

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**



**O FLUXO DE CAPITAIS E O PANORAMA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO
MUNDO E NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA DÉCADA DE 90.**

MARLOS HENRIQUE DOS SANTOS

**FLORIANÓPOLIS
NOVEMBRO – 2007**

MARLOS HENRIQUE DOS SANTOS

**O PANORAMA DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO E NA ECONOMIA
BRASILEIRA A PARTIR DA DÉCADA DE 90.**

Monografia Submetida ao Departamento de Ciências Econômicas para obtenção de carga horária na disciplina CNM 5420 – Monografia.

Por: Marlos Henrique dos Santos

Orientador: José Antonio Nicolau

Área de Pesquisa: Economia Industrial

Palavras Chave: 1 Fusões e aquisições
2 Investimento Direto Externo
3 Fluxo de Capitais

Florianópolis, novembro de 2007.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

A banca examinadora resolveu atribuir a nota 8,5 ao aluno Marlos Henrique dos Santos na disciplina CNM 5420 – Monografia, pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof. José Antônio Nicolau

Prof. Eraldo Sérgio B. da Silva

Profa. Elizabeth S. Flausino

*“... e sempre que estivermos nos sentindo sós e sem forças pra lutar, podemos ter a certeza de que o **cara lá de cima** está nos carregando no colo e cuidando para que consigamos concluir com êxito a nossa jornada”.*

Autor Desconhecido

AGRADECIMENTOS

A vida é muitas vezes feita de incertezas e dúvidas em nossos caminhos, momentos de dificuldades, momentos de tristeza, mas também é feita de momentos alegres e felizes como esse. Não acredito em coincidência e no acaso, acredito sim, que tudo existe uma razão para acontecer, e que somos responsáveis por tudo aquilo que fazemos.

Nessa caminhada não faltaram pessoas que de algum modo participaram da minha vida e que com certeza merecem minha admiração e que nunca serão esquecidas, porque fizeram parte de um caminho importante, difícil, sempre regado a muitas batalhas, muito esforço, muita dedicação, muita perseverança e o mais importante, a fé que me deu forças nos últimos semestres para concluir minha graduação.

Primeiramente gostaria de agradecer a Deus pela oportunidade de estar vivo e com saúde, por me colocar numa família maravilhosa, por me dar amigos, o qual não conseguiria viver sem, por fazer entrar na minha vida pessoas especiais que me fizeram muito feliz, cada um com sua particularidade, por me dar a liberdade de escolha, por fazer da minha vida uma história de superação.

À minha família que tanto amo, não existem palavras pra agradecer, muito menos, existe sentimento no mundo capaz de expressar a minha eterna gratidão pela confiança depositada em mim, pelo amor, pelo carinho. Lembro-me muitas vezes que nos momentos de dificuldade a única coisa que queria por perto era o “colo” de vocês, um abraço apertado, um beijo carinhoso, uma palavra de incentivo, ou apenas a presença já era suficiente, mas sempre tive vocês no meu coração e isso me fazia lutar pelos meus sonhos. Ao meu pai, meu super-herói, meu ídolo, você é umas das razões da minha alegria e meu eterno porto seguro. Suas palavras sábias, seus ensinamentos, sua trajetória de vida só fazem de mim o filho mais sortudo do mundo, que agora é meu companheiro de profissão, o qual me orgulha muito seguir os seus passos.

Minha mãe, o meu amor. Hoje percebo o quanto somos parecidos, partilhamos sempre do mesmo sentimento e a nossa conexão é algo que está além de nossas compreensões, definido por apenas uma palavra, o AMOR, que só nós dois sabemos a grandeza. É de coração que agradeço por me colocar nesse mundo e me dar tudo que preciso para ser uma pessoa feliz, por ter plantado dia a dia um a sementinha de ternura e afeto, por se sacrificar em vários momentos, pelo teu olhar amoroso, pelas suas palavras de saudade e por seu “colo”, que não existe lugar melhor para estar no mundo.

A você mãe só existe uma frase: EU TE AMO. E tudo isso mencionado, vale para os meus irmãos, que tanto me dão alegria e me fazem feliz, meus companheiros eternos, cujo o amor é incondicional. v

Aos meus amigos, muitos, graças a Deus, quero agradecer por terem me aturado sempre com muita paciência, porque foi preciso, e por estarem sempre do meu lado, muitas vezes suprimindo o lugar de minha família. Ao meu amigo Collaço, a pessoa que mais esteve próxima nesse tempo de faculdade, que agüentou praticamente todos os meus momentos de indecisão e dor muitas vezes, e que tem provado ao longo do tempo o verdadeiro valor de uma amizade, pra você amigo “We ride together, we die together”. Ao Juliano, meu amigo de luta na universidade, agradeço pelo exemplo de vida que você é e pelas suas palavras sempre de incentivo e por nunca me fazer desistir dos meus objetivos. Agradeço também, ao meu grande imenso amigo Bião, por me dar a honra de ser seu melhor amigo e estar comigo em todos os momentos e por me ensinar a cada dia de convívio a ser uma pessoa melhor. Meu amigo Matheus, meu tutor, meu companheiro de surfe, obrigado pela paciência e ensinamentos e a sua sempre disposição em estar me ajudando em qualquer que fosse a situação. A minha grande amiga Elaine, que nesse caminho tem me ajudado de todas as formas a concluir a graduação, se fazendo sempre presente nos momentos importantes. A todos os meus amigos, minha eterna gratidão e respeito.

Não poderia deixar de agradecer a pessoa responsável pela conclusão desse curso, meu mestre, o professor Sr. José Antônio Nicolau, que nesses últimos 04 meses que trabalhamos juntos nessa monografia, tem me lapidado e me tornado um aluno, uma pessoa e um profissional melhor, com suas palavras, com sua inteligência, com seus ensinamentos, e por ter acreditado no meu potencial e por me proporcionar a oportunidade de compartilhar seu conhecimento comigo. A você mestre, meu muito obrigado, nada disso seria possível sem a sua orientação.

Aos professores em geral do curso de economia, a Universidade Federal de Santa Catarina e aos alunos. A todos muito obrigado.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS	VIII
LISTA DE GRÁFICOS	IX
LISTA DE ABREVIATURAS	X
RESUMO	XI
1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 APRESENTAÇÃO DO PROBLEMA.....	12
1.2 OBJETIVOS.....	16
1.2.1 Objetivo Geral.....	16
1.2.2 Objetivos Específicos.....	16
1.3 METODOLOGIA.....	16
2 A APROXIMAÇÃO TEÓRICA NOS PROCESSOS DE F&A's	
E TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA	18
2.1 CONCEITOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO	18
2.2 FUSÃO E AQUISIÇÃO NO PROCESSO DE	
CRESCIMENTO DA FIRMA	19
2.2.1 Crescimento no próprio setor	20
2.2.2 Diversificação no processo de crescimento.....	25
2.2.3 Estratégias de internacionalização no processo de F&As.....	27
3 INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO E AS OPERAÇÕES	
DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO.....	31
3.1 HISTÓRICO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO.....	31
3.2 O FLUXO DE CAPITAL MUNDIAL (IDE) NOS ÚLTIMOS ANOS.....	33
3.3 AS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO	39
3.4 SÍNTESE CONCLUSIVA	44

4 AS FUSÕES E AQUISIÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA	45
4.1 ABERTURA ECONÔMICA, ESTABILIDADE E PRIVATIZAÇÃO NO BRASIL NA DÉCADA DE 90.....	45
4.2 O INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO NO BRASIL	49
4.2.1 Os fatores de atração do IDE no Brasil	49
4.2.2 Panorama do Investimento Direto Externo no Brasil	50
4.3 FUSÕES E AQUISIÇÕES E IDE NO BRASIL.....	53
4.4 CARACTERÍSTICAS DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL.....	57
4.5 SÍNTESE CONCLUSIVA	65
5 CONCLUSÃO	67
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Número de F&As com valor superior a US\$ 1 bilhão, 1994-2006.....	41
Tabela 02 – Ingressos de IDE e Participação nos setores da economia (%).....	51
Tabela 03 – Principais Fusões e Aquisições ocorridas no Brasil, 2007.....	62
Tabela 04 – Características Gerais das empresas que realizaram F&As no período 2000-2004.....	63
Tabela 05 – Motivações para a realização de operações de F&As no Brasil.....	64

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01 – Fluxo de entrada de IDE no mundo, 1980-2006.....	34
Gráfico 02 – Fluxo de entrada de IDE por grupos de países, 2003-2006.....	35
Gráfico 03 – Fluxo de saída de IDE por grupos de países, 2003-2006.....	35
Gráfico 04 – Distribuição setorial do IDE, 1897-2006.....	36
Gráfico 05 – Quantidade de mudanças regulatórias para atração de IDE, 1996-2006.....	37
Gráfico 06 – Mudanças regulatórias mais favoráveis e menos favoráveis para atração do IDE, 2004-2006.....	38
Gráfico 07 – Participação das regiões nos acordos internacionais de investimento, 2006.....	39
Gráfico 08 – Valor e taxa de crescimento das F&As transfronteiras no mundo.....	40
Gráfico 09 – Valor das F&As cross border no mundo por regiões de desenvolvimento, 1994-2006.....	41
Gráfico 10 - Operações de F&As cross border por setor e grupos de economias, 2006.....	42
Gráfico 11 – Participação dos setores nas maiores 40 F&As mundiais, 2002-2005.....	43
Gráfico 12 – Volume Financeiro das Privatizações na Economia Brasileira, 1990-2001.....	48
Gráfico 13 – Valor total de IDE no Brasil no período de 1995-2006.....	50
Gráfico 14 – Evolução do número de F&A's no Brasil, 1994-2007.....	53
Gráfico 15 – Valor das transações de F&As no Brasil, 1994-2007 (US\$ Bilhões).....	55
Gráfico 16 – Participação dos principais países no total das F&As <i>cross border</i> , 1994-2006.....	56
Gráfico 17 – Perfil das Aquisições realizadas Nacional x Estrangeiro, 2002-2007.....	57
Gráfico 18 – Modalidades de negócios de F&As no Brasil, 2006-2007 (%)......	58
Gráfico 19 – Participação das F&A's por setores da economia, 1994-2006.....	59
Gráfico 20 - Fusões e Aquisições por setores da economia, 2007.....	60

LISTA DE ABREVIATURAS

AII – Acordos Internacionais de Investimento

ABI – Acordos Bilaterais de Investimento

EMNS – Empresas multinacionais

F&AS – Fusões e Aquisições

FMI – Fundo Monetário Internacional

IDE – Investimento Direto Externo

MERCOSUL – Mercado Comum do Sul

SIUP – Serviços Industriais de Utilidade Pública

UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development

WIR – World Investment Report

RESUMO

O principal objetivo deste trabalho é apresentar um panorama das operações de fusão e aquisição (F&As) ocorridas na economia brasileira e no mundo a partir da década de 90 até o período atual, bem como identificar as principais características que influenciaram esse processo no Brasil, destacando as mudanças ocorridas no cenário nacional, como a abertura comercial, privatizações, desregulamentação da economia, entre outros. Procurou-se também analisar o fluxo de capitais a nível global, através do investimento direto externo, devido a grande importância dos capitais estrangeiros nos processos de fusão e aquisição não só no país como no mundo.

1 INTRODUÇÃO

1.1 *Contextualização do tema pesquisado e apresentação do problema*

Krugman (1998) relata que a economia mundial é um sistema, uma trama completa de relacionamentos de *feedback* e não uma simples corrente de efeitos unilaterais, e que nesse sistema econômico global, salários, preços, comércios e fluxos de investimento são resultados e não dados e que as empresas, na atualidade, não mais competem apenas com as empresas do próprio país, mas com as mesmas empresas que atuam em toda a economia mundial.

A globalização¹ é condição determinante do funcionamento das economias atuais, sendo seus efeitos absorvidos e propagados pela interação entre governo e organizações privadas.

A expansão internacional das organizações, entretanto, não se faz alheia aos Estados. Os governos tomam decisões voltadas às políticas internacionais da mesma forma que as organizações internacionais. Estas decisões podem tanto beneficiar quanto prejudicar as ações organizacionais. Podem também beneficiar algumas enquanto prejudicam outras. (MAZO et al, 2002, pg. 3).

O crescimento do comércio mundial, nos últimos trinta anos, vem apresentando taxas mais elevadas que o crescimento da produção mundial, indicando um grau cada vez maior de interdependência entre os mercados nacionais. (Krugman, 1995).

A globalização econômica abrange todos os grupos de países². O modo como os países estão inseridos no contexto atual da globalização é um reflexo da maneira de como eles interagem entre si, através de negócios, acordos e políticas de favorecimento de atração de capital externo (Gonçalves, 1998).

