vergara (2000, p. 47) argumenta que a pesquisa descritiva expõe as características de determinada população ou fenômeno, estabelece correlações entre variáveis e define sua natureza. "Não têm o compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação". Cita como exemplo a pesquisa de opinião.

No que diz respeito à metodologia de apuração dos dados de fusões e aquisições utilizados neste trabalho, serão consideradas as seguintes operações: Fusão, Aquisição, Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPA) e Reestruturações Societárias (denominadas em conjunto, simplesmente, "Fusões e Aquisições"). (Anbima, 2017).

Critérios utilizados:

- Valor da negociação de, no mínimo, R\$ 20 milhões;
- Não serem típicas de mercado de capitais, podendo ser operações de desestatização;
- Envolver na operação troca de ações, aporte de capital ou de ativos;
- Possuir pelo menos uma das partes envolvidas na operação (comprador, vendedor ou Target) localizadas no Brasil, sendo os critérios definidos nos itens 2.1 e 2.2.

2.1 Critério para determinação da nacionalidade das partes envolvidas: Será considerado o país sede da empresa controladora da mesma para definição da origem do seu capital.

2.2 Critério para a elegibilidade das operações: Possuir compradores ou vendedores brasileiros, sendo a nacionalidade definida a partir do item 2.1; Nos casos onde o comprador e vendedor são estrangeiros, a operação será elegível se (a) houver uma empresa alvo 100%

instalada no Brasil ou 100% dos ativos negociados no Brasil; ou (b) houver apenas uma parcela brasileira envolvida em um negócio com ativos ou empresas estrangeiras, respeitando os seguintes critérios: (i) receita gerada no Brasil acima de 50% em relação ao total; ou (ii) pelo menos 50% das suas operações alocadas no Brasil, com a utilização de outras métricas que venham a ser necessárias para definir a representatividade da parcela brasileira negociada na operação. Quando utilizado o item (ii) como critério, a operação deverá necessariamente ser submetida para aprovação no Subcomitê.

2 REFERENCIAL TEÓRICO-METODOLÓGICO

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

2.1.1 Conceito de Fusões e Aquisições

O termo aquisição é usualmente utilizado para designar qualquer transação de compra de parte ou de todos os ativos. Caracteriza-se pela obtenção de uma empresa por outra empresa, com o intuito de conservar, operar ou incorporar, neste último caso ocorrendo a extinção da adquirida. A aquisição de uma empresa dá-se quando o comprador adquire todas as ações ou quotas de capital da adquirida, assumindo, assim, seu controle total. (Orsi, 2003; Fabretti, 2005, pg. 178).

Segundo a Fundação Getúlio Vargas (2003). Há duas formas de fusão:

Fusão – incorporação, a qual é feita através da transferência global do patrimônio de uma ou mais sociedades para a incorporante, que, em contrapartida, entrega aos sócios, ou acionistas das empresas incorporadas quotas ou ações representativas do seu capital social.

Fusão – concentração é realizada mediante a constituição de uma nova sociedade, que recebe os patrimônios das empresas fundidas.

Basicamente, o processo de fusão define-se como uma estratégia de duas firmas que integram suas operações em base relativamente co-igual, porque seus recursos e capacidades unidos podem criar uma vantagem competitiva mais forte. (FGV, 2003)

Como F&A, entendem-se todas as operações que determinam uma modificação permanente na estrutura societária de uma ou mais empresas. Tratam-se de atividades complexas e estranhas à "gestão ordinária" das companhias, que pedem, normalmente, a intervenção de profissionais especializados para finalizá-las com sucesso. (MILANESE, 2006). No desenvolvimento das estratégias empresariais, as marcas mais visíveis da globalização são as fusões e aquisições internacionais, principalmente “*quando envolvem grandes empresas, grandes montantes de recursos financeiros e amplas reestruturações organizacionais*”. (CEPAL, 2002, pg. 15). Com estas operações as empresas podem adquirir rapidamente uma carteira de ativos localizados, essenciais no processo de fortalecimento de sua posição competitiva na economia local, regional ou mundial. Muitas vezes, a

sobrevivência pode ser o principal incentivo estratégico para uma empresa realizar estas operações, principalmente porque as empresas que mostram maior resistência podem enfrentar sérios perigos de absorção ou de que as empresas rivais se fundam e gerem desvantagens competitivas (Elicker, Fabiana; 2007).

O movimento em “ondas” das F&As, caracterizados por épocas de concentração das operações. Segundo citação de Camargos (2003) a Nelson (1968), estes processos se efetivam em épocas de alta atividade econômica, onde os mercados estão aquecidos, enquanto a prospecção por oportunidades de F&As ocorre em épocas de baixa nestes mercados, onde as empresas buscam associações ou passam por dificuldades financeiras. Nelson (1968) conclui que as decisões de F&As estão associadas a motivações estratégicas de longo prazo, enquanto a concretização dos negócios está associada às boas condições do curto prazo.

Os processos de fusões e aquisições (F&A's) são inerentes à concorrência capitalista e guardam estreita relação com as condições do mercado de capitais, mas principalmente com as grandes corporações. Nesse sentido, sua origem teórica se fundamenta nas diversas teorias que explicam a origem e o crescimento da firma. Trata-se de uma das atividades empresariais mais impactantes (para funcionários, empresa, sociedade etc.), cujas consequências e desdobramentos empíricos ainda não estão totalmente explicados por teorias e regras no meio acadêmico. Ou seja, existe um vasto corpo de relatos e estudos empíricos que ainda carecem de um arcabouço teórico sistematizado. (De Camargos, Barbosa; 2009).

Quadro 1 - Hipóteses sobre ganhos em fusões e aquisições

HIPÓTESES	ARGUMENTOS TEÓRICOS
Hipótese da Eficiência	Uma F&A tanto pode melhorar o desempenho de uma empresa como produzir uma empresa mais eficiente, devido à obtenção de algum tipo de sinergia.
Hipótese da Informação	Efeito de curto prazo causado na cotação das ações das empresas envolvidas no mercado, que tenta incorporar ao preço o resultado ou o desdobramento da união.
Hipótese da Agência	As F&As podem ser um mecanismo para minimizar os problemas e custos de agência.
Hipótese do Poder de Mercado	Se as economias esperadas pela F&A não ocorrerem, o aumento na concentração foi motivado por ganhos de monopólio.
Hipótese dos Impostos	As F&As são motivadas por ganhos tributários.

Fonte: De Camargos, 2009

Os processos de F&A's integram a estratégia empresarial, e por meio deles as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização

produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outras coisas. Apesar disso, não devem ser encarados como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, devido ao elevado grau de complexidade, risco e incerteza que permeiam essas operações, além da ausência de um consenso sobre ganhos (sinergias) e criação de valor. (De Camargos, Barbosa; 2009)

Quadro 2 - Resumo dos trabalhos no mercado brasileiro

AUTORES / ANO	AMOSTRA	DADOS / PERÍODO	CONCLUSÃO
Rocha, Iooty, Ferraz (2001)	120 F&A's	Contábeis Anuais 1990 / 1997	Não há diferenças significativas no desempenho econômico-financeiro após a F&A.
Matias e Pasin (2001)	22 F&A's	Contábeis Anuais	Grande parte das empresas apresentou reduções nos custos e despesas, com conseqüente aumento na rentabilidade, comprovando a existência de sinergias em F&A's.
Pasin (2002)	15 F&A'S	Contábeis Anuais 1996 / 1999	Os ganhos decorrentes de sinergias, integração entre empresas e melhor gestão administrativa em processos de F&A contribuíram para a redução de despesas das empresas e a maior NCG contribuiu para a maior necessidade de capital de terceiros ou próprios.
Camargos e Barbosa (2005)	22 F&A's	Contábeis Anuais	Identificaram uma piora na situação financeira das empresas analisadas, uma melhora na situação econômica após a combinação, e que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais.
Gomes, Aidar e Videira (2006)	120 F&A's	Contábeis Anuais 1998 a 2004	Existem claros sinais de aumento de lucratividade para toda a indústria, mas com mais vigor nas participantes em F&A's.