As últimas duas décadas do século XX foram marcadas pelo rápido crescimento das atividades das empresas multinacionais. Os fluxos de IDE mundiais cresceram tanto

¹ Para Baumann (1996), a globalização “está relacionada com a interação de três fenômenos paralelos que têm se intensificado nas últimas duas décadas. São eles: a extraordinária expansão dos fluxos internacionais de bens, serviços e capitais; o aumento da concorrência nos mercados; e a integração dos mercados locais”.

² Fazem parte dos grupos de países, os países desenvolvidos, os países em desenvolvimento e os países em transição

em relação à produção mundial quanto em relação ao comércio internacional de mercadorias³. Essa tendência reflete uma nova configuração da economia mundial, cuja característica principal é a globalização da produção onde os agentes ativos de mudanças são as EMNs (Seabra, 2002).

Nesse processo de interação econômica, o fluxo de capitais através de investimentos diretos externos⁴ tem demonstrado um importante recurso de desenvolvimento econômico, principalmente em países desenvolvidos e em desenvolvimento.

De acordo com a sua natureza, o Investimento Direto Externo (IDE) do mesmo modo que qualquer outra inversão em capital fixo deve ser concebido em uma perspectiva de longo prazo. Não obstante a isso, é inegável que o IDE flutua conforme as expectativas de rentabilidade do investimento no país receptor do capital. Em uma economia globalizada, com poucas restrições à mobilidade do capital e com empresas multinacionais operando em diferentes mercados, alterações na rentabilidade relativa resultam na realocação da produção para aqueles países mais competitivos. (SEABRA, 2002, pg. 37).

A participação do IDE nas economias mundiais é realizado em sua grande maioria através de operações de fusões e aquisições, ou seja, participação de empresas multinacionais em economias domésticas.

As transações de fusões e aquisições (F&A), em âmbito mundial, vem apresentando crescente volume de negócios⁵, 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. Esta liquidez está associada à criação e à rápida disseminação de novos instrumentos financeiros⁶, destacando-se a expansão do progresso técnico em atividades industriais e de serviços, além *de* novas tecnologias de transmissão de informações.

³ Em 1982, o IDE representava 2,7% transferências mundiais de bens e serviços. Esta relação aumenta rapidamente para 4,6% em 1990 e 18,1% em 2000.

⁴ Os fluxos de IDE são constituídos pelos seguintes elementos (OCDE, 1987): aportes líquidos de capital sob a forma de compra de participação em uma empresa já existente ou a criação de uma subsidiária.; lucros não distribuídos ou reinvestidos na empresa receptora do capital externo são considerados novos investimentos diretos; empréstimos líquidos, como empréstimos de curto prazo e adiantamentos feitos pela empresa multinacional de sua matriz para sua filial no país receptor.

⁵ Informação publicada pela United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD (2007).

⁶ Cano (2001) enumera como origem dos novos instrumentos financeiros o fim do padrão Bretton Woods, a atual vigência do Consenso de Washington e os avanços tecnológicos na área financeira, que possibilitam a interação entre economias mundiais.

Fatores como a necessidade de ganhos em escalas de produção, atuação em outras regiões geográficas, o surgimento de novos produtos e a busca de sinergias financeiras e tecnológicas levaram grandes conglomerados empresariais a atuar em outros países que não os de sua origem, por meio de aquisições, parcerias e *joint ventures* com empresas locais (Guimarães, 1982).

Em todos os segmentos da economia, observa-se um movimento de consolidação com o objetivo de aumentar receitas, expandir a base produtiva e diminuir custos por meio de sinergias e ganhos de escala, o que significa, muitas vezes, entrar em novos mercados ou países. Os grandes volumes de transações observados nos setores mais diversos de uma economia apontam para esse sentido.

Os países emergentes formam uma frente de atuação mais recente nesse sentido. O objetivo desse processo de reestruturação é, como se sabe, tornar as empresas e conglomerados mais eficientes e competitivos pelas mudanças nas formas e setores de aplicação do capital.

No Brasil, o fluxo de capitais externos começou a ser mais significativa a partir das políticas adotadas na década de 90 que favoreceram a entrada de capital externo⁷. No caso brasileiro especificamente as operações de fusões e aquisições foram fortalecidas pela entrada de IDE na economia brasileira, apresentando como consequência da atuação econômica internacional em território nacional um aumento dos números das F&As em termos de negócios realizados, bem como o volume financeiro proveniente dessas operações (Deloitte, 2002)

As transformações vividas pela economia brasileira nos anos 90⁸ foram em grande medida desdobramentos das transformações no âmbito internacional, respostas essas condicionadas pela estrutura econômica e social brasileira, marcada pela dependência em relação ao exterior, baixo desenvolvimento do mercado de capitais, baixa integração entre indústria e bancos e pelo fraco apoio estatal as instituições produtivas (Cano, 2001)

Esse movimento de fusão e aquisição de empresas no Brasil se torna mais aparente e ganha 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

⁷ A participação brasileira no fluxo mundial de investimentos passou de apenas 0,7% em 1989-94 para 4,1% em 1998 (UNCATD, 2001)

⁸ Entre as transformações ocorridas na economia brasileira, podemos destacar a intensificação do processo de abertura comercial, desregulamentação da economia, entre outras que serão abordadas mais detalhadamente neste trabalho.

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 (Gonçalves, 1998)

O movimento de F&A's no Brasil se deu primeiramente com mais força pela entrada de empresas estrangeiras no país, motivado tanto pelos fatores macroeconômicos, quanto os microeconômicos, além da existência de um grande número de empresas privadas e estatais com características atraentes, através das privatizações. As mudanças nas variáveis macroeconômicas - câmbio valorizado, juros elevado e redução de tarifas – acirraram as assimetrias competitivas entre o capitalismo nacional e estrangeiro, tornando mais vantajoso a compra de empresas nacionais por empresas estrangeiras, sejam estas empresas já instaladas no Brasil ou entrantes.

O perfil das F&A's também tem se alterado no decorrer dos anos 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 consideravelmente⁹, 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.

O objetivo deste trabalho é apresentar um panorama dos fluxos de capitais e o desenvolvimento dos processos de fusões e aquisições no Brasil e no mundo através de dados e informações no período recente, mais especificamente as últimas duas décadas. Como questão chave do desenvolvimento deste trabalho, fazer uma relação entre os processos de F&As no Brasil e no cenário internacional, indagando se o processo de fusões e aquisições no Brasil é um desdobramento do processo internacional ou um processo tipicamente autônomo; se as F&As brasileiras apresentam as mesmas tendências e características com relação às economias desenvolvidas e respondem sensivelmente as mesmas variações e oscilações nesse processo e se existe uma relação direta entre esse processo no Brasil e no mundo; e qual é o papel do IDE no desenvolvimento das F&As no país.

⁹ De acordo com a publicação sobre as F&As no Brasil pela empresa PWC (2007), as aquisições negociadas por empresas brasileiras a partir de 2002 se mostra superior as aquisições realizadas por empresas internacionais.

1.2 Objetivos do Trabalho

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo deste trabalho é apresentar um panorama das fusões e aquisições e do fluxo de capitais através do IDE nas economias mundiais, mais especificamente no Brasil como objeto principal de estudo, identificando suas principais características e particularidades a partir da década 90, período chave para o desenvolvimento das operações de F&As, analisando sua evolução até o ano de 2007.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analisar o fluxo de capitais no mundo e no Brasil através do investimento direto externo – IDE, aproximando esse movimento com as operações de F&As globais.
- Apresentar um panorama dos processos de F&As no cenário internacional e brasileiro.
- Analisar o processo de F&As de empresas brasileiras, investigando seu perfil, suas características das F&As, bem como as principais motivações.

1.3 Metodologia

O estudo busca descrever o perfil dos processos de F&A's na economia brasileira. Neste trabalho serão abordados temas como a globalização, as transformações decorrentes de uma economia praticamente sem fronteiras, atuante praticamente em toda e qualquer região do globo, as transformações ocorridas nos processos produtivos, financeiros, ou seja, a estrutura onde as empresas atuam, demonstrando tais mudanças ocorridas a nível mundial, realizando uma aproximação e um estudo das F&As no cenário brasileiro.

A metodologia empregada para o desenvolvimento do presente trabalho será fundamentada em uma conceituação teórica sobre os processos de F&As, uma breve

releitura das estruturas de mercado e estratégias de crescimento das firmas, com o objetivo de dar um maior suporte teórico no entendimento nas operações de F&A's. Na busca de compreender melhor esse processo, é importante ressaltar a interação econômica entre os países através dos fluxos de capitais, analisando os investimentos diretos externos sob a forma de F&As nas economias desenvolvidas e em desenvolvimento.

Por se tratar de uma análise das F&As no Brasil no período entre 1994-2007 como foco do estudo, serão utilizados como complemento para o desenvolvimento do mesmo, artigos, trabalhos realizados dentro deste tema, informações diversas e dados coletados em jornais como a Gazeta Mercantil e Valor Econômico, materiais com embasamento econômico como os relatórios da UNCTAD e do Banco Central, "sites" especializados em economia, e documentos fornecidos por empresas especializadas na área de F&A's no país, como a Price Water Cooper House (PWC), Deloitte, KPMG, Ernest Young, entre outras empresas, bem como análise de gráficos e tabelas, a partir de dados brutos recolhidos nas instituições citadas acima.

2 A APROXIMAÇÃO TEÓRICA NOS PROCESSOS DE F&A's E TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA

O objetivo deste capítulo é buscar o embasamento teórico acerca das fusões e aquisições, identificando como esse processo ocorre nas estratégias de crescimento da firma. A estrutura deste capítulo consiste primeiramente em conceituar de acordo com alguns autores o conceito de F&A, em seguida será apresentado as estratégias de crescimento da firma definidas no padrão de concorrência oligopolista.

2.1 Conceitos de Fusão e Aquisição

Antes de iniciar o estudo do perfil das fusões e aquisições (F&A) na indústria brasileira, é importante apresentar os conceitos de fusão, aquisição e *joint venture*.

A fusão ocorre quando duas ou mais empresas são combinadas e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas. Geralmente, os ativos e passivos da empresa menor são fundidos nos da empresa maior, que lhes sucederá todos os direitos e obrigação (Lei 6404/76, Art. 228). Segundo Bulgarelli (2000:18), fusão não é senão um modo particular de extinção da sociedade, que se extingue para compenetrar-se numa nova sociedade (Fusão propriamente dita). Para Gonçalves (1998), o processo de fusão pode ser definido como uma estratégia através da qual duas firmas concordam em integrar suas operações em base relativamente co-igual, porque têm recursos e capacidades que, juntas, podem criar uma vantagem competitiva mais forte.

Na *aquisição*, no entanto, segundo Barros, Souza e Steuer (2003), ocorre a compra do controle acionário de uma empresa por outra, determinando o desaparecimento legal da empresa comprada. Implicando em alto grau de investimento e de controle, além de um processo de integração mais complexo. Assim, trata-se da compra de uma empresa por outra, e somente uma delas mantém a identidade.

Joint Venture é um tipo de combinação de empresas, onde os participantes não detêm controle de forma individual, nem privilégios ou benefícios, uns sobre os demais, sendo mais uma combinação de empreendimentos do que uma combinação de empresas, e sua duração condicionada a realização deste empreendimento. Esta combinação de empreendimentos pode ser realizada com o investimento de capitais tangíveis e intangíveis das empresas que pretendem se associar, tirando maior proveito das suas diferenças de potencial.

As fusões e aquisições podem ser classificadas como *horizontais*, *verticais* e *conglomerados*. Estes três tipos de fusões se diferenciam entre si em virtude do tipo de atividade econômica realizada pelas empresas que se fundem, considerando o tipo de negócio em que estão e em que parte do seu processo produtivo.

Assim, em uma fusão horizontal, as empresas que se fundem operam no mesmo tipo de negócio, sendo competidoras uma da outra. A fusão neste caso geralmente visa buscar uma redução de custos e um aumento da eficiência operacional através da obtenção de economias de escala. Este tipo de fusão costuma ser regulado pelo governo porque reduz a competição em uma dada indústria, podendo levar à criação de um monopólio ou cartel.

A fusão vertical se caracteriza quando as empresas que se fundem estão em etapas diferentes do seu processo de operação. O objetivo aqui é procurar diminuir custos de transação externos causados pela existência de um mercado imperfeito ou procurar realizar economias através de operações integradas, como planejamento de estoques e da produção, transporte, etc.

A fusão de conglomerados ocorre quando as empresas que se fundem operam em negócios distintos. As fusões de conglomerados podem ser divididas nos três tipos característicos que seguem. Primeiro, a extensão de produto ocorre quando as linhas de produtos das empresas são aumentadas. Este tipo de fusão é entre empresas que atuam em negócios que possuem uma certa relação entre si. Segundo, a extensão geográfica de mercados, que envolve empresas cujas operações são conduzidas em mercados com localização geográfica diferente, como por exemplo, uma empresa atua somente no mercado interno e a outra somente no mercado externo. Terceiro, o conglomerado puro, que compreende fusões que não se enquadram em nenhum dos dois tipos descritos acima, envolvendo empresas que atuam em negócios não relacionados (Brealey, Myers & Marcus, 1995).