Fonte: De Camargos, 2009

Segundo Cano (2002, p. 151), Os processos de F&A's são inerentes à concorrência capitalista. Acumulação de capital, inovações, ganhos de produtividade e acirramento da competição, levando a pressões pela eliminação de concorrentes ou pela abertura de novos mercados, são processos que marcaram a história do capitalismo desde o seu início. Tais fatores foram potencializados pelo surgimento do capital financeiro monopolista organizado na forma de sociedade anônima, pelo aumento da intervenção estatal na economia e pelo desenvolvimento do mercado bancário de capitais, o que impulsionou as F&A's.

2.1.2 Fusões e Aquisições no Processo de Crescimento da Firma

As operações de fusão e aquisição podem ser consideradas estratégias para o processo de crescimento da firma. Inseridas nesse ambiente competitivo global, as firmas podem aumentar seu nível de crescimento expansão, onde a busca incessante por fatias cada vez maiores de mercado, apropriação de novas técnicas de produção, sinergias, redução de custos, ou por simplesmente oportunidades financeiras rentáveis. Essas firmas maximizam sua atuação no mercado, com o objetivo principal, a obtenção de níveis de lucratividade sempre progressivos. (Henrique, 2007)

Através do lucro obtido decorrente das estratégias adotadas pelas firmas, é necessário haver uma inversão destes lucros, o que podemos chamar, de um escoadouro potencial para o crescimento das firmas, concretizado em investimentos advindos da apropriação de lucro, na forma de expansão e crescimento não só através da dinâmica do crescimento numa economia fechada, mas também em economias abertas, ou seja, em outros países. A inversão dos lucros, refletindo diretamente nos processos de crescimento e expansão da firma, de acordo com as estratégias tomadas por cada empresa pode acontecer no próprio setor, através de uma concorrência interna, onde os efeitos do progresso técnico, a redução de custos e as economias de escala como componentes essenciais para a elevação das margens de lucro. Nesse caso, as F&A's acontecem devido à compra de empresas menores, que nesse estudo teórico serão chamadas de empresas marginais, por empresas de maior porte. (Steindl, 1983; Guimarães 1982; Henrique, 2007).

O processo de crescimento pode se dar através da diversificação, onde se decide expandir as operações em outra direção, melhor dizendo, em novos mercados, em diferentes áreas de atuação da empresa original como fator importante na viabilização do crescimento da mesma. Outra modalidade de negócios que será estudado neste trabalho como forma de crescimento da firma, é a internacionalização das empresas, em busca de mercados internacionais, esta é uma das estratégias onde mais se verifica o processo de F&A em um contexto em escala mundial, onde firmas estrangeiras adquirem empresas nacionais minimizando o nível de riscos que está sujeito ao adentrar num novo mercado ou país, utilizando o conhecimento e o mercado em que já atua a empresa adquirida (Britto, 2002; Henrique, 2007).

2.1.3 Crescimento no Próprio Setor

A concorrência é a uma forma de aglutinação do comportamento da firma e do mercado, e isso se altera na mesma medida em que as novas estratégias ou novos produtos surgem, dentre outros fatores que alterem o comportamento do mercado. O padrão de concorrência deve ser entendido não como a composição dos vetores que delineiam a estratégia da firma, mas como a composição dinâmica dessas estratégias de concorrência dentro da estrutura de mercado. Nesse processo de concorrência e crescimento da firma no próprio setor, consideraremos uma indústria em que as firmas marginais são “pequenas firmas”, no qual existe um número suficiente das mesmas, responsável por uma proporção razoável da produção total da indústria. Para as empresas de pequeno porte é atribuído lucros normais, desde que requeiram um volume modesto de capital, estando sujeito a uma forte concorrência por parte das novas firmas. As empresas de maior porte serão abordadas como empresas líderes (Steindl, 1983; Henrique, 2007).

Aquelas firmas que conseguirem sobreviver na luta concorrencial, porque foram pioneiras nos novos métodos de organização da produção, Steindl chama de “firmas progressistas” afirmando que estas não necessariamente são as maiores firmas. Quando estas firmas progressistas introduzirem novos métodos de organização da produção, terão seus custos reduzidos bem como aumentadas suas margens de lucro. A elevação na margem de lucro impulsionará a empresa progressista a desenvolver um esforço de vendas através da publicidade, pois terá maior capacidade e possibilidade de efetuar investimentos nesta área, ocasionando aquilo de Steindl chamou de “vantagem diferencial”, donde decorrerá uma ação em que as firmas progressistas farão 35 desaparecer as firmas fracas, a fim de ganhar terreno para a sua própria expansão (Steindl, 1983).

De acordo com Possas (1999) entender a dinâmica capitalista em seus determinantes, entre eles o processo de F&A requer como base uma formulação teórica, ou seja, a lógica capitalista de decisões e do espaço em que a empresa é condicionada, transformada pelo processo competitivo. Para que isso seja possível, é necessário estudar as estruturas de mercado que são capazes de dar o suporte à análise da dinâmica da economia capitalista moderna em que vivemos, critérios para definição. Primeiro, o critério de classificação das diferentes indústrias ou mercado deve dar prioridade àqueles elementos da

estrutura produtiva e do processo competitivo e que configurem um padrão de concorrência específico. Segundo, a classificação deve propiciar uma aplicação analítica, sem perder as características mais importantes de cada setor, onde as formas de concorrência são evidentemente fundamentais para fixar os contornos do padrão de concorrência, ou seja, uma grande empresa de qualquer indústria tenderá a apresentar características financeiras provavelmente mais próximas de uma empresa de tamanho semelhante de outra indústria do que de empresas menores participantes do mesmo mercado.

As estratégias de crescimento da firma de acordo com Possas (1999) ocorrem num ambiente oligopolista, classificado através de quatro categorias: Concentrado, Diferenciado, Concentrado-Diferenciado e Competitivo.

O oligopólio concentrado é caracterizado pela ótica da competição, devido à ausência de diferenciação dos produtos, dada sua natureza especificamente homogênea, onde há nesse mercado muito pouca probabilidade de diferenciação, marcado pela alta concentração técnica em que poucas unidades produtivas detêm parcela substancial da produção do mercado. Nessa estrutura de mercado, a competição via preços é descartada, sendo que a disputa de mercado quando existente será ditada pelo perfil do investimento e como consequência o crescimento da demanda, isto é, a introdução de novos processos que possam reduzir os custos e melhorar a qualidade dos produtos. As F&As nesse tipo de mercado podem acontecer por estratégias de uma determinada firma em se fundir com outra, com o objetivo de reduzir custos, ou até mesmo na aquisição de uma outra empresa que faça parte de sua cadeia produtiva, sendo fornecedora de insumos.

No mercado onde o oligopólio é diferenciado a natureza dos produtos fabricados faculta às empresas disputa pelo mercado através da diferenciação dos produtos, como forma dominante de competição. A diferenciação exerce um papel importante na estruturação do mercado e na concorrência, bem como sua dinâmica global. A medida em que a diferenciação está associada a certos mercados de bens de consumo duráveis e/ou não duráveis, o esforço competitivo estará concentrado nas despesas de publicidade e comercialização, assim como o constante processo de inovação de produtos, alinhado com um investimento na área de pesquisa e desenvolvimento como novos produtos e/ou serviços.

Nesse caso as F&As podem ocorrer como estratégias de diversificação, atuação das firmas em outros mercados, ocorridas geralmente através de aquisição.

O Oligopólio diferenciado-concentrado é caracterizado pela combinação dos oligopólios citados acima. Essa junção resulta na diferenciação de produtos como forma de competição por excelência, onde as produções de bens duráveis de consumo configuram esse tipo de mercado. Pela mesma razão, as barreiras à entrada se devem tanto a economias de escala técnicas como, de forma provavelmente mais importante, a economia de diferenciação, sendo que as estratégias de concorrência que condicionam o modo e o ritmo de expansão destes mercados também combinam esses dois aspectos.

Finalizando, o oligopólio competitivo é caracterizado pela concentração relativamente alta da produção, pelo fato de que algumas empresas detêm participação considerável no mercado, que autoriza trata-lo como oligopólio, mas, ao mesmo tempo, pela possibilidade de recorrer à competição em preços para ampliar fatias de mercado das unidades melhores situadas, em virtude da coexistência de empresas “marginais”, pouco resistentes à eliminação. O comportamento dos preços segue as normas usuais de mark-up, geralmente com liderança de preço. As F&As acontecem nesse mercado com o objetivo de continuar com a participação elevado no setor de atuação, onde as aquisições de empresa se configuram numa excelente estratégia para esse tipo de mercado (Steindl, 1983).