2.2 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.

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 (Guimarães, 1982).

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).

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).

2.2.1 Crescimento no Próprio Setor

Como início da análise referente às estratégias de crescimento das firmas, se faz necessário tratar a questão da concorrência como fato intrínseco no processo de crescimento e expansão da firma e o mercado onde as firmas estão inseridas realizando seus negócios. A concorrência pode ser caracterizada pelo processo de disputa pelas quais as empresas passam, incluindo todas as forças de concorrência na disputa de

mercado. De acordo com Possas, a concorrência é vista como um processo de seleção econômica que visa à obtenção de valor, caracterizando-a como um processo de luta por apropriação de poder de compra e garantia de espaço de valorização do capital (Possas, 1999). Assim a concorrência

‘É um processo de movimento incessante, contínuo e sem tréguas, possibilitando a todo o momento um surgimento de novos concorrentes e cuja definição dos sobreviventes no sistema econômico dependerá das melhores estratégias. A concorrência é um processo sem fim, que representa a luta pela sobrevivência e incentiva a inovação como forma de operacionalizar estratégias, é que se conforma no conceito de concorrência. (POSSAS, 1999, pg.132)

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)

Considerando os efeitos do progresso técnico e as reduções de custos como componentes essenciais para elevação das margens de lucro, bem como a existência de firmas que dada a introdução de economia de escala consigam elevar a margem de lucro, estas terão maior capacidade e possibilidade de expansão no mercado via processo que Steindl chamou de “acumulação interna”. Por acumulação interna, entende-se a parte do lucro empresarial retido sobre a forma de poupança. E como para Steindl, as firmas marginais obtêm apenas lucros normais, “estas nada acumularão como grupo” (Steindl, 1983)

Neste caso, se existir expansão do mercado, ou melhor, se existir elevação na taxa de expansão da indústria, a participação das firmas marginais será mantida, não porque haverá um aumento nas suas vendas, mas, porque haverá um aumento no seu número, como forma de compensar a falta de acumulação interna. Temos, então, que a

expansão das firmas ficará limitada pela expansão da indústria. Mas, as firmas podem crescer além daquele nível imposto pela taxa de expansão da indústria. Quando as firmas, que não serão as marginais, adotarem métodos de produção mais eficientes, que provocará redução de custos e elevação das margens de lucro e aumentarem sua participação no mercado, a participação “absoluta” das outras firmas deverá diminuir, neste caso, “ocorrerá, então, uma concentração absoluta, ou seja, a eliminação de determinado número de firmas” (Steindl, 1983).

Steindl chama a atenção para o fato de que esta eliminação não é temporária, pois se mostra um fenômeno de longo período, já que a eliminação das firmas menos eficientes ocorre tanto em períodos de expansão econômica como naqueles de longa recessão. Trata-se também, de um processo irreversível, pois novos possíveis entrantes estarão desencorajados a entrar no processo concorrencial, “dada a relação preço-custo”. A eliminação das firmas com maiores custos, devido à concentração absoluta, se dará, pois, se as grandes empresas fizerem uma forte campanha de vendas, ocasionando perda de vendas de outras firmas, estas últimas serão forçadas a diminuir o preço de venda ou a aumentar o custo de produção e/ou distribuição. Deverão ainda tentar competir por padrões maiores de qualidade e investir maciçamente em publicidade.

Conjugando-se a estes aspectos a menor flexibilidade financeira, aspectos mais presentes nas firmas menores, estas não serão capazes de suportar a tensão e serão forçadas a abandonar o mercado (Steindl, 1983). Nesse processo de concorrência interna e a visível vantagem das empresas maiores que conseguem reduzir seus custos, obter produção em escala, aumentar sua fatia de mercado através de enérgicas campanhas de vendas e melhora contínua na qualidade e seus produtos e/ou serviços, as empresas marginais são fundidas ou adquiridas pelas empresas líderes.

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

desaparecer as firmas fracas, a fim de ganhar terreno para a sua própria expansão (Steindl, 1983).

Sendo assim, do ponto de vista de estratégia empresarial, as empresas líderes e as firmas progressistas precisam manter uma reserva de capacidade produtiva, como resposta rápida à entrada de novos competidores, às possíveis acelerações da demanda, bem como ao risco de ampliação significativa de fatia de mercado dos concorrentes.

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 a 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 produtiva 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 a produção 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 melhor 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).

2.2.2 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.

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.

Para Britto (2002), 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

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

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.

Seguindo Penrose (1959, apud Guimarães 1975) no conceito da utilização da base tecnológica no processo de diversificação é definido como “cada tipo de atividade produtiva que utiliza máquinas, processos, equipamentos, capacitações e matérias primas, estando estreitamente associados ao processo de produção”, portanto não apenas diferentes indústrias podem ter a mesma base tecnológica, mas também uma mesma indústria pode envolver bases tecnológicas distintas, onde o sucesso do investimento em uma nova indústria depende da capacidade da firma em se adaptar as novas tecnologias, alcançar custos competitivos e conquista de mercado através de novos clientes.

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.

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.

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).

A análise de Prahalad e Hamel (1990) pressupõe o conceito de competências essenciais (*core competences*), que refere-se à identificação do núcleo de competências da empresa e identifica o processo de diversificação como uma busca da centralização das atividades da empresa em um número restrito de negócios que refletem suas competências essenciais. Assim, enquanto a especialização procuraria focar capacitações, concentrando o risco, a diversificação buscaria reduzir o risco através da expansão para novos negócios com maior ou menos sinergia em relação aos negócios originais da empresa.

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).

2.3.3 Estratégias de Internacionalização no processo de F&As

As estratégias e internacionalização constituem um importante papel nos processos de fusão e aquisição e também para o movimento de crescimento e expansão da firma, possibilitando uma firma participar de várias indústrias nacionais, tendo como resultado da realização de investimentos e da implantação de unidades produtivas em diferentes países. Surge então, a *firma multinacional*. Evidentemente, as multinacionais podem compreender várias *quase-firmas* no mesmo país, desde que supram mercados distintos do ponto de vista de sua dimensão-produto, designadas subsidiárias (Guimarães, 1982).

Sob a perspectiva do crescimento das firmas e indústrias, Guimarães (1982) sinaliza que o processo de acumulação de capital em indústria oligopolistas tende a produzir um montante de capital e de lucros que não pode ser absorvido no interior da própria indústria, dado que sua participação na expansão da demanda de seu mercado corrente é frequentemente insuficiente para assegurar a realização do seu potencial de crescimento.

Neste ponto de estudo, onde agora temos uma economia aberta e em negócios globais, essa nova possibilidade implica o movimento para fora do mercado concorrente da firma, onde a ampliação do mercado corrente resulta da venda de algumas mercadorias já produzidas pela firma em um mercado nacional no qual não tenha participado até então, e não da introdução de um novo item na sua linha de produtos, seja pela importação ou pelo engajamento em atividades produtivas no exterior.

Sob o ponto de vista do ciclo de Vernon (1966), o processo de introdução de novos produtos pela firma tem também uma dinâmica internacional, sendo que um novo produto é desenvolvido no seu país de origem, com vistas ao suprimento do mercado doméstico e em seguida a introdução do seu produto em mercados externos pelas exportações.

Nesse contexto, o impulso das economias capitalistas na direção do mercado externo pode ser visto como resultado da dinâmica da indústria oligopolista com um potencial de crescimento superior às taxas de crescimento de seus mercados domésticos. Considerando os custos e riscos associados à diversificação das atividades da firma, pode-se admitir que, na medida em que o objetivo é apenas encontrar escoadouro para sua acumulação interna, a firma preferirá ampliar sua capacidade produtiva para suprir novos mercados nacionais a empreender um novo tipo de atividade, além disso, tal firma pode voltar-se para os mercados externos de modo a evitar a redução de sua taxa de lucro que resultaria de seus esforços para aumentar sua participação no mercado doméstico.

Os investimentos realizados decorrentes da acumulação de capital em mercados nacionais podem ser realizados na obtenção do fornecimento de matérias primas através de integração vertical, que se mostra frequentemente o caminho natural de diversificação das atividades da firma evita muitos riscos e incertezas quanto a continuidade do fluxo de suprimentos, processo de barganha do oligopólio bilateral e às flutuações de preços no mercado internacional.

Os desenvolvimentos teóricos tratam o investimento direto externo como uma das formas do processo de internacionalização da produção. Esse deslocamento de produção realizado não é provisório, pelo contrário: esse deslocamento ocorre de forma permanente com a implantação de empresas no país receptor (Gonçalves, 1998).

Seguindo a ótica da teoria de internacionalização de produção através do investimento direto externo – IDE, o qual se configura no investimento internacional que objetiva o controle da empresa receptora de capital, demonstrando que os agentes econômicos de um determinado país têm preferência revelada por um mercado doméstico, em termos não somente de localização da produção, como também na canalização da produção (vendas).

Uma outra forma alternativa para a firma manter uma participação em um mercado externo sem investir no exterior, de acordo com Gonçalves (1982), consiste na transferência de tecnologia e/ou no licenciamento de um produtor local. Cabe admitir, nesse processo de internacionalização, que o investimento direto predomina nas decisões das firmas oligopolísticas, sendo o licenciamento escolhido por empresas pequenas, incapazes de fazer face aos riscos e aos encargos financeiros do investimento no exterior. Além disso, a expansão no sentido de acompanhar o movimento de internacionalização das firmas concorrentes também é importante, na medida em que fomenta, através do processo de competição, o desenvolvimento conjunto de um grupo de empresas relativamente próximas.

Referente aos investimentos externos realizados, um outro fator de incentivo à internacionalização das firmas diz respeito ao contexto dos mercados potenciais, pois na medida em que estes possuam perspectivas de expansão, uma estrutura de mercado que reduza as barreiras à entrada e um arcabouço macroeconômico (evolução do PIB, comportamento do câmbio, estrutura tarifária e juros básicos), político (organização da indústria no país, política de investimentos governamentais, incentivos ao desenvolvimento regional, entre outros) e institucional favorável à empresa (legislação setorial clara, transparente e coerente como o ambiente econômico), estes mercados promoverão os incentivos necessários a que empresas estrangeiras venham a se interessar em se instalar no país.

Nesse sentido, os processos de desestatização e privatização fomentam a expansão das firmas no mercado internacional. Pois elas são incentivadas pelo fato da estrutura produtiva e o mercado consumidor já estarem adequados às atividades a serem

desenvolvidas, logo, elas expandem suas atividades em segmentos onde a estrutura do negócio já estava organizada pelo Estado (Guimarães, 1982).

Como citado ao longo deste capítulo, as fusões e aquisições estão diretamente ligadas a praticamente todos os processos estratégicos adotados para o crescimento da empresa, seja no próprio setor, no processo de diversificação, ou até mesmo em investimentos fora do seu país de origem, através de sua internacionalização. E apresenta vantagens que podem justificar sua fusão ou aquisição, como a busca de sinergias produtivas, redução de custo, minimização de riscos, superação de barreiras à entrada, economias de escala, aproveitamento do potencial de crescimento de mercados nacionais e como consequência, possibilita a firma a obtenção de maiores lucros, objetivando sua acumulação e expansão.

3 Investimento Direto Externo e as Operações de Fusão de Aquisições globais

Neste capítulo será apresentado um panorama geral dos fluxos de capitais através dos investimentos diretos externos entre os países e regiões ao redor do mundo, detalhando esse processo nos países desenvolvidos e também nos países em desenvolvimento onde se encontra a América Latina, entre eles o Brasil e além de alguns outros países como China e Rússia. Em seguida, é feita uma aproximação desse movimento de capitais em escala mundial com os processos de F&A's.

A estrutura do capítulo tem seguinte forma: na seção 3.1 é abordado o contexto histórico do processo de F&As no mundo até meados da década de 80; A seção 3.2 discorrerá sobre o processo de globalização, mais especificamente no que diz respeito às globalizações e reestruturações financeiras entre países e regiões econômicas; Na seqüência do desenvolvimento deste capítulo, será apresentado o movimento do fluxo de capitais no mundo através do Investimento Direto Externo, finalizando na seção 3.4, com um panorama geral das operações de F&As no mundo e a importância do IDE nesse processo.

3.1 Histórico das F&As no mundo

Movimentos de F&As têm ocorrido ao longo da história do capitalismo. Inicialmente deve-se destacar o movimento ocorrido em fins do século XIX, quando se dá o processo de concentração e constituição das grandes empresas industriais americanas e européias, dando origem à primeira legislação antitruste norte americana introduzida em 1890. As ondas de fusões e aquisições ocorridas na economia norte americana, bem como suas características econômicas e motivações são descritas por Adams & Brock (1989), a seguir resumidas.

Segundo os autores, a Grande Onda de F&A (1887-1904) iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904 e teve como características predominantes as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com

consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas e formação de grandes oligopólios.