2.1.4 Diversificação no Processo de Crescimento

Ao decidir expandir suas operações, o empresário não se defronta apenas com as opções de investir internamente. Ele também tem que definir a intensidade e a direção desta expansão. Essa última escolha define o grau de especialização/diversificação da estratégia. Ações que restringem, por exemplo, os padrões tecnológicos, gerenciais, as linhas de produto, ou o locus geográfico original, se associam as estratégias de especialização. Por outro lado, ações que procuram expandir de alguma forma as capacitações da firma se relacionam a estratégias de diversificação. (Henrique, 2007).

O processo de diversificação em si abre possibilidades de uma etapa adicional no esforço da firma para superar os limites impostos à sua expansão. Uma vez tomada a decisão de diversificar, de acordo com Guimarães (1982), a firma possui duas alternativas que se

colocam a disposição para a empresa em termo de viabilização desse processo. A primeira delas envolve a criação de uma capacidade produtiva totalmente nova, a segunda compreende a aquisição ou uma fusão com uma empresa já atuante no mercado objeto da diversificação.

As opções de diversificação/especialização via F&A, a partir de três categorias principais: F&A horizontais, verticais e conglomeradas. F&A horizontais envolvem firmas de um mesmo setor e elo da cadeia. Por muito tempo se considerou que este tipo de F&A elevaria a concentração, reduzindo a concorrência, com efeitos negativos aos consumidores. Dentre os ganhos de eficiência comumente associados as F&A's horizontais, destacam-se aqueles oriundos de economias de escala. F&A verticais envolvem firmas de um mesmo setor, mas em diferentes elos da cadeia produtiva. Apesar de estarem menos associadas a efeitos negativos do que as F&A horizontais, elas podem gerar reflexos sobre o poder de mercado caso aumentem as barreiras à entrada de novas firmas. Isto pode se dar, por exemplo, quando a firma resultante passa a deter o monopólio de algum insumo estratégico ou elo da cadeia produtiva (Britto, 2002; Henrique, 2007)

Os ganhos de eficiência normalmente associados as F&A's verticais incluem: redução das distorções de preço entre os elos da cadeia, redução dos custos de transação e redução dos custos de barganha, na presença de informação assimétrica. As F&A's conglomeradas envolvem firmas de diferentes setores. Apesar de este ser o tipo de F&A que apresenta menos chances de gerar efeitos anti-competitivos, isto pode ocorrer caso ela se dê entre firmas competidoras em vários mercados. Dentre os ganhos de eficiência 38 comumente associados às F&A conglomeradas, destacam-se a diminuição do custo do crédito, a redução da variância do retorno esperado e a eliminação dos custos de falência para a empresa menor. Tais feitos apresentam limitações. A alegada redução dos custos de crédito não constitui motivo suficiente para a realização de F&A. (Britto, 2002; Henrique, 2007).

Cabe também observar os obstáculos existentes no processo de diversificação decorrentes da falta de conhecimento tecnológico requerido pela nova atividade e da desconsiderável familiaridade com o padrão de competição do novo mercado e que podem ser superados em grande parte, através das F&A's com algumas firmas existentes na nova

indústria. É oportuno nesse ponto, aludir outra forma de diversificação das atividades da firma: a associação de diversas firmas para empreender atividades produtivas específicas, configurando-se numa *Joint Venture*, que é distinta da fusão, uma vez que as participantes mantêm suas individualidades, restringindo-se a associação ao empreendimento de determinadas atividades. (Henrique, 2007).

A diversificação no processo de F&A se apresenta como ferramenta uma alternativa para viabilizar o crescimento da empresa bem como uma série de benefícios que permitem acelerar o ritmo de acumulação que podem ser decorrentes de ter grupos distintos de fatores: O primeiro deles está associado à busca de novas áreas de atuação enquanto alternativa para acelerar o ritmo de crescimento da empresa. O segundo grupo de fatores envolve benefícios relacionados ao incremento da eficiência técnico produtiva das empresas, envolvendo a exploração de sinergias e melhor utilização dos recursos disponíveis e um terceiro grupo que envolve benefícios relacionados à ampliação da rentabilidade da empresa ao longo do tempo. (Henrique, 2007).

A busca por diversificação pode justificar a realização de F&A. Como visto a obtenção de ganhos a partir da estratégia de diversificação, em geral requer, além do emprego de recursos pré-existentes ao âmbito da firma, recursos específicos à nova área. O emprego de F&A pode garantir a presença desses recursos (equipamentos, processos organizacionais específicos, mão de obra especializada, know-how). (Henrique, 2007).

Finalmente, a expansão para novos mercados de empresas pode conduzir a sua expansão de uma forma distinta, seguindo uma lógica financeira de distribuição dos riscos. Neste caso, a lógica é a da teoria do Portfólio, que se baseia na existência de um “*trade-off*” entre lucratividade e o risco associado às atividades de uma empresa diversificada. Neste sentido, duas estratégias podem ser mencionadas. A primeira delas privilegia a lucratividade e envolve a seleção de atividades altamente rentáveis, mas que estejam forte e negativamente correlacionadas entre si. A segunda privilegia o menor risco na seleção de atividades cuja correlação de lucratividade tenha uma variância próxima a zero. A grande vantagem das F&A’s enquanto estratégia de expansão para novos mercados está baseada na possibilidade de reduzir ou eliminar os riscos tecnológicos e de mercado implícitos na diversificação (Prahalad e Hamel, 1990; Henrique, 2007).

2.2 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

2.2.1 Conceito de Investimento Estrangeiro Direto

Os investimentos internacionais podem ser classificados em investimentos diretos e em investimentos de portfólio. Os investimentos externos de portfólio, ou de carteira, correspondem aos fluxos de capital que não são orientados para o controle operacional da empresa receptora do capital externo. Já o IDE designa um investimento que visa adquirir um interesse duradouro em uma empresa cuja exploração ocorre em outro país que não o do investidor e com o objetivo de influir efetivamente na gestão da empresa em questão (IMF, 1998). Além disso, a OECD considera um investimento estrangeiro como investimento direto quando este detém uma participação no capital de, no mínimo, 10%, e pode exercer influência sobre a gestão da empresa receptora (OECD 1987).

Deste modo, uma das principais características do IDE é que o investidor estrangeiro possui o controle total ou parcial do empreendimento que recebeu o capital. De modo distinto do capital de portfólio, os ativos denominados por IDE apresentam baixa liquidez. Os prazos de permanência tendem a ser longos pelo próprio objetivo de constituir ou participar de empreendimentos produtivos, cuja maturação é tão indefinida quanto o tempo de vida de uma empresa (Hennings 1998). A incerteza quanto ao prazo para o retorno e a rentabilidade do capital investido obviamente caracterizam o IDE como investimento de risco.

2.2.2 Determinantes do Investimento Estrangeiro Direto

A análise das estratégias das EE segue o esquema desenvolvido por Dunning (1988; 1994). Esse esquema foi utilizado também em estudos realizados pela UNCTAD (1992; 1995). De acordo com essa abordagem, três tipos de fatores promovem a internacionalização produtiva das EE: “vantagens de localização”, “vantagens de propriedade” e “vantagens de internalização”. As primeiras dizem respeito a fatores (naturais, adquiridos ou criados

institucionalmente) que tornam atraente a localização da produção dessas empresas em diversos países. As segundas referem-se à propriedade de ativos (produtivos, tecnológicos, financeiros, etc.), que colocam essas empresas em condição vantajosa em relação aos produtores locais. As terceiras dizem respeito à comparação do custo e do risco envolvidos na instalação de uma filial própria e na associação ou licenciamento a um produtor local.

A combinação dos três tipos de fatores (“vantagens”) explica as decisões de IDE das EE. Os investimentos dessas empresas podem visar os seguintes objetivos principais: – exploração de recursos locais, – exploração do mercado local, – ganhos de eficiência, por meio da integração das operações em vários países, e – fortalecimento estratégico da rede mundial.

Estudos mais recentes, influenciados pelas abordagens institucionais, buscaram avaliar o impacto das reformas nos países da América latina sobre os fluxos de IDE. Trevisan et alii (2002) avaliam o impacto de três dimensões de reformas de mercado (dimensão macroeconômica, microeconômica e institucional) sobre os fluxos de IDE em sete países da América Latina, no período de 1988-1999. Os resultados dos testes econométricos mostraram que apenas o Produto Interno Bruto, os programas de privatização e as mudanças no índice dos preços ao consumidor foram considerados fatores significativos no processo de tomada de decisão de investimento direto. Por outro lado, Nonnenberg e Mendonça (2004) – com base em dados de painel para 33 países – encontram resultados que confirmam a hipótese de importância de variáveis que podem ser consideradas institucionais. Além da significância estatística de fatores convencionais, como o tamanho e o crescimento do mercado, são também significantes para a atração de IDE em mercados emergentes a qualificação da mão-de-obra, o grau de receptividade em relação ao capital externo e o risco país.

Dentre os resultados obtidos decorrentes da estimação do modelo para o total do conjunto de países emergentes e para a América Latina, cabe ressaltar a importância de variáveis institucionais como fatores estratégicos na determinação da decisão de investimento das EMNs. Para ambas amostras, as variáveis de ambiente institucional: risco político e liberdade econômica foram estatisticamente significativas para explicar a decisão de IDE (Curado; Marcio, 2008).

Hymer (1976) parte da hipótese, muitas vezes utilizada pela literatura de organização industrial do período, de que existe uma tendência à formação de estruturas de mercado do tipo oligopólica derivada dos processos de acordo/colusão entre firmas que possuam a priori alguma vantagem competitiva em relação a suas concorrentes no mercado local. No entanto, esse processo de oligopolização, que garante a obtenção de uma taxa de lucro supranormal, encontra limites na economia local, sendo o processo de internacionalização da produção uma das formas de superação dessa limitação. De acordo com Cantwell (1990), esse movimento para fora das firmas pode inclusive ser acelerado pela retração do crescimento do mercado doméstico, que resulta da diminuição dos incentivos ao investimento em um contexto de elevação do poder de mercado das firmas. Em suma, de acordo com Hymer (1976), o processo de internacionalização é motivado pelos limites impostos pelas dimensões do mercado local às firmas oligopolistas, o que em última instância se traduz em limites impostos à obtenção/manutenção de lucros supranormais. A internacionalização da produção é uma decisão interna à firma motivada, conforme exposto, pelo limite ao processo de oligopolização imposto pela dimensão restrita do mercado local.

3 FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

3.1 ABERTURA ECONÔMICA E PRIVATIZAÇÕES NA DÉCADA DE 90

O quadro econômico brasileiro, a partir de 1994, apresenta rupturas e novidades com relação às tendências verificadas ao longo dos anos 80 e início dos 90. Uma das características de destaque é a estabilização. Para tanto, dois fatores têm sido decisivos: os processos de abertura comercial – redução das tarifas nominais e efetivas e eliminação de barreiras não tarifárias² – e de valorização cambial, contribuindo para uma estrutura de menor proteção ao mercado doméstico e promovendo uma crescente pressão das importações (efetivas ou potenciais) sobre o *market share* e as margens de lucro dos produtos domésticos (Mesquita Moreira & Correa, 1996).

O fluxo de IDE do início dos anos 90 esteve fortemente associado a um processo de racionalização e modernização da estrutura produtiva. A necessidade premente de redução de custos e aumento de competitividade, para fazer frente às importações efetivas ou potenciais e, em menor medida, para a busca de novos mercados que pudessem suprir, parcialmente, a perda (absoluta ou relativa) do mercado doméstico restringido, estimulou a adoção de estratégias de especialização e de complementaridade produtiva e comercial. Inicialmente, a contestação (instabilização) de algumas estruturas oligopólicas estabelecidas deu-se preponderantemente através de maiores importações e, só depois, já em um quadro de retomada do crescimento interno, também com a entrada de novas empresas. O abandono de linhas de produtos com escalas de produção inadequadas e/ou com estruturas de custos não competitivas, o aprofundamento do processo de terceirização para atividades produtivas e não apenas complementares e a elevação do conteúdo importado decorrente da substituição de fornecedores locais por externos são algumas das mais importantes estratégias adotadas (Sartri, Laplane; 1997).

Em um quadro de relativa estagnação da produção e da demanda doméstica, alguns dos impactos das estratégias adotadas não puderam ser imediatamente detectados, até porque os resultados de investimentos em modernização e racionalização não são imediatos, bem como os do processo de inovação organizacional. O efetivo grau de fragilização de

alguns setores industriais e o próprio crescimento exponencial das importações de insumos e componentes e de bens de capital só puderam ser detectados a posteriori com a recuperação da demanda interna. Neste contexto, emerge como crucial a análise da natureza dos atuais fluxos de IDE e de seus impactos no sentido de acentuar ou atenuar estas tendências. (Sartri, Laplane; 1997).

A partir de 1994, os fluxos de IDE, como analisado, não apenas são mais volumosos e por isso decisivos para o financiamento do déficit em transações correntes, como também representam criação ou expansão da capacidade produtiva para atender um mercado interno em expansão, inclusive com a entrada de novas empresas com atuação expressiva no oligopólio mundial e até então ausentes do oligopólio local. É certo que, assim como os processos de racionalização, a expansão da capacidade produtiva vem acompanhada de modernização, associada a novas máquinas e equipamentos e novos fornecedores ou, no caso dos investimentos em aquisição (e/ou fusão) de empresas nacionais por filiais estrangeiras, associada a melhorias técnicas e operacionais. (Sartri, Laplane; 1997)

Para alguns especialistas e gestores da política econômica, três fatores foram ou têm sido estímulos importantes (choques competitivos) para a reestruturação produtiva e para maior capacitação competitiva [Mendonça de Barros e Goldenstein, 1997]: i) a busca de maior inserção internacional no início dos anos 90, ainda que como forma de compensação e alternativa à retração do mercado doméstico; ii) a maior concorrência com importados, beneficiados pelo processo de abertura comercial; e iii) a entrada de novas empresas estrangeiras (em forma de IDE), atraídas pela ampliação do mercado doméstico.

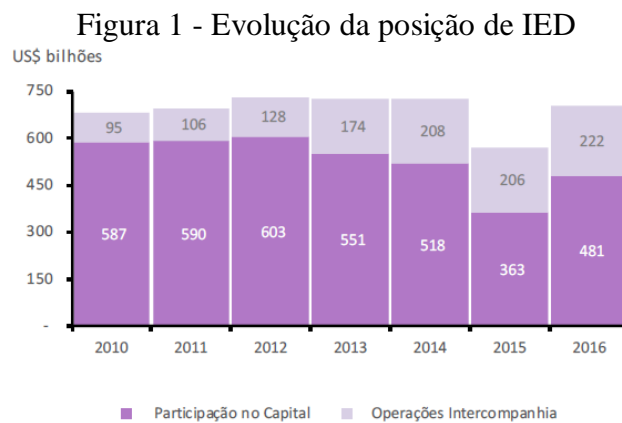
3.2 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO NO BRASIL

As fusões e aquisições no mercado brasileiro fazem parte de um componente primordial de investimento estrangeiro direto, por este motivo, é impossível descrever o panorama das fusões e aquisições sem, portanto, discorrer sobre o investimento estrangeiro direto no Brasil.

No ano de 2016, o Banco Central, divulgou um relatório chamado “Investimento Direto no País (IDP)” onde apresenta dados estatísticos e análises descritivas sobre o fluxo de investimento de 2010 a 2016. Segundo o Bacen (2016) o investimento direto é a categoria de investimento de não residentes mais importante para o setor externo da economia brasileira. Ao final de 2016, a posição de IDP representava aproximadamente metade do total de passivos externos do País. Os fluxos de IDP registraram ingressos líquidos em toda a série histórica e foram sistematicamente menos voláteis que investimento em carteira e outros investimentos (empréstimos e créditos comerciais, dentre outros).