Em seguida, o movimento de fusões e aquisições de 1916 a 1929 acontece devido ao *boom* do mercado de capitais que ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas concorrentes em uma única companhia não foram mais permitidas por leis antitrustes, por isso, essas fusões tiveram por características a diversificação de atividades.

Na década de 60, registrou-se uma terceira onda de fusões e aquisições que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitrustes em 1950 (Triches, 1950). Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo *boom* do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros (Idem).

Nos anos 80 ocorreu nova onda de F&As motivada pelo baixo valor das ações no mercado de capitais tornando a aquisição mais barata do que novos investimentos. Segundo Adams & Brock, o *crash* da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis (*take over*). Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas de mesmo porte, diferentemente das demais, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de *take overs*. Dessa forma, o *boom* das F&As dos anos 80 na economia norte americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais (Ibidem).

As transformações ocorridas no cenário internacional a partir da década de 1970 são fundamentais para explicar os recentes fluxos de capitais entre economias de países em âmbito mundial. A década de 70 teve um marco importante para o desenvolvimento das relações financeiras mundiais, marcada pelo fim do padrão monetário *Bretton Woods*, trazendo conseqüências importantes sobre o crescimento da economia mundial, pois o sistema era arquitetado com taxas de cambio fixas, baixa mobilidade e provimento centralizado do capital. A mudança para taxas de câmbio flutuantes e elevada mobilidade de capitais gerou um aumento da volatilidade dos juros e do

câmbio, “forçando a adoção de políticas fiscais e monetárias perversas para a perspectiva de crescimento das economias” (Coutinho e Beluzzo, 1998).

O cenário internacional de globalização se caracteriza pela importância relativa dos fatores que geram a interdependência entre as economias. Entre esses fatores estão o crescimento mais que proporcional dos investimentos internacionais em relação ao comércio, globalização das instituições bancárias e financeiras, contribuindo para o fortalecimento do IDE e para as F&A's, com a emergência dos mercados financeiros internacionais e o rápido crescimento do volume de operações financeiras para as quais fronteiras nacionais se tornaram irrelevantes (Chesnais, 1996).

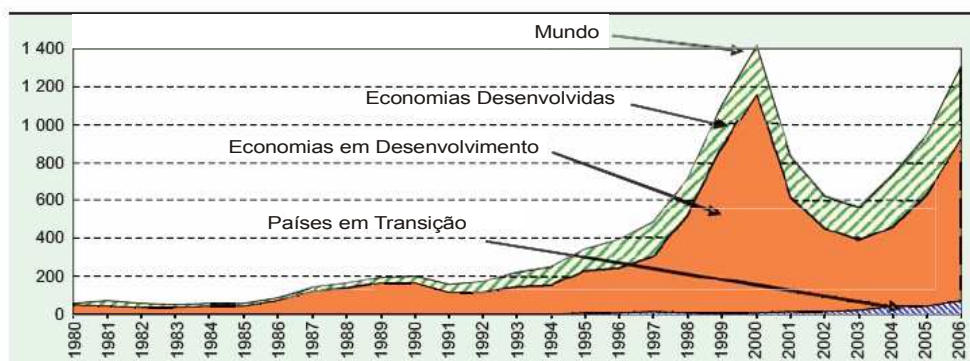
Nesse contexto de alterações e inovações financeiras muitos países adotaram políticas econômicas mundiais como o Consenso de Washington, que teve uma importante contribuição para esse processo, que, consistia em implementar um caráter econômico neo-liberal, composto por um conjunto de medidas e orientações políticas econômicas que o FMI passou a recomendar a adoção de tais medidas em países em desenvolvimento. Dentre as medidas e políticas exigidas pelo FMI estavam: câmbio flutuante, abertura de mercado, privatização de estatais, investimento direto estrangeiro com eliminação de restrições.

Paralelo ao desaparecimento dessas fronteiras econômicas, é importante ressaltar todo o processo de reestruturação tecnológica, ocorrido principalmente na área de tecnologias de informação, que contribuiu consideravelmente para o avanço da globalização financeira, facilitando as negociações em escala mundial e o acesso a recursos externos.

3.2 O fluxo de capital mundial (IDE) nos últimos anos

De acordo com UNCTAD (2007), desde meados dos anos 1970 os fluxos internacionais de capitais vêm apresentando não só um crescimento extraordinário em seu volume, mas também mudanças importantes em sua composição, com o investimento direto externo. A partir da década de 80, a economia mundial se torna mais dinâmica, praticamente sem fronteiras, com fluxos globais de IDE, caracterizado por um crescimento sem paralelo das operações de fusões e aquisições transfronteiras.

Gráfico 01 – Fluxo de entrada de IDE no mundo, 1980-2006 – US\$ Bilhões



Fonte: UNCTAD, 2007.

O gráfico 01 demonstra o nível de entrada dos investimentos diretos externos nos grupos de países desenvolvidos, em desenvolvimento e em transição. Para uma melhor compreensão do movimento de entrada do IDE no mundo, a análise do gráfico será dividida em cinco sub-períodos importantes e que merecem uma maior análise. O primeiro diz respeito aos anos 1980-85, cujo nível do fluxo de entrada de IDE se manteve praticamente estável abaixo de US\$ 100 bilhões. De 1985 a 1992 o volume de IDE aumentou, chegando próximo ao patamar de US\$ 200 bilhões.

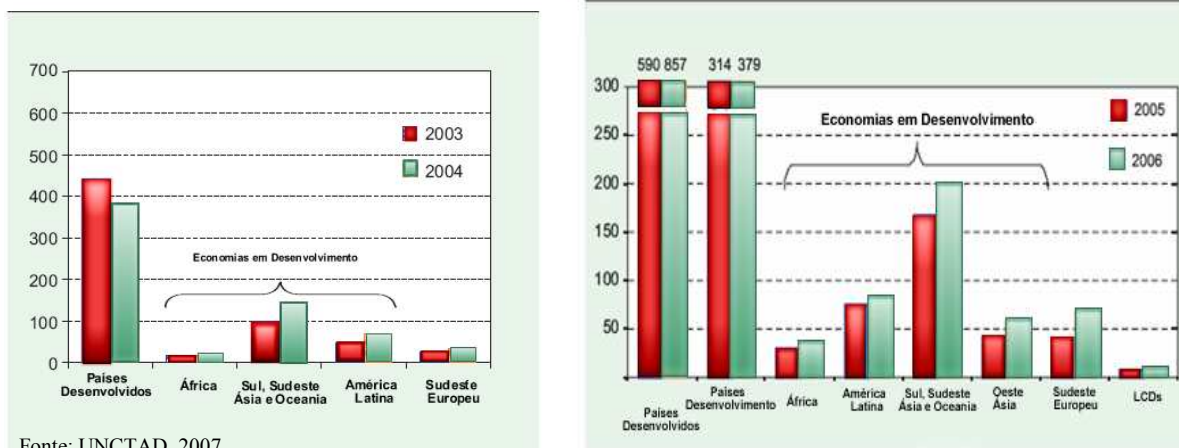
De 1992 a 2001 observa-se um crescimento exponencial do IDE, atingindo no ano de 2000 um volume de US\$ 1,4 trilhões. Esse pico foi sustentado principalmente pela internacionalização da produção de empresas transacionais, realizadas quase que exclusivamente em países desenvolvidos. Essa expansão da produção internacional foi favorecida principalmente pela adoção de mudanças regulatórias em muitos países não só desenvolvidos, como em desenvolvimento também.

Após esse momento de pico, o nível de entrada de IDE apresenta uma fase decrescente a partir de 2001, com uma queda mais brusca registrada no ano de 2003, tendo como fator principal do seu declínio, o baixo e vagaroso índice de crescimento na maioria das economias mundiais. Não menos importante nesse período, fora a queda do valor no mercado de ações, a redução do nível de desenvolvimento e reestruturação de algumas indústrias, e a diminuição do número de privatizações pelo mundo (UNCTAD, 2004)

O ano de 2006 apresentou um aumento do fluxo de IDE no mundo pelo terceiro ano consecutivo, retomado pelo crescimento de IDE a partir de 2004, alcançando o valor de US\$ 1,306 trilhões, o segundo maior valor alcançado na história dos fluxos de

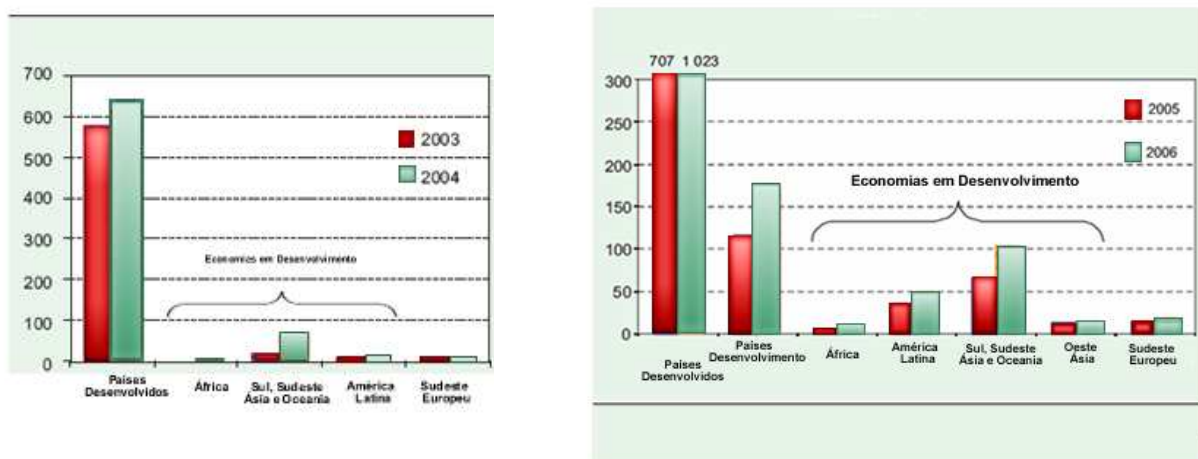
capitais através da entrada do IDE. O aumento dos lucros, tendo como consequência uma maior valorização nos preços das ações, e as condições favoráveis de financiamento são fatores responsáveis pela retomada do crescimento do IDE nesse período.

Gráfico 02 – Fluxo de entrada de IDE por grupos de países, 2003-2006 – US\$ Bilhões



Analisando-se com mais detalhe o período 2003-2006, de acordo com gráfico 02 acima, os países desenvolvidos lideram a entrada de IDE em escala mundial, seguidos pela Ásia/Oceania e América Latina. Entre os anos de 2003-04, observa-se um decréscimo no IDE dos países desenvolvidos, que foi compensado pelo crescimento nos demais países. Nos anos de 2005 e 2006, há crescimento do IDE e todos os grupos de países

Gráfico 03 – Fluxo de saída de IDE por grupos de países, 2003-2006 – US\$ Bilhões

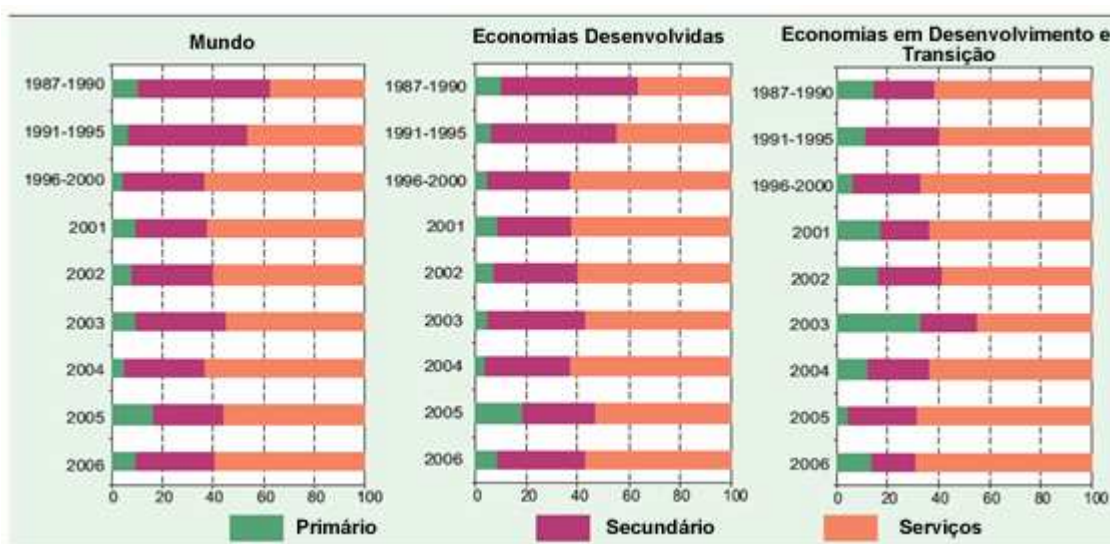


Fonte: UNCTAD, World Investment Report 2007, baseado no anexo b.1.