Conforme o padrão metodológico internacional, configura-se relação de investimento direto quando um investidor de uma economia detém poder de voto igual ou superior a 10% em empresa de outra economia. Nessas condições, o investidor direto participa de forma efetiva das decisões e dos rumos de negócio da empresa, mantendo interesse estável e de longo prazo na empresa investida. (Bacen, 2016)

O IDP possui dois componentes: Participação no Capital e Operações Inter companhia. O componente Participação no Capital refere-se ao investimento de não residentes alocados no capital de empresas residentes no Brasil; as Operações Intercompanhia tratam de créditos concedidos a empresas residentes no Brasil por empresas não residentes pertencentes ao mesmo grupo econômico. (Bacen, 2016)



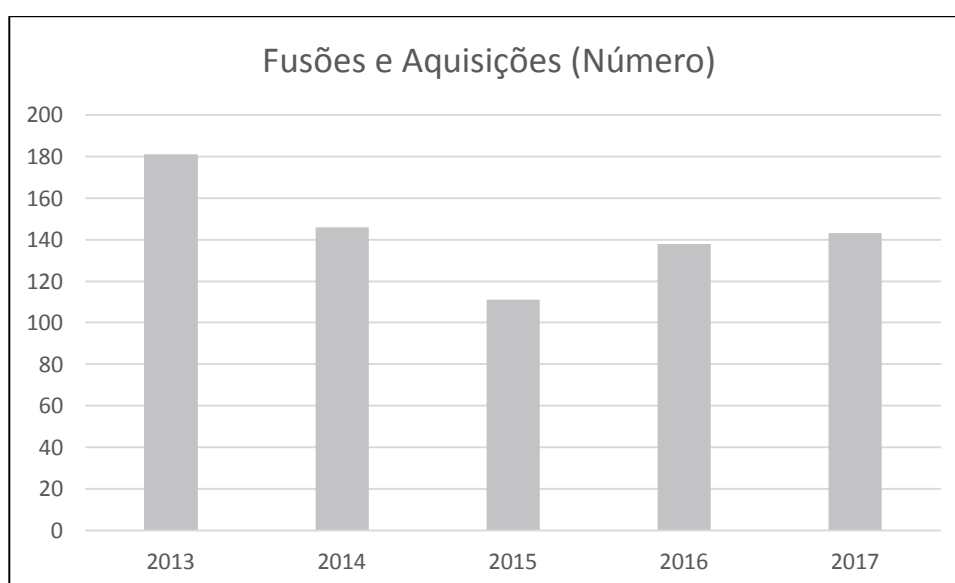
Fonte: Bacen, 2016

A posição de IDP ao final de 2016 atingiu US\$703 bilhões (25,0% do Produto Interno Bruto – PIB). Considerando-se as posições anuais de 2010 a 2016, o valor máximo ocorreu em 2012, US\$731 bilhões (26,2% do PIB), e o valor mínimo, em 2015, US\$568 bilhões (23,6% do PIB). A Figura 1 mostra a evolução da posição de IDP por componente: Participação no Capital e Operações Intercompanhia. O componente Operações Intercompanhia apresentou crescimento contínuo no período em análise, passando de US\$95 bilhões, em 2010, para US\$222 bilhões, em 2016. A Participação no Capital registrou ligeira tendência de elevação até 2012, seguida de declínio nos três anos posteriores e recuperação em 2016.

3.3 CARACTERÍSTICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

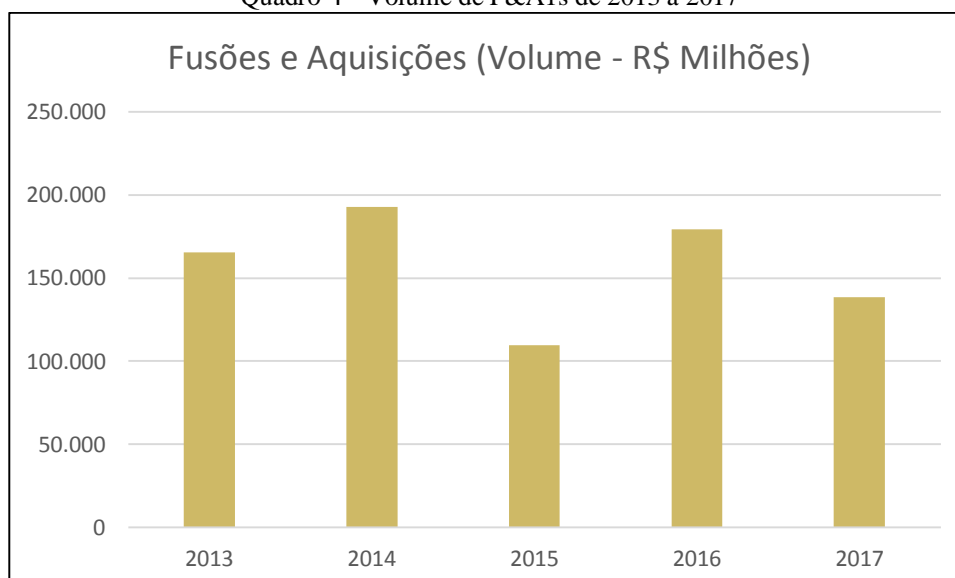
Os números de fusões e aquisições anunciadas no mercado brasileiro, em 2017, começam a ganhar força novamente, após atingir seu menor número no ano de 2015, o mesmo não acontece com o volume financeiro destas operações.

Quadro 3 - Número de F&A's de 2013 a 2017



Fonte: Anbima, 2018

Quadro 4 - Volume de F&A's de 2013 a 2017



Fonte: Anbima, 2018

Por mais que o mercado brasileiro tenha realizado mais operações em 2017, o conjunto destas operações representam um volume mais baixo do que aqueles alcançados em 2016, 2014 e 2013, ficando apenas acima do ano de 2015, onde se encontra o valor mais baixo, tanto em relação ao número de operações, quanto ao volume financeiro transacionados nestas.

3.3.1 Perfil das Operações

Na série histórica analisada de 2013 a 2017, verificou-se em todos os anos que as aquisições de empresas brasileiras por empresas estrangeiras foram maioria, seguindo de aquisições entre empresas brasileiras por empresas brasileiras, posteriormente de empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras e por último, aquisições entre empresas estrangeiras.

Figura 2 - Perfil das operações de F&A (volume)

Perfil das Operações					
R\$ bilhões	2013	2014	2015	2016	2017
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Aquisições entre empresas brasileiras	39,0%	24,8%	24,5%	21,1%	37,5%
Empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras	21,8%	21,3%	29,3%	5,3%	7,7%
Empresas estrangeiras comprando de empresas brasileiras	55,4%	50,0%	43,0%	68,3%	46,0%
Aquisições entre empresas estrangeiras (*)	5,6%	3,9%	3,2%	5,3%	8,9%
Número de operações	2013	2014	2015	2016	2017
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Aquisições entre empresas brasileiras	55,2%	42,0%	39,9%	44,1%	55,9%
Empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras	8,3%	9,8%	8,7%	13,6%	10,5%
Empresas estrangeiras comprando de empresas brasileiras	34,3%	43,8%	48,6%	39,0%	28,7%
Aquisições entre empresas estrangeiras (*)	7,8%	4,4%	2,9%	3,4%	4,9%
* Negociações com empresas alvo brasileiras.					

Fonte: Anbima, 2018 (Os autores)

Em uma observação mais detalhada nos cinco anos analisados, temos as seguintes características, conforme Anbima (2018).

2013: As aquisições entre empresas brasileiras responderam pela maior parte do volume (39%) e do número de operações (55,2%), seguidas das compras de empresas brasileiras por estrangeiras, que contaram com grande participação de empresas norte-americanas e asiáticas. Já as aquisições de empresas estrangeiras por brasileiras foram direcionadas para companhias da Europa (89,3%) e dos Estados Unidos (10,7%), percentual que também reflete a grande operação entre a Oi e Portugal Telecom.

2014: Em relação à origem do capital, as aquisições de empresas brasileiras por estrangeiras apresentaram crescimento no período e responderam por 50,0% do volume e 45,9% do número de operações, com acentuada participação de empresas europeias entre as companhias compradoras. As aquisições entre empresas brasileiras ficaram em segundo lugar, também com peso relevante – 24,8% do volume e 39,0% do número de operações.

2015: Em relação à origem do capital, em 2015, as aquisições de empresas brasileiras por companhias estrangeiras responderam pela maior fatia do volume, com peso de 43% do total, o equivalente a R\$ 47,1 bilhões. Entre as estrangeiras, mereceu destaque a participação de empresas europeias e norte americanas, com 38,4% e 37,7% do total, respectivamente. Já as empresas provenientes da Ásia e da América Latina tiveram participação de 20,3% e 3,6% nas aquisições. Ainda com relação à origem do capital, também foram relevantes as aquisições de empresas estrangeiras por companhias brasileiras, que somaram R\$ 32,1 bilhões, o equivalente a 29,3% do total.

2016: Como reflexo das dificuldades enfrentadas pelas companhias locais e da janela de oportunidade que se abriu para a aquisição de ativos, a maior parte das operações de 2016 foi de aquisições de companhias brasileiras por empresas estrangeiras, que responderam por 68,3% de todo o volume e movimentaram R\$ 122,5 bilhões, montante recorde desde 2011. Foi destaque a participação de companhias europeias e norte-americanas, responsáveis por 42,2% e 37,9% das aquisições, respectivamente. Em segundo lugar, as aquisições entre empresas brasileiras concentraram 21,1% das operações, enquanto as aquisições entre estrangeiras e de companhias estrangeiras por brasileiras responderam por apenas 5,3% cada uma.

2017: Quanto à origem do capital, 2017 seguiu o mesmo perfil observado nos últimos cinco anos, com a concentração de operações de empresas estrangeiras comprando de brasileiras. No ano, essa participação foi de 46% dos negócios, com destaque para a atuação das companhias europeias, responsáveis por 51,5% das aquisições. As operações entre empresas brasileiras ficaram em segundo lugar, com o equivalente a 37,5% do total, enquanto as aquisições entre empresas estrangeiras, tendo como alvo companhias brasileiras, e operações de empresas estrangeiras vendendo para brasileiras responderam por apenas 8,9% e 7,7% do total, respectivamente.

3.3.2 Origem do Capital

Quando observado a origem do capital de empresas estrangeiras que compraram empresas brasileiras, verifica-se que a partir de 2014 à 2017 o capital europeu vem sendo predominante em todos os anos, no ano de 2013 a América do Norte era líder, seguido da Ásia.

Figura 3 - Origem do capital de empresas estrangeira comprando

Local de origem		Empresas estrangeiras comprando de empresas brasileiras				
Volume	2013	2014	2015	2016	2017	
África	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	
América do Norte	45,8%	17,9%	37,7%	37,9%	24,6%	
América Central	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
América do Sul	6,2%	6,4%	3,6%	5,6%	0,8%	
Ásia	31,5%	7,1%	20,3%	14,3%	23,2%	
Europa	15,4%	68,4%	38,4%	42,2%	51,5%	
Oceania	1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Número de operações	2013	2014	2015	2016	2017	
África	0,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	
América do Norte	49,1%	35,8%	43,8%	34,8%	41,5%	
América Central	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
América do Sul	12,7%	6,0%	4,2%	6,1%	2,4%	
Ásia	16,4%	19,4%	16,7%	16,7%	24,4%	
Europa	20,0%	37,3%	35,3%	42,4%	31,7%	
Oceania	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	

Fonte: Anbima, 2018 (Os autores)

Quando observado o cenário de empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras, verifica-se uma grande participação do mercado Europeu, seguido da América do Norte.

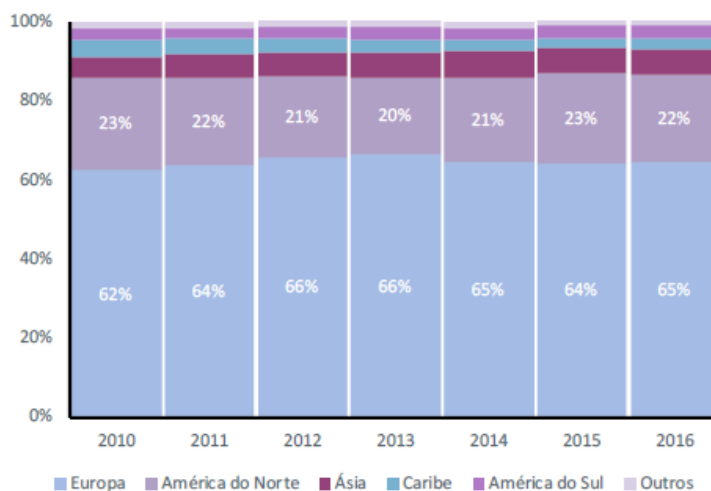
Figura 4 - Origem do capital de empresas estrangeira vendendo

Local de origem	Empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras				
	2013	2014	2015	2016	2017
Volume					
África	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
América do Norte	10,7%	17,9%	15,3%	40,6%	34,0%
América Central	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
América do Sul	0,0%	3,3%	0,0%	7,5%	3,5%
Ásia	0,0%	7,8%	4,3%	0,0%	0,0%
Europa	89,3%	71,0%	80,4%	51,9%	62,5%
Oceania	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Número de operações	2014	2014	2015	2016	2017
África	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
América do Norte	33,3%	53,8%	27,3%	41,7%	40,0%
América Central	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
América do Sul	0,0%	7,7%	0,0%	8,3%	13,3%
Ásia	0,0%	7,7%	9,1%	0,0%	0,0%
Europa	60,0%	30,8%	63,6%	50,0%	46,7%
Oceania	6,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Anbima, 2018 (Os autores)

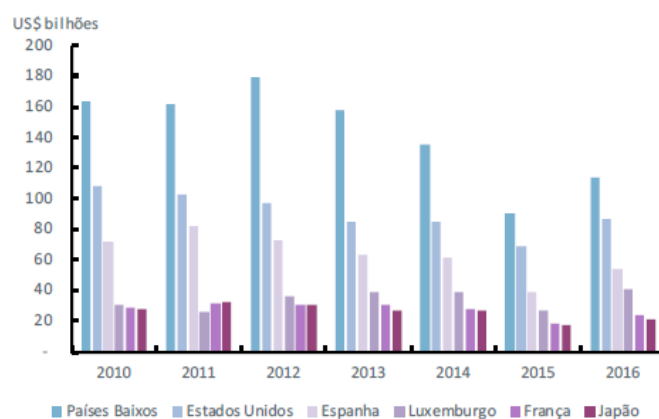
No que diz respeito às regiões investidoras no Brasil, considerando-se a região de origem dos investidores diretos no Brasil – componente Participação no Capital – mensurada pelo critério de país investidor imediato, observa-se estabilidade na distribuição para o período 2010 a 2016 (Figura 5). A Europa é a principal região investidora, representando cerca de dois terços da posição de IDP – Participação no Capital (ou seja, desconsideradas as Operações Intercompanhia), seguida por América do Norte, 22%. A participação da Ásia apresentou elevação no período, atingindo 6% em 2016, movimento contrabalançado pela redução do Caribe (de 4% em 2010 para 3% em 2016).

Figura 5 - Posição de IDP por região investidora
Componente Participação no Capital – Critério de país investidor imediato



Quando analisado o ponto de países investidores, observa-se também estabilidade no posicionamento dos principais países investidores diretos no Brasil (igualmente medidos pelo conceito de país investidor imediato), componente Participação no Capital. Os Países Baixos são os maiores investidores, seguidos de Estados Unidos, Espanha, Luxemburgo, França e Japão, como mostra a Figura 4. (Bacen, 2016).

Figura 6 - Evolução da posição de IDP
Evolução da posição de IDP – Componente Participação no Capital – Critério de país investidor imediato



A comparação das posições de IDP revela que alguns países em particular detêm posições significativamente maiores quando compiladas sob a ótica de país investidor imediato, comparativamente ao conceito controlador final. É o caso de Países Baixos e Luxemburgo, países sedes de empresas intermediárias, que atuam na canalização de

investimento direto de países dos controladores finais para os países de destino. (Bacen, 2016).