Realizando uma análise comparativa entre os gráficos 02 e 03, de entrada e saída de IDE é possível concluir como era de esperar, que, vem ocorrendo saída líquida de recursos dos países desenvolvidos para os demais grupos de países. Por exemplo, no ano de 2006 ocorreu a entrada de US\$ 875 bilhões e uma saída de US\$ 1.023 bilhões, com saída líquida de US\$ 123 milhões para os países em desenvolvimento e transição.

Em termos de composição setorial, a mudança mais importante nos últimos anos foi a alavancagem do setor de serviços, acompanhado pelo declínio do investimento em recursos naturais e indústria.

Gráfico 04 – Distribuição setorial do IDE, 1987-2006



Fonte: UNCTAD, World Investment Report 2007.

Nesse período, todos três setores principais tiveram um aumento em termos absolutos, todavia, o estoque acumulado no setor primária correspondeu a menos de um décimo do total do fluxo de IDE na economia mundial, enquanto a indústria participou com menos de 30% no total, tendo uma notável queda de participação em comparação com o ano de 1990, onde representava 41% do total. Em 2006, os serviços representaram aproximadamente 60% do montante de IDE mundial.

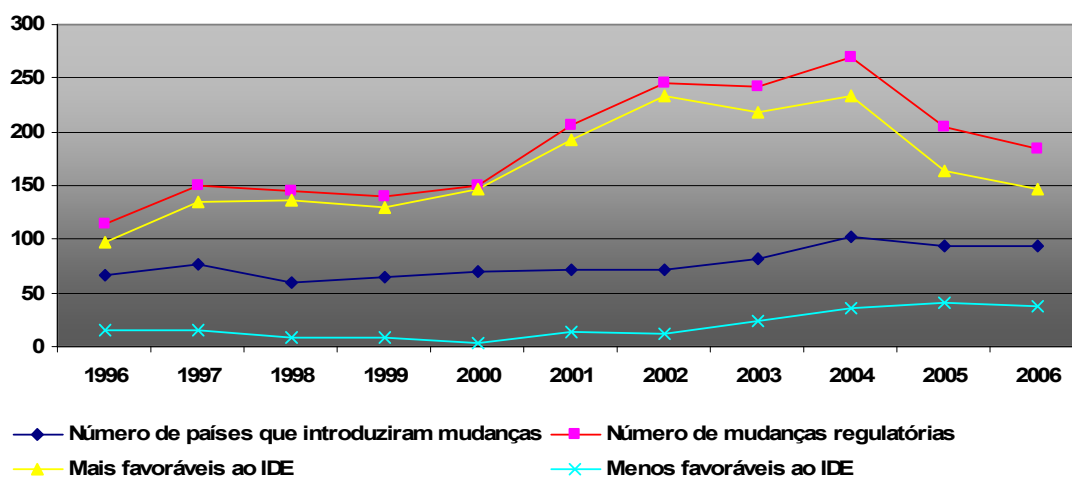
A participação do setor primário na composição do IDE mundial é menor nas economias desenvolvidas em comparação com as economias em desenvolvimento e em transição. Dentro deste setor (primário) as áreas que mais recebem investimento são: a mineração e petróleo. Com relação a indústria, o relatório da UNCTAD (2007)

demonstra que o setor secundário tem experimentado uma queda constante nos últimos quinze anos, incluindo as indústrias que foram as maiores recipientes de IDE como a indústria de produtos químicos, alimentos, equipamentos eletrônicos, entre outros.

O crescimento do IDE para o setor de serviços foi liderado pelos serviços de eletricidade, gás e distribuição de água, transportes e especialmente, a área de telecomunicações (Idem).

Os países em geral, têm buscado constantemente adotar medidas e políticas de favorecimento ao IDE, principalmente os países em desenvolvimento e nas economias de transição. De acordo com o relatório anual de políticas, leis e regulações de operações envolvendo fluxos de capitais, o número de países que adotam políticas favoráveis a atração de IDE tem aumentado a partir de 1996 até 2004, bem como o número de mudanças em suas leis e regulações (Gráfico 05).

Gráfico 05 – Quantidade de mudanças regulatórias para atração do IDE, 1996-2006



Fonte: UNCTAD, dados nacionais de leis e regulações. Elaboração realizada pelo próprio autor.

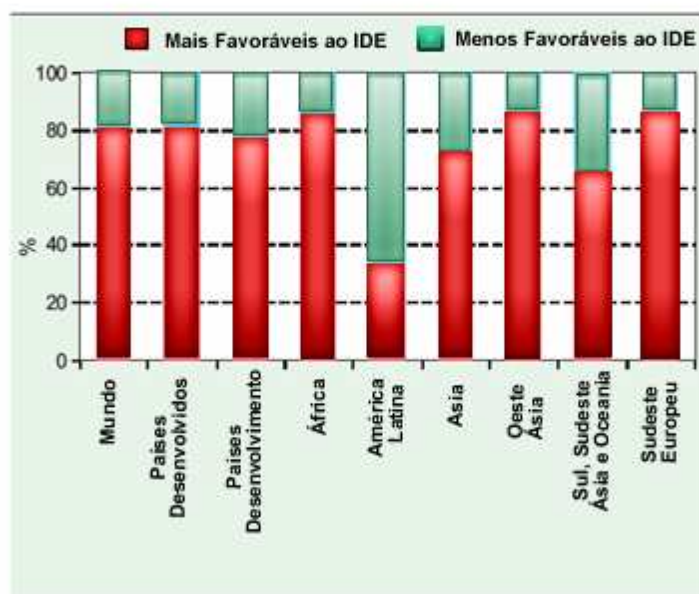
Um ponto importante do gráfico 05 e que merece destaque, refere-se aos anos de 2003-04, período marcado por pelo baixo crescimento econômico mundial e por níveis de IDE muito aquém do alcançado no ano 2000, apresentando um cenário pouco favorável para a dinâmica econômica entre os países. Em contrapartida à queda do IDE nesse período, cresceu o número de países que introduziram mudanças regulatórias e políticas de atração de IDE, 103 países introduziram alguma mudança em suas políticas,

com um total de 270 mudanças regulatórias, sendo que 234 mudanças foram favoráveis à atração do investimento direto externo.

A maioria das mudanças ocorridas envolve um novo esforço promocional, incluindo incentivos para o IDE em certas atividades econômicas. No geral, as negociações entre países e empresas investidoras provêm de uma abertura contínua do número de setores da economia para a inserção de IDE, ou seja, promovendo uma abertura econômica no país.

O gráfico 06 mostra as regiões onde as mudanças políticas e regulatórias são mais favoráveis ao investimento direto externo nos anos 2004-2006. Todas as regiões apresentam tendências favoráveis a esse processo com exceção da América Latina, onde Bolívia, Peru e Venezuela, têm adotado políticas de nacionalização das empresas pertencentes aos setores mais importantes de suas economias.

Gráfico 06 – Mudanças regulatórias mais favoráveis e menos favoráveis para atração do IDE, 2004-2006



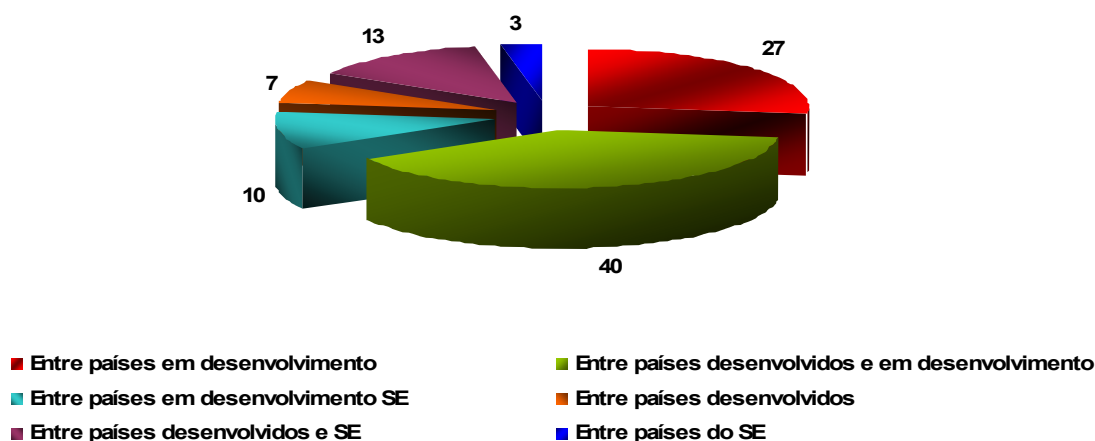
Fonte: UNCTAD, dados sobre regulações e leis nacionais.

Com o objetivo de desenvolver a capacidade de atração do IDE, o universo dos acordos internacionais de investimento (AII) e acordos bilaterais de investimento entre países (ABI) continua crescendo em quantidade e complexidade de acordo com relatório da UNCTAD (2007). Alguns desenvolvimentos recentes merecem uma

atenção especial. Os AII continuam evoluindo para caminhos cada vez mais complexos e diversificados, não existindo um órgão central regulador para esse tipo de negociação.

A maioria dos acordos concluídos no período são referentes a acordos de livre comércio, entre outras concessões e incentivos para tal investimento. O gráfico 07 abaixo apresenta em porcentagem a participação de cada região nos acordos concluídos em 2006, demonstrando que a maior participação em acordos internacionais de investimentos são realizados entre países em desenvolvimento e países desenvolvidos, correspondendo a 40% do total.

Gráfico 07 – Participação das regiões nos acordos internacionais de investimento, 2006



Fonte: UNCTAD, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

Obs: SE¹⁰

3.3 *As Fusões e Aquisições no mundo*

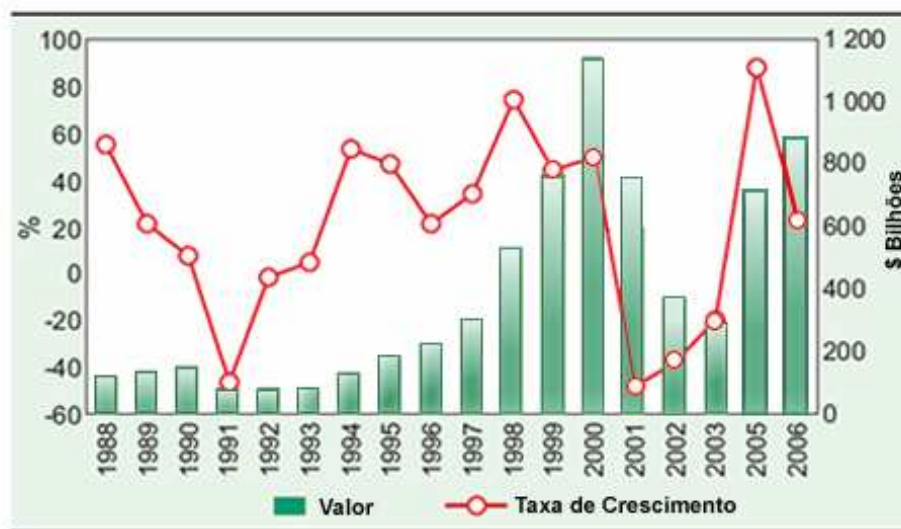
O objetivo da presente seção é fazer associação entre os fluxos de IDE e as fusões e aquisições transfronteiras no período recente. Na verdade o IDE pode ter três finalidades principais: Investimento na própria empresa, construção de nova unidade produtiva e aquisição de empresas.

O gráfico 08 apresenta a evolução no período 1988-2006 da taxa anual de crescimento e do valor das fusões e aquisições transfronteiras no mundo. Os dados referentes aos valores totais das F&As acompanham praticamente a mesma trajetória do

¹⁰ SE: Sudeste Europeu

IDE, tendo também seu pico no ano 2000, bem como, apresentando um movimento decrescente no valor total das F&As nos anos de 2000-2003. A partir dessa análise comparativa entre os fluxos de capitais e as operações de F&As podemos concluir que as F&As transfronteiras seguem estritamente o mesmo movimento dos fluxos de capitais mundiais.

Gráfico 08 – Valor e taxa de crescimento das F&As transfronteiras no mundo

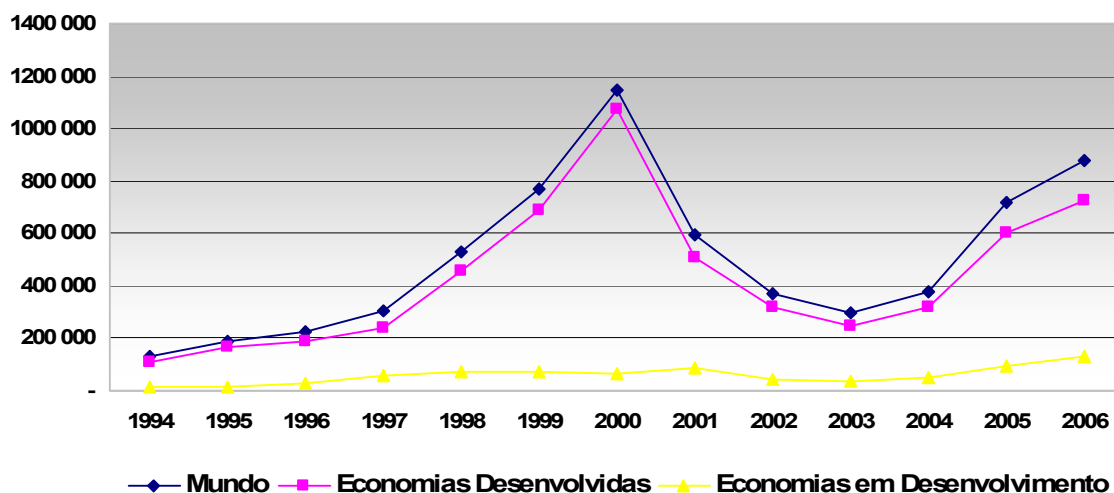


Fonte: UNCTAD, World Investment Report 2007, F&As.