Tabela 1 - Composição investidor imediato e controlador final

US\$ bilhões	2010				2015			
	Investidor imediato	%	Controlador final	%	Investidor imediato	%	Controlador final	%
Países Baixos	163	28%	15	3%	90	25%	13	4%
Bélgica	4	1%	50	9%	4	1%	40	11%
Luxemburgo	30	5%	13	2%	27	7%	11	3%
Estados Unidos	108	18%	110	19%	69	19%	77	21%
China	1	0%	8	1%	1	0%	9	2%
Itália	5	1%	18	3%	4	1%	11	3%
Reino Unido	16	3%	42	7%	16	4%	22	6%
Alemanha	14	2%	30	5%	8	2%	12	3%
Suíça	10	2%	13	2%	11	3%	15	4%
França	29	5%	31	5%	18	5%	21	6%
Bermudas	8	1%	9	2%	3	1%	5	1%
Chile	7	1%	4	1%	7	2%	5	1%
Espanha	72	12%	85	15%	39	11%	37	10%

Fonte: Bacen, 2016

Os Países Baixos, conforme mostra a Tabela 1, detinham em 2010 posição investida no Brasil de US\$163 bilhões sob a ótica de país investidor imediato, mas apenas US\$15 bilhões sob a ótica de controlador final. Em 2015, a posição investida sob a ótica de país imediato totalizou US\$90 bilhões, enquanto a posição correspondente ao país de controlador final totalizou US\$13 bilhões. Alguns países, por outro lado, exibem posições de IDP maiores quando compiladas sob a ótica de país do controlador final. É o caso de Bélgica, Estados Unidos, China, Itália, Reino Unido, Alemanha, Suíça e França, que canalizam seus investimentos diretos para o Brasil por países intermediários. (Bacen, 2016).

No caso dos Estados Unidos, a posição investida em 2010 sob a ótica do investidor imediato somou US\$108 bilhões, comparativamente a US\$110 bilhões sob a ótica do controlador final. Em 2015, a posição imediata totalizou US\$69 bilhões, enquanto a posição de controlador final atingiu US\$77 bilhões. (Bacen, 2016).

3.3.3 Participação Setorial

A partir da tabela 2, é possível visualizar quais foram os setores que mais concentraram os processos de fusões e aquisições durante o tempo.

Tabela 2 - Participação setorial por volume de transações

Volume						
Ranking	Setor	2013	2014	2015	2016	2017
1	Financeiro	5,1%	16,3%	20,1%	14,5%	9,9%
2	Petróleo e Gás	13,6%	8,7%	5,1%	25,9%	8,6%
3	Energia Elétrica	12,6%	4,7%	9,5%	15,9%	17,8%
4	TI e Telecomunicações	22,6%	29,9%	1,7%	0,5%	1,2%
5	Alimentos e Bebidas	8,9%	11,4%	12,0%	1,4%	9,4%
6	Transporte e logística	8,1%	8,3%	9,1%	5,4%	6,0%
7	Indústria e Comércio	0,7%	2,4%	14,6%	4,6%	8,8%
8	Comércio Atacadista e Varejista	2,4%	6,7%	6,1%	2,2%	1,8%
9	Mineração	3,4%	0,9%	3,7%	5,6%	5,5%
10	Assistência Médica	5,5%	1,7%	7,7%	2,5%	0,6%
11	Serviços Imobiliários	4,4%	3,8%	4,6%	2,1%	0,5%
12	Papel e Celulose	1,0%	0,6%	0,3%	0,4%	11,1%
13	Educação	5,5%	1,3%	2,8%	3,1%	0,1%
14	Química e Petroquímica	1,2%	0,0%	0,4%	6,8%	1,3%
15	Outros Serviços	2,4%	0,8%	1,0%	0,5%	4,4%
16	Metalurgia e Siderurgia	0,1%	0,6%	0,0%	2,9%	5,2%
17	Saneamento	0,0%	0,0%	0,1%	3,1%	2,2%
18	Seguradora	0,6%	1,2%	0,1%	1,3%	0,0%
19	Têxtil e Calçados	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	2,6%
20	Bioenergia	0,8%	0,4%	0,0%	0,3%	0,7%
21	Materiais de Construção e Agregados	0,2%	0,0%	1,0%	0,4%	0,0%
22	Locação de Veículos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%
23	Agropecuária	0,0%	0,1%	0,2%	0,0%	0,8%
24	Comunicação	0,5%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
25	Empreendimentos e Participações	0,3%	0,0%	0,0%	0,2%	0,2%
26	Máquinas e Equipamentos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%

Fonte: Anbima, 2018

A tabela 3 representa a participação setorial por número de operações.

Tabela 3 - Participação setorial por número de operações

Número						
Ranking	Setor	2013	2014	2015	2016	2017
1	Energia Elétrica	9,9%	8,9%	9,9%	6,5%	11,9%
2	Assistência Médica	6,6%	5,5%	11,7%	10,1%	8,4%
3	Indústria e Comércio	5,0%	4,1%	10,8%	6,5%	12,6%
4	Transporte e logística	7,7%	5,5%	9,0%	9,4%	6,3%
5	Alimentos e Bebidas	6,6%	9,6%	11,7%	5,8%	4,2%
6	Outros Serviços	7,7%	10,3%	2,7%	8,0%	9,1%
7	Comércio Atacadista e Varejista	6,6%	6,8%	8,1%	5,1%	9,1%
8	TI e Telecomunicações	9,9%	10,3%	5,4%	4,3%	4,2%
9	Financeiro	3,9%	8,9%	4,5%	8,7%	7,7%
10	Serviços Imobiliários	7,7%	8,2%	9,0%	5,8%	2,1%
11	Petróleo e Gás	9,9%	4,1%	2,7%	8,0%	2,8%
12	Educação	2,8%	3,4%	5,4%	0,7%	3,5%
13	Metalurgia e Siderurgia	0,6%	2,7%	0,0%	3,6%	4,2%
14	Química e Petroquímica	2,8%	1,4%	0,9%	3,6%	2,1%
15	Seguradora	2,8%	2,1%	0,9%	3,6%	0,0%
16	Mineração	1,7%	2,1%	0,9%	2,2%	2,1%
17	Comunicação	2,8%	2,1%	1,8%	0,7%	0,0%
18	Agropecuária	1,1%	0,7%	0,9%	1,4%	1,4%
19	Papel e Celulose	1,1%	1,4%	0,9%	0,7%	1,4%
20	Bioenergia	1,7%	1,4%	0,0%	0,7%	1,4%
21	Saneamento	0,0%	0,0%	0,9%	2,2%	1,4%
22	Empreendimentos e Participações	0,6%	0,7%	0,0%	0,7%	2,1%
23	Materiais de Construção e Agregados	0,6%	0,0%	1,8%	0,7%	0,0%
24	Têxtil e Calçados	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	0,7%
25	Locação de Veículos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%
26	Máquinas e Equipamentos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%

Fonte: Anbima, 2018

2013: Em volume, as fusões e aquisições de 2013 foram lideradas pelo setor de TI e Telecomunicações, que respondeu por 22,9% das operações, influenciado principalmente pela compra da Portugal Telecom pela Oi, que movimentou R\$ 28,7 bilhões no segundo semestre do ano. Também mereceram destaque os setores de Petróleo e Gás e de Energia, que concentraram, respectivamente, 13,6% e 12,6% do volume de 2013, embora todos os três setores líderes tenham realizado 18 operações cada.

2014: No ano, o setor de TI / Telecom respondeu por 29,9% do volume total, com as duas maiores operações de 2014, seguido dos setores Financeiro e de Alimentos e Bebidas, com participações de 16,3% e 11,4%, respectivamente. Já quanto ao número de

operações, estas se apresentaram mais bem distribuídas, com destaque para os setores mencionados acima e também o setor de Energia.

2015: As maiores operações de 2015 foram a aquisição do HSBC Bank Brasil pelo Banco Bradesco, que movimentou R\$ 17,9 bilhões, e a OPA da Souza Cruz, com volume de R\$ 10,4 bilhões. Essas foram as duas únicas operações do ano com volume superior a R\$ 10 bilhões e tiveram influência sobre a distribuição das operações entre os setores de atividade. Com isso, o setor Financeiro respondeu por 20,1% do volume de operações em 2015, seguido da Indústria e Comércio e de Alimentos e Bebidas, com 10,9% e 10,7% do total, respectivamente.

2016: Os três setores líderes dos anúncios de fusões e aquisições em 2016, em volume, foram o setor de Petróleo e Gás, com 25,9% do total, influenciado pela venda de ativos da Petrobras, o setor de Energia, com 15,9%, e o setor Financeiro, com participação de 14,2%. Esses mesmos setores se destacaram no número de operações, acompanhados do setor de Assistência Médica e Produtos Farmacêuticos e o de Agronegócios.

2017: Em volume, o setor que liderou as fusões e aquisições em 2017 foi o de Energia Elétrica, com participação de 17,8%, seguido dos setores de Papel e Celulose e Financeiro, influenciados pelas grandes operações do período, e com pesos de 15,3% e 13,7% do total. Já em número de operações, os principais segmentos da economia foram Indústria e Comércio (12,6%), Energia Elétrica (11,9%) e Comércio Atacadista e Varejista (9,1%).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com base nos dados apresentados, é possível verificar que na série analisada, o ano de 2013 teve o maior número de processos de fusões e aquisições e 2015 o menor número. É possível inferir que a quantidade de processos de fusões e aquisições está intimamente ligada ao desempenho da economia brasileira.

Em toda a série analisada, no que diz respeito ao volume financeiro do conjunto de operações, as “Empresas estrangeiras comprando empresas brasileiras” movimentou o maior montante em todo o período. Em segundo lugar as “Aquisições entre empresas brasileiras” movimentaram o maior montante. Em terceiro lugar “Empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras” e em quarto lugar “Aquisições entre empresas estrangeiras”.

Quando observamos o número de operações anunciadas, verificamos que “Aquisições entre empresas brasileiras” são a maioria quase todos os anos analisados, ficando em segundo lugar nos anos de 2014 e 2015 (período de baixo desempenho da economia brasileira), onde o número de “Empresas estrangeiras comprando de empresas brasileiras” foi ligeiramente maior. Em terceiro lugar temos as “Empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras” e na quarta posição “Aquisições entre empresas estrangeiras”.

Quando observamos o “local de origem” das “Empresas estrangeiras comprando de empresas brasileiras” verificamos que em 2013, empresas de controle norte americano dominavam as aquisições de empresas brasileiras, seguindo de empresas de controle asiático e posteriormente de controle europeu. No entanto, a partir do ano de 2014, o capital europeu e o capital norte americano revezaram o topo de compradores de empresas brasileiras, seguindo sempre do capital asiático, que teve sua proporção aumentada no decorrer da série histórica, notar que as aquisições de empresas brasileiras por capital sul-americano reduziram fortemente no decorrer dos anos. As proporcionalidades são as mesmas quando observamos os números ao invés do volume financeiro das transações.

Quando observamos o “local de origem” das “Empresas estrangeiras vendendo para empresas brasileiras” a dominância em toda a série analisada reveza entre empresas norte americanas e empresas europeias.

A comparação das posições de IDP (Investimento Direto no País) revela que alguns países em particular detêm posições significativamente maiores quando compiladas sob a ótica de país investidor imediato, comparativamente ao conceito controlador final. É o caso de Países Baixos e Luxemburgo, países sedes de empresas intermediárias, que atuam na canalização de investimento direto de países dos controladores finais para os países de destino. Alguns países, por outro lado, exibem posições de IDP maiores quando compiladas sob a ótica de país do controlador final. É o caso de Bélgica, Estados Unidos, China, Itália, Reino Unido, Alemanha, Suíça e França, que canalizam seus investimentos diretos para o Brasil por países intermediários.

No que diz respeito aos setores que passaram por algum tipo de reestruturação, os que concentraram mais volume financeiro são os seguintes: i) Financeiro; ii) Petróleo e Gás; iii) Energia Elétrica; iv) TI e Telecomunicações; v) Alimentos e Bebidas. Os setores que concentraram maior número de operações são os seguintes: i) Energia Elétrica; ii) Assistência Médica; iii) Indústria e Comércio; iv) Transporte e logística; v) Alimentos e Bebidas.

5 CONCLUSÃO

Para que os objetivos deste trabalho fossem alcançados, partiu-se de um apanhado geral sobre F&A's, Investimento Estrangeiro Direto, bem como do processo de abertura econômica realizado na década de 90 no mercado brasileiro, qual uma das características, foi o aumento dos processos de fusões e aquisições. Foi possível verificar que na série analisada, o ano de 2013 teve o maior número de processos de fusões e aquisições e 2015 o menor número. É possível inferir que a quantidade de processos de fusões e aquisições está intimamente ligada ao desempenho da economia brasileira.

Através da análise das informações expostas nesta pesquisa, foi possível responder a questão principal que motivou o desenvolvimento deste estudo, ou seja, verificar se houve e quais foram as mudanças no perfil das operações de F&A's no mercado brasileiro. Neste cenário, verificamos que o capital europeu, bem como o norte americano, se revezaram como lideranças nos processos de fusões e aquisições no mercado brasileiro, com um aumento expressivo do capital europeu e asiático nos últimos anos e uma queda do capital sul americano como investidores em empresas brasileiras. No que diz respeito aos setores que lideram os processos de F&A's, os que concentraram mais volume financeiro são os seguintes: i) Financeiro; ii) Petróleo e Gás; iii) Energia Elétrica; iv) TI e Telecomunicações; v) Alimentos e Bebidas. Os setores que concentraram maior número de operações são os seguintes: i) Energia Elétrica; ii) Assistência Médica; iii) Indústria e Comércio; iv) Transporte e logística; v) Alimentos e Bebidas.

REFERÊNCIAS

- Amal, Mohamed, and Fernando Seabra. **"Determinantes do investimento direto externo (IDE) na América Latina: uma perspectiva institucional."** Revista economia 8.2 (2007): 231-247.
- CASTRO, C. M. **Estrutura e apresentação de publicações científicas.** São Paulo: McGraw-Hill, 1976.
- Curado, Marcelo, and Marcio JV CRUZ. **"Investimento direto externo e industrialização no Brasil."** Revista de Economia Contemporânea 12.3 (2008): 399-431.
- Dunning, J. H. (1988). **Explaining International Production.** Unwin Hyman, London
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- Hennings, K. (1998). **Uma proposta de modelos para a análise dos fluxos de capitais estrangeiros para o Brasil.** Boletim do Banco Central, 34(11):217-255.
- Hymer, Stephen Herbert. **International operations of national firms.** MIT press, 1976.
- IMF (1998). **Report on the survey of implementation of methodological standards for direct investment.** DAFPE, 99(14). Statistic Department.
- Laplane, Mariano F., and Fernando Sarti. **"Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90."** Economia e sociedade 6.1 (1997): 143-181.
- Nonnenberg, M. J. B. & Mendonça, M. J. C. (2004). **Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento.** IPEA, Texto para Discussão 1016. Rio de Janeiro.
- OECD (1987). **International Investment and Multinational Enterprises. Recent Trends in International Direct Investment.** OECD, Paris.
- POSSAS, Silvia. **Concorrência e Competitividade: notas sobre estratégia e dinâmica seletiva na economia capitalista.** São Paulo: Hucitec, 1999.

PRAHALAD, C. K.; HAMEL, G. **The core competence of the corporation.** Harvard Business Review, Boston, v. 68, n. 3, p. 79-91, May/ Jun. 1990.

Santos, Marlos Henrique dos. **"O panorama das fusões e aquisições no mundo e na economia brasileira a partir da década de 90."** (2007).

STEINDL, Josef. **Maturidade e estagnação no capitalismo americano.** São Paulo: Abril Cultural, 1983. 264p

SELLTIZ, C.; WRIGHTSMAN, L. S.; COOK, S. W. **Métodos de pesquisa das relações sociais.** São Paulo: Herder, 1965.

Trevisan, L. J., Daniels, J. D., & Arbeláez, H. (2002). **Market reform and FDI in Latin America: An empirical investigation.** Transnational Corporation, 11(1):29–48.

UNCTAD (1996). **World Investment Report 1996. Investment, Trade and International Policy Arrangements.** United Nations, New York and Geneva

VERGARA, Sylvia C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 3.ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2000.