As F&As transfronteiras obtiveram um crescimento de 23% no ano de 2006 em comparação com 2005, chegando a um valor total de US\$ 880 bilhões, bem como o número de transações com um acréscimo de 14%, totalizando 6.974 operações, refletindo a força global das operações de F&As. Mesmo assim, com níveis de crescimento elevado, não conseguiu atingir a meta histórica do ano de 2000. O crescimento em termos de valores das F&As transfronteiras tem sido claramente abastecido pelos mercados de capitais e sustentado pelo crescimento dos valores das ações das respectivas empresas (WIR, 2007).

Com relação as F&As por grupos de países, é possível notar que os países pertencentes às economias desenvolvidas concentram o maior volume em termos financeiros e maior participação, claramente demonstrado pelo gráfico 09, onde as F&As em países desenvolvidos acompanham o mesmo movimento dessas operações em escala mundial.

Gráfico 09 – Valor das F&As cross border no mundo por regiões de desenvolvimento, 1994-2006



Fonte: WIR 07, UNCTAD,2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

O ano 2000 representou o maior nível de F&As no mundo e em economias desenvolvidas, mas não nas economias em desenvolvimento, que no mesmo ano apresentou um pequeno decréscimo com relação a 1999, não seguindo de maneira similar o traçado dessas operações no mundo.

De acordo com os dados da UNCTAD (2007), o número de “mega” operações de F&AS transfronteiras que ultrapassam o valor de US\$ 1bilhão tem aumentado consideravelmente desde o ano de 1987. A tabela 01, além de demonstrar esse crescimento em números de mega operações, apresenta outras informações importantes, como a participação desses negócios na quantidade total das operações e a porcentagem total correspondente aos valores totais nas operações de F&As.

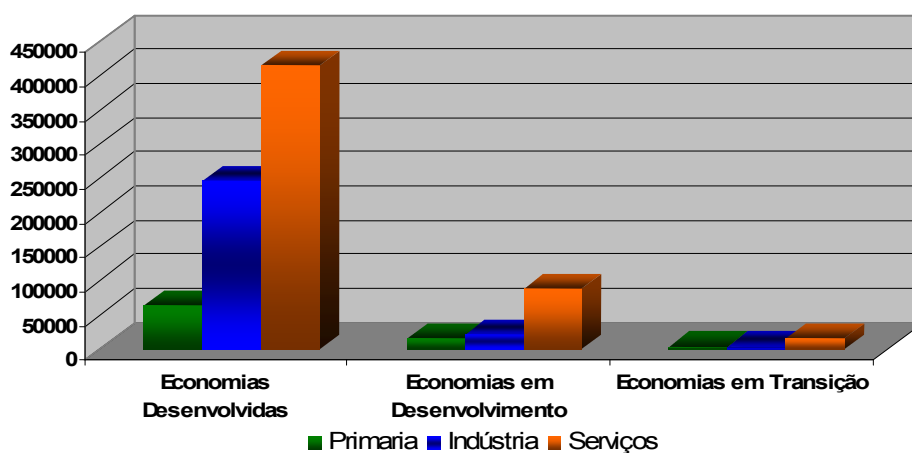
Tabela 01 – Número de F&As Transfronteiras com valor superior a US\$ 1 bilhão, 1994-2006

ANO	No. Negócios	Porcentagem do Total	Valor (US\$ Bilhões)	Porcentagem do total
1994	24	0,7	50,9	40,1
1995	36	0,8	80,4	43,1
1996	43	0,9	94	41,4
1997	64	1,3	129,2	42,4
1998	86	1,5	329,7	62
1999	114	1,6	522	68,1
2000	175	2,2	866,2	75,7
2001	113	1,9	378,1	63,7
2002	81	1,8	213,9	57,8
2003	56	1,2	141,1	47,5
2004	75	1,5	187,6	49,3
2005	141	2,3	454,2	63,4
2006	172	2,5	583,6	66,3

Fonte: UNCTAD, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

As F&As transfronteiras acima de US\$ 1 bilhão correspondem em média, a 1,55% da quantidade total das transações realizadas, número relativamente pequeno. Ao pegarmos como exemplo o ano de 2006, onde tivemos um total de 6974 operações, apenas 172 F&As foram negociadas com cifras bilionárias. Em contrapartida, essas mega operações compõem grande parte do valor total provenientes das F&As, correspondendo em média a 55,44 % do valor total (UNCTAD, 2007)

Gráfico 10 - Operações de F&As cross border por setor e grupos de economias, 2006



Fonte: UNCTAD, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

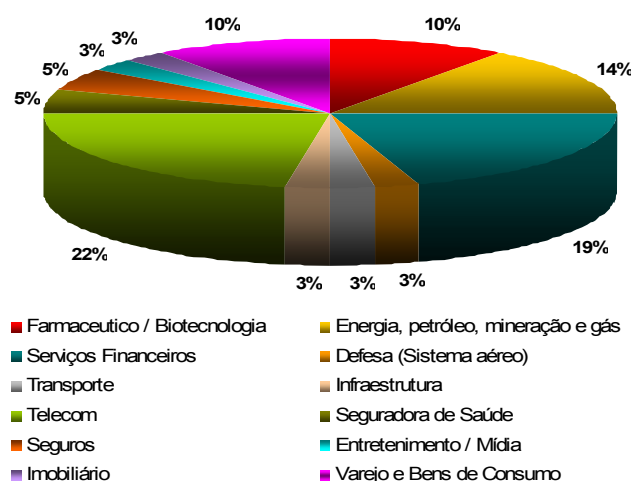
As operações de F&As transfronteiras abrangem todos os setores da economia, onde todos os grupos de países apresentam a mesma tendência a cerca dos setores econômicos para o investimento do capital externo, tendo como alvo principal, o setor de serviços, que corresponde a praticamente 69% do alvo de F&As transfronteiras no mundo. As áreas de telecomunicações, serviços financeiros e de energia têm comandado essa significativa participação na composição das F&As transfronteiras no mundo, seguidos pelo setor industrial em suas mais diversas áreas de atuação. É importante ressaltar que, nesse caso, as F&As também seguem a mesma direção do IDE em relação aos setores da economia, apresentando maior volume no setor de serviços, seguido pela indústria e setor primário.

O ano de 2006 registrou US\$ 880 bilhões em operações de F&As cross border no mundo, onde o setor de serviços corresponde a uma parcela extremamente significativa ao estabelecer a marca de US\$ 520 bilhões, equivalente a 59% do total. O

setor industrial registrou US\$ 274 bilhões, contra US\$ 88 bilhões em operações de F&As cross border no setor primário. As economias desenvolvidas lideram as operações de F&As em todos os setores com participação total 82, 67 %, enquanto as economias em desenvolvimento possuem 14,46% de participação nessas operações. É importante sinalizar que nas três regiões econômicas classificadas nesse trabalho, todas elas apresentaram crescimento em volume financeiro e em quantidades de operações de F&As cross border.

Seguindo a direção das operações de F&As no mundo, tanto domésticas quanto cross border e fazendo um cruzamento com as mega operações, o gráfico abaixo destaca os setores específicos de atuação dessas negociações bilionárias entre o ano de 2002 a 2005.

Gráfico 11 – Participação dos setores nas 40 maiores F&As mundiais, 2002 – 2005



Fonte: Deal Maker, 2005. Elaboração realizada pelo próprio autor.

De acordo com dados obtidos no relatório anual de F&As da empresa *Deal Maker*, o volume financeiro total dessas operações foi de US\$ 871 bilhões. É pertinente destacar que todas as 40 maiores operações de F&As aconteceram em apenas três regiões: EUA, Europa e Japão, demonstrando o elevado índice de concentração das F&As nos países desenvolvidos. Dentre essas operações, 21 aconteceram nos Estados Unidos, 18 na Europa e apenas 01 no Japão. Tendo como destaque o setor de telecomunicações com participação de 22% nas transações, seguido pelo setor de serviços financeiros como bancos, empresas de seguro, entre outros (Deal Maker, 2005)

3.4 Síntese Conclusiva

O desenvolvimento da globalização e as mudanças tecnológicas e financeiras ocorridas no cenário econômico internacional transformaram as relações entre os países mais dinâmicas e necessárias para o seu próprio desenvolvimento econômico. Os fluxos de capitais que percorrem o mundo sob a forma de investimento direto externo têm apresentado índices positivos de crescimento, a partir da década de 90, reforçando ainda mais o papel da globalização e da nova dinâmica econômica internacional entre os países, tanto desenvolvidos, quanto em desenvolvimento.

Com relação à entrada e saída de IDE, os países desenvolvidos registram maior movimentação de saída de capital, com a saída líquida de capitais para os países em desenvolvimento e em transição.

Com o aumento significativo da importância do investimento direto externo nas economias mundiais, muitos países tem alterado suas políticas regulatórias, leis que favorecem a dinâmica econômica mundial, com o objetivo de atrair maiores recursos para seus países através do IDE.

O setor de serviços (telecomunicações, energia, serviços financeiros) tem se apresentado como o maior receptor de IDE, bem como, o maior setor em termos de operações de F&As em todas as economias, correspondendo a 69% das F&As transfronteiras no mundo, seguido pelo setor industrial e primário. O setor de serviços é responsável pelo maior número de mega operações de F&As.

O grau de importância das operações de grande porte é extremamente elevado na composição geral das F&As no mundo, e vem crescendo a partir da década de 90 e mesmo correspondendo a uma fatia muito pequena na quantidade total das F&As correspondem a mais da metade do volume total negociado de todas as operações no mundo.

As operações de F&As transfronteiras no mundo, ou seja, as operações que acontecem fora do país de origem do capital, estão diretamente ligadas ao movimento do fluxo de capitais no mundo. As F&As nas economias desenvolvidas seguem o mesmo movimento desse fluxo mundial sob a forma de IDE, respondendo de maneira igual a todas as suas oscilações ao longo do período em estudo, bem com em termos de volume financeiro, quantidades e setores alvo de investimento.

4 As Fusões e Aquisições na economia brasileira

Esse capítulo tem como objetivo apresentar o panorama das fusões e aquisições ocorridas no Brasil a partir da década de 90, principalmente sua relação com o investimento direto externo. Para compreender este movimento de impactos globais é importante ressaltar as características macroeconômicas e políticas da economia brasileira que favoreceram as fusões e aquisições no país, para posteriormente traçar o perfil das F&As. A primeira seção do capítulo aborda mudanças na economia brasileira na década de 90.

Principalmente a abertura econômica e as privatizações de empresas são analisados na seção 4.2; na seção 4.3 baseia-se traçar o panorama das fusões e aquisições no Brasil; finalmente na seção 4.4 é feita análise, com base em Deloitte (2005), das motivações e estratégias de empresários brasileiros no que diz respeito às operações de F&As.

4.1 Abertura Econômica, estabilidade e privatização no Brasil na década de 90

A década de 1990, como resultado das mudanças ocorridas no âmbito político e econômico do país representou para o Brasil o início de uma era de maior abertura, 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, acarretando no aumento líquido de entrada de capital estrangeiro, principalmente sob a forma de investimento direto externo. Abertura comercial ao exterior, a estabilidade econômica adquirida através da implantação do Plano Real e as privatizações das empresas estatais, são fatores determinantes para o processo de F&As, bem como a entrada de IDE na economia brasileira.

A partir de 1994 com a implantação do Plano Real, se cria condições favoráveis para o IDE e F&As, dentre elas, a aceleração do processo de privatização, estabilidade dos preços e expansão do mercado interno e a fragilidade competitiva de empresas nacionais, facilmente compradas pelas estrangeiras.

As políticas macroeconômicas adotadas no período que dizem respeito a taxa de juros, câmbio, regulamentação econômica, entre outras, são de extrema importância na

economia como um todo, e suas aplicações se tornam decisivas no que tange o investimento e estratégias diversas de empresas tanto nacionais como internacionais.

As políticas macroeconômicas estão presentes e refletem praticamente em todas as áreas econômicas de um país. Dentre os principais fatores estão às regulamentações legais quanto à participação de capital estrangeiro, leis antitrustes, sistema financeiro e mercado de capitais desenvolvidos que garantam financiamento barato para as operações de F&A, ou seja, refletindo condições favoráveis como juros baixos, políticas de incentivo a reestruturação produtiva, abertura econômica, confiabilidade no sistema legal, tamanho do mercado interno e liberdade na remessa de lucros.

Os fatores descritos acima são determinantes para as estratégias empresariais e para a tomada de decisão da empresa. Trazer nesse estudo, todos os fatores que compõem um ambiente macroeconômico do país seria extenso e não faz parte desse trabalho analisar item a item, até porque muitos deles são bastante evidentes por si só, entretanto, alguns merecem destaque e serão abordados mais detalhadamente.

A década de 90 foi marcante para o desenvolvimento de políticas que em certa forma privilegiassem as F&As no país, um conjunto de mudanças institucionais viabilizando um grau de abertura financeira da economia brasileira. A introdução de reformas liberais e posteriormente o plano de estabilização, foram condições necessárias para retomada dos fluxos de capitais para a economia nacional.

O primeiro ponto a ser destacado é a ausência de uma lei antitruste rígido no país. Durante toda a década de 90, o CADE não impediu nenhuma operação de fusão e aquisição, colocando no máximo algumas restrições ao processo, como a obrigação da compradora se desfazer de uma ou outra unidade de produção. Além da falta de experiência, o CADE estava subordinado diretamente ao governo, que nesse período apoiou irrestritamente as operações empresariais como forma de reestruturação da economia brasileira, proporcionando ganhos de escala, capital, gestão e tecnologia e o mais importante, a atração de investimentos diretos externos (Cano, 2001).

A desregulamentação da economia foi de extrema importância para o desenvolvimento do mercado nacional, principalmente no que diz respeito a inserção de empresas estrangeiras. Em primeiro lugar o governo eliminou a constituição legal entre empresa brasileira de capital estrangeiro e empresa brasileira de capital nacional, fazendo com que ambas estejam sujeitas aos mesmos direitos e às mesmas obrigações. Em segundo, eliminou todos os monopólios estatais e em terceiro, eliminou quase todas

as restrições à participação ou ao controle por parte das empresas de capital estrangeiro em determinados setores (Idem).

Outra informação importante na economia brasileira na década de 90, diz respeito ao baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A grande maioria das empresas brasileiras é de capital fechado e como se sabe, no Brasil estão excluídas as operações de *takeover*, ou seja, a compra hostil no mercado de capitais que retira da bolsa de valores o papel de “centro nervoso” do processo das F&A’s e diminui consideravelmente o caráter especulativo das mesmas, pois os compradores e bancos de investimento não podem se beneficiar do processo de valorização das ações da empresa alvo a partir do anúncio da operação, como ocorre na economia norte americana (Ibidem).

A ausência de um setor financeiro capaz de oferecer crédito barato de longo prazo as empresas brasileiras influencia as estratégias empresariais em todos os setores da economia. Se houvesse crédito barato a longo prazo, as empresas nacionais poderiam ter se defendido do processo de entrada de concorrentes realizando F&A’s e promovendo uma pesada reestruturação produtiva.

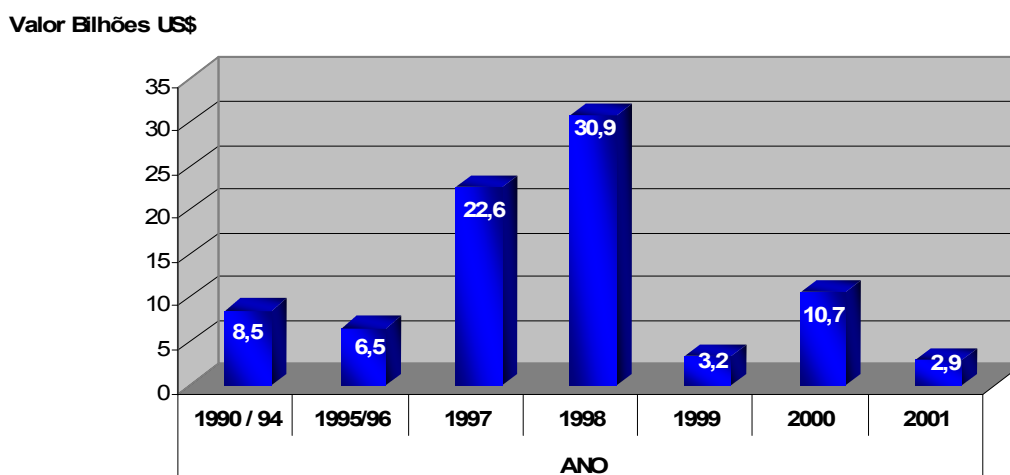
A valorização da taxa de câmbio a partir de 1994 também é outro fator institucional que influenciou a avaliação dos ativos nacionais por parte das empresas estrangeiras. Com o câmbio valorizado, a candidata à aquisição recebe um valor em dólares, superior ao que receberia com o câmbio desvalorizado, além disso, o baixo preço das empresas nacionais fez com que a taxa de câmbio valorizada não revelasse um obstáculo às aquisições de empresas nacionais por empresas estrangeiras.

Com relação às privatizações na economia brasileira, desde o início da década de 80, começa a crescer a pressão política dentro do Estado em favor das privatizações, mas foi no governo Collor que a privatização ganhou força com o Programa Nacional de Desestatização nos mais variados setores base da economia. Ao longo da década de 90 as privatizações geraram fôlego, especialmente nos anos de 1997-98, explicitados no gráfico 13.

Nos governos Collor e Itamar são privatizados 33 empresas estatais com uma arrecadação total no valor de US\$8,5 bilhões. No governo Fernando Henrique Cardoso, nos anos de 95/1996 foram privatizadas outras 26 empresas, totalizando uma arrecadação de US\$ 6,5 bilhões, nesta fase praticamente concluiu a venda das empresas estatais que atuavam no segmento industrial. Nas privatizações no setor de serviços a

participação estrangeira foi maior, atraída pelo tamanho do mercado interno e seu potencial de expansão e representou 60% do valor total arrecadado (BNDES, 2001).

Gráfico 12 – Volume Financeiro das Privatizações na Economia Brasileira, 1990-2001



Fonte: BNDES, 2001. Elaboração realizada pelo próprio autor.

No ano de 1997, 36 empresas são vendidas (21 federais e 15 estaduais), entre as privatizações ocorridas nesse ano, ocorreu a venda da Vale do Rio Doce, finalizando praticamente a venda das empresas estatais que atuavam no segmento industrial.

O ano de 1998 marcou a intensificação do esforço do governo federal em vender estatais para capitais externos como forma de aliviar a restrição ao financiamento do balanço de pagamentos. Neste ano foram vendidas 12 *holdings* criadas a partir da cisão do Sistema Telebrás, arrecadando US\$ 22,1 bilhões. No total foram vendidas 30 empresas com arrecadação de US\$ 30.975 milhões. As privatizações em 1999 foram bem menos expressivas, devido às incertezas do cenário macroeconômico e também às dificuldades inerentes aos setores que ainda precisavam ser privatizados, totalizando uma arrecadação total de US\$ 3,2 bilhões. Já em 2000 houve um aumento no valor das privatizações com um montante total de US\$ 10,7 bilhões, período marcado pelas concessões de telefonia celular, venda de ações da Petrobrás e de bancos estaduais, com destaque para a venda do Banespa que arrecadou US\$ 7 bilhões.

É importante ressaltar que durante todo o período da década de 90 a participação do capital estrangeiro no processo de privatização foi de 48%, ou seja, as empresas estrangeiras participaram com US\$ 41 bilhões dos US\$ 85,2 bilhões arrecadados em

todo o processo de privatização, confirmando a importância do IDE na economia brasileira como um todo. (BNDES, 2001).

4.2 O Investimento Direto Externo no Brasil

A participação de capital estrangeiro através dos investimentos diretos externos foi decisiva e de extrema importância para o desenvolvimento das operações de fusões e aquisições a partir da década de 90. Como mencionado anteriormente no capítulo 2, a internacionalização da empresa se constitui numa possível estratégia para o crescimento da firma, seja através de uma nova planta industrial ou na fusão e aquisição de uma empresa já estabelecida no mercado alvo onde se pretende atuar. O IDE pode ser entendido como a busca por escoadouros para a acumulação interna da firma e realização de seu potencial de crescimento.

4.2.1 Fatores de Atração do Investimento Direto Externo

Segundo Laplane & Sarti (2001), o principal fator de atração do IDE na economia brasileira foi a dimensão e o dinamismo do mercado local.. Entretanto, em alguns setores, o mercado externo tem maior importância para a vinda de IDE do que o mercado interno (setor siderúrgico, papel, agroalimentares). Em relação ao setor de serviços (onde não existe a alternativa de exportação), o mercado interno é o principal fator de atração (Idem).

Os autores destacam as vantagens de localização como fatores que levam as empresas estrangeiras preferirem a modalidade de IDE ao invés de exportar suas mercadorias ao Brasil. O primeiro fator apontado é que “a proximidade com o mercado, torna-se uma vantagem de localização quando os custos com logísticas são significativos, assim como também a flexibilidade de respostas às variações da demanda são requisitos para a competitividade” (Ibid).

A existência de custos irrecuperáveis também é outro fator importante para atração de IDE, destacado por Laplane & Sarti (Ibidem), pois o fato da empresa já operar no Brasil contribui para a realização de novos investimentos. As políticas de atração realizadas pelo governo brasileiro tiveram destaque importante nesse processo de injeção de investimento externos diretos, sendo as mais importantes:

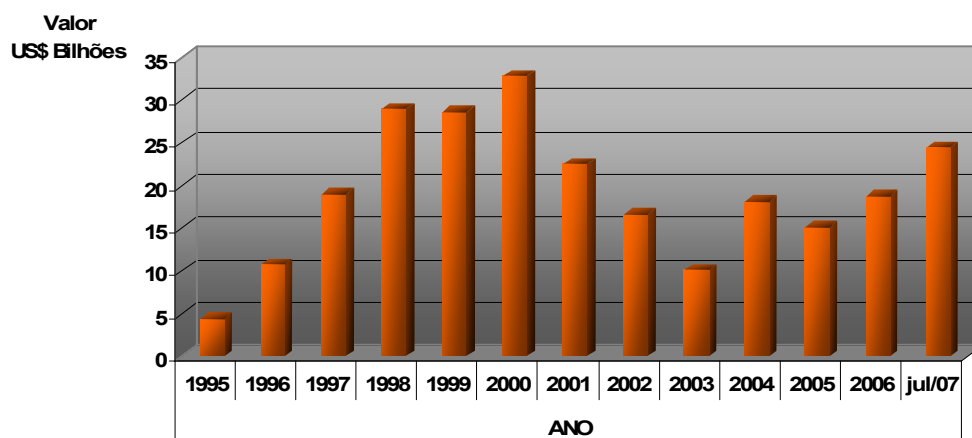
desregulamentação dos fluxos de capitais; abertura comercial; fim da restrição à entrada de empresas estrangeiras no setor de informática; fim da distinção entre empresa brasileira de capital estrangeiro e capital nacional; incentivo à participação de empresas estrangeiras nas privatizações; financiamentos do BNDES; guerra fiscal; incentivos fiscais.

Além desses fatores, deve-se destacar, conforme apresentado no capítulo 3, a conjuntura internacional caracterizada pelo grande movimento de capitais nos anos 90 e 2000.

4.2.2 Panorama do Investimento Direto Externo no Brasil

O gráfico 13 tem como objetivo acompanhar o fluxo de entrada de IDE no Brasil.

Gráfico 13 – Valor total do IDE no Brasil no período de 1995-2006



Fonte: Banco Central do Brasil, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

Obs: No período de 1996 a 2000, consideram-se os recursos destinados a empresas que totalizaram mais de US\$ 10 milhões ao ano.

As magnitudes elevadas que as entradas de IDE obtiveram durante a década de 90, porém, tiveram como causa maior as privatizações, em especial naquelas de 1995 em diante, concentradas nos serviços industriais de utilidade pública (SIUP) e do sistema Telebrás. Em 1996, as entradas de IDE praticamente duplicaram *vis-à-vis* o ano anterior, alcançando US\$ 10 bilhões. Desses ingressos de IDE na economia, 22,3% foram relativos à privatização. As entradas de IDE não parariam de crescer até 2000, ano em que atingiram US\$ 32,8 bilhões.

Com o esgotamento das privatizações e dos ingressos no setor bancário, além do nível de crescimento pífio do Brasil, as entradas de IDE não se mantiveram no mesmo nível. Em adição, o quadro externo se deteriorou, com a desaceleração das economias avançadas, dentre as quais os EUA, responsáveis por investimentos expressivos no país.

Deste modo, ocorreu um declínio vertiginoso e sem interrupções das entradas de IDE de 2000 a 2003. No ano seguinte, 2004, os ingressos de IDE para o País, a exemplo de seu resultado líquido, cresceram em comparação ao ano anterior, perfazendo US\$ 25,8 bilhões, US\$ 20,5 bilhões concernentes à participação no capital.

Em 2005, as entradas de IDE foram ainda mais pujantes, totalizando US\$ 30 bilhões, ou seja, embora o resultado líquido do IDE de 2005 tenha ficado aquém do saldo de 2004, os ingressos foram maiores. Apenas no triênio 1998-2000 o país experimentou um volume de ingressos maior.

De acordo com dados divulgados pelo Banco Central, o IDE alcançou US\$ 3,6 bilhões no mês de julho de 2007, acumulando US\$ 34,3 bilhões nos últimos 12 meses. Trata-se do maior montante já observado em toda a série histórica do Banco Central, iniciada no ano de 1947. Esta superação do recorde anterior, do ano de 2000, acontece mesmo sem a ocorrência de ingressos de IDE em operações de privatização nos últimos 12 meses.

De acordo com o Banco Central, a atual expansão dos fluxos de entrada do IDE confirma pelo menos dois fatos. Primeiro, de que o Investimento Direto Estrangeiro tem como horizonte o longo prazo. Assim, a volatilidade de curto prazo pouco o afeta. Segundo, de que em um horizonte de longo prazo a percepção do investidor estrangeiro acerca das condições de crescimento sustentável da economia brasileira segue positiva (Banco Central, 2007).

Tabela 02 – Ingressos de IDE segundo setores de atividades, 1996-2006 (%)

SETOR	ANO										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 - 1S
Não Classificados	20,5	14,4	11,7	11,7	10,4	0	0	0	0	0	0
Demais Serviços	26,6	32,6	27,4	13,3	6,6	14,6	10,3	13,9	9,0	14,1	18,8
Setor Financeiro	3,9	8,9	22,5	5,4	19,1	9,4	6,2	4,6	4,6	6,0	11,2
Correio, Telecomunicações	6,3	4,6	9,7	26	32,7	19,6	22,3	21,8	14,7	18,3	2,9
Comércio	6,5	5,3	8,3	9,4	4,9	7,8	8,1	7,6	6,2	13,1	8,2
Construção	16,9	20,2	9,3	10,4	9,2	8,2	9,5	6,8	7,5	8,2	12,8
Indústria de Transformação	18,2	11,4	10,5	22,4	15,2	33,3	40,2	33,8	52,8	30,2	39,0
Agropecuária, Extração Mineral	1,1	2,6	0,6	1,4	1,9	7,1	3,4	11,5	5,2	10,1	7,1
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Banco Central do Brasil: Séries temporais e notas para a imprensa sobre o setor externo. Elaboração realizada pelo próprio autor.

Obs: Os ingressos de participação inclusos em não classificados se referem àqueles inferiores a US\$ 10 milhões, que nos anos de 1996 a 2000 não foram classificados setorialmente.

O movimento de entrada de capitais estrangeiros no país, na forma de investimento direto externo, possui uma configuração semelhante ao fluxo mundial, seguido principalmente pelos países já desenvolvidos. Conforme apresentado no capítulo anterior, o fluxo de IDE nos países em desenvolvimento, grupo onde inclui-se o Brasil, seguiu a tendência mundial do IDE, sendo menores em volume total. Apresentou ao longo do período o mesmo movimento de crescimento e declínio, alcançados no ano 2000 e 2003 respectivamente.

De acordo com dados obtidos no relatório do Banco Central do Brasil sobre a entrada de IDE na economia brasileira, a tabela 03 demonstra que o setor de serviços configura-se no principal alvo desses investimentos no Brasil, seguindo a mesma tendência do movimento de IDE a nível global, conforme abordado no capítulo anterior.

No período de 1996-98, período pós-abertura comercial da economia, o setor de serviços apresenta maior representatividade na entrada de IDE, respondendo no ano de 1998 a 67,9% do total de investimentos diretos externos nos setores da economia brasileira. No ano 2000, o setor de telecomunicações foi o responsável por grande parte do fluxo de capital estrangeiro, motivado pelas privatizações, em especial a concessão do sistema Telebrás.

A partir de 2001 a indústria de transformação se posiciona como um dos grandes setores receptores de IDE na economia brasileira até o período atual, respondendo a uma média de 38% do total, tendo o seu pico em 2004, correspondendo a 52,8% do total. Em 2005, respondeu por 30,2% das entradas de IDE sob a forma de participação no capital, nível inferior ao de 2001-2004. No ano de 2005, ampliaram sua parcela nos ingressos, *vis-à-vis* 2004, os segmentos de comércio, de correios e telecomunicações, além dos demais serviços. No primeiro semestre de 2006, a indústria de transformação representou 38,9% do total desses ingressos (no primeiro semestre de 2005, correspondeu a 47,6%). Tal como em 2002 e em 2004, o segmento industrial de maior peso na atração de ingressos de IDE sob a forma de participação no capital em 2005 foi o de alimentos e bebidas. Outras atividades também vêm apresentando números expressivos para os padrões brasileiros, destacando-se a indústria de veículos automotivos (incluindo partes e peças) e a química., que no ano passado registraram

entradas de participação no capital de US\$ 1 bilhão e de US\$ 764 milhões respectivamente.

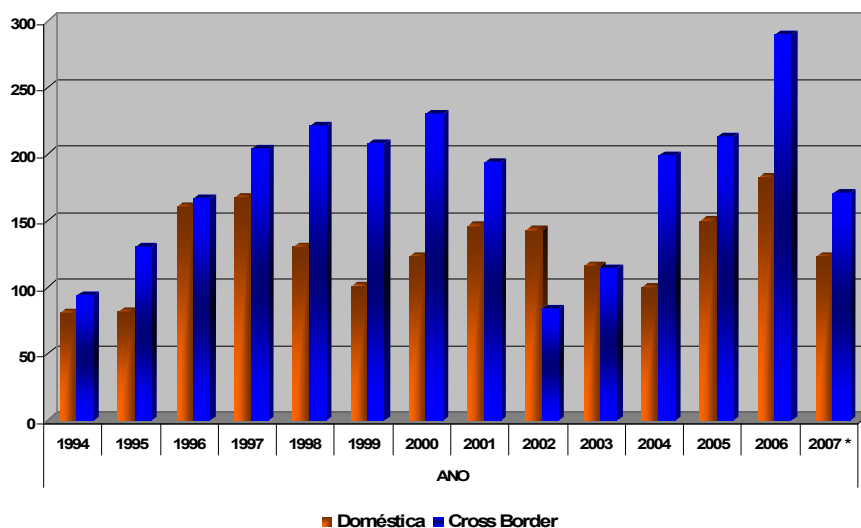
O setor agropecuário e de extração mineral aumentou sua representatividade consideravelmente na composição do volume total de IDE no Brasil. No ano de 1996, esse setor representava apenas 1,1% do volume total, fechando o ano de 2005 com participação de 10,1%.

4.3 Fusões e aquisições e IDE no Brasil

As fusões e aquisições ganharam importância no cenário nacional nos primeiros anos da década de 1990, de uma forma bastante tímida, onde a grande dificuldade que impedia uma maior agressividade nas transações entre empresas era a incerteza quanto ao futuro do país, motivada principalmente pelo descontrole absoluto da inflação brasileira, que impedia qualquer planejamento estratégico de médio e longo prazo tanto de empresas nacionais quanto estrangeiras. Contudo, no início da década de 90, o Brasil se apresenta no *ranking* dos dez países emergentes que mais despertam o interesse do capital estrangeiro pelo investimento direto (United Nations, 1994).

Gráfico 14 – Evolução do número de F&A's no Brasil, 1994-2007

Número de F&As



Fonte: KPMG, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.
*Números contabilizados até o mês de julho/07

Através do gráfico 14 é possível destacar o número das F&A's no Brasil durante o período. Com a maior abertura da economia brasileira a partir do ano de 1994, as F&As começam a ganhar representatividade no país, tanto em operações transfronteiras como em operações domésticas, tendo esse movimento acentuado na década de 90 pelas privatizações ocorridas no período.

A atuação estrangeira além de ter praticamente triplicado sua participação a partir de 1994, podemos verificar que em todos os anos apresentado no gráfico acima, esta, teve uma quantidade sempre superior às fusões e aquisições domésticas, ou seja, realizada por empresas nacionais em território nacional. A partir de 2001 o gráfico demonstra uma queda nas operações de F&As, representando o mesmo movimento de retração dessas operações nas economias desenvolvidas, bem como no mundo, tendo seu nível mais baixo em 2003. Uma informação importante e que merece destaque nesse período de recessão mundial, entre 2001-03, é que no momento em que a economia mundial apresenta baixo crescimento e essa recessão é refletida na queda de F&As internacionais, as F&As domésticas ganham força no Brasil, superando pela primeira vez as F&As transfronteiras.

A partir do ano de 2004 as F&As transfronteiras no país voltam a crescer, motivadas também pela volta do crescimento econômico mundial. O ano de 2006 foi recorde no número de F&As na economia, tanto operações domésticas como operações transfronteiras. De acordo com a KPMG (2007), esse movimento crescente no país é motivado pelas condições econômicas do país, e a expectativa é que o ano de 2007 supere o ano anterior em número de fusões e aquisições e também em valores totais das respectivas operações.

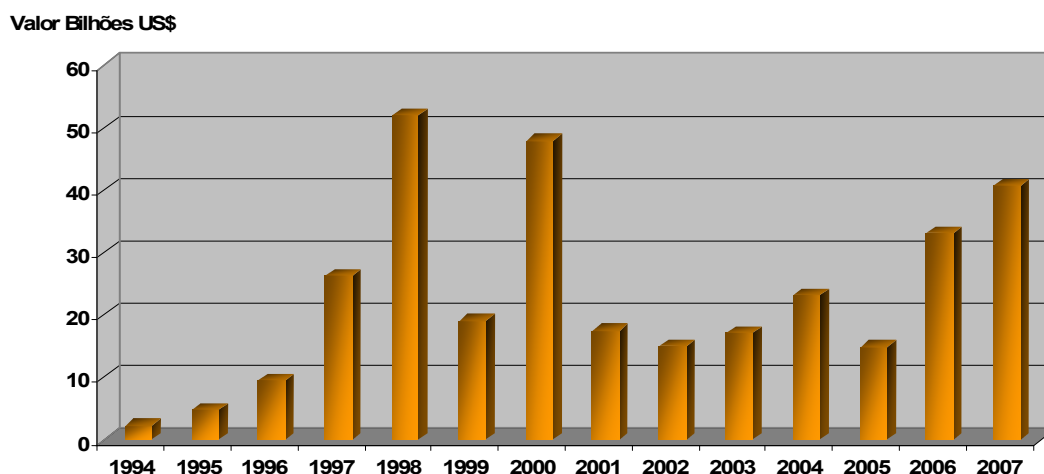
É importante ressaltar, que realizando uma comparação entre o gráfico 08 e o 14, as F&As no país seguem o mesmo padrão das F&As em âmbito internacional, compartilhando dos mesmos momentos ascendentes e descendentes das operações realizadas a partir de 1994, essas operações nacionais demonstram através dos gráficos expostos, uma ligação direta com o movimento de F&As no mundo.

De acordo com a empresa KPMG (2001) as operações de F&As na década de 90 podem ser estudadas em três períodos distintos. O primeiro que vai até 1993, marcado pela abertura da economia. Pulverização, privatização, concentração e verticalização do mercado caracterizaram esses anos. Registraram-se grandes fusões e aquisições em setores considerados básicos na economia brasileira, como produtos químicos e petroquímicos (22 negócios) e metalurgia e siderurgia (24 negócios).

A segunda fase vai de 1994 até 1997, tendo como marco, o Plano Real e a presença expressiva de negócios nos segmentos financeiros (107 transações nos quatro anos), eletrônico (53), autopeças (42). A globalização, a concentração e socorro a bancos em dificuldade foram a tônica do período. O ano de 1997 foi marcado pelo *boom* das fusões e aquisições no Brasil com recorde de 372 negócios realizados.

A última etapa vai de 1998 a 2000 e nela destacam-se os setores mais avançados como o de telecomunicações (104 transações) e tecnologia da informação (93). Conduzidos pelo próprio desenvolvimento, os setores publicitário e editorial ingressaram no ranking, somando 59 transações de F&As. Este período foi marcado também por globalização, privatizações, novas tecnologias e internet.

Gráfico 15 – Valor de transações de F&As no Brasil, 1994-2007 (US\$ Bilhões)



Fonte: Thomson Financial Securities Data. Elaboração realizada pelo próprio autor. Dados contabilizados até setembro/2007.

As políticas adotadas a partir de 1994 favoreceram as F&As no Brasil, essa nova política de atração de investimentos diretos externos em conjunto com a retomada da estabilidade econômica advinda através da implantação do Plano Real, configuraram-se como um dos fatores principais para o crescimento das F&As na economia brasileira.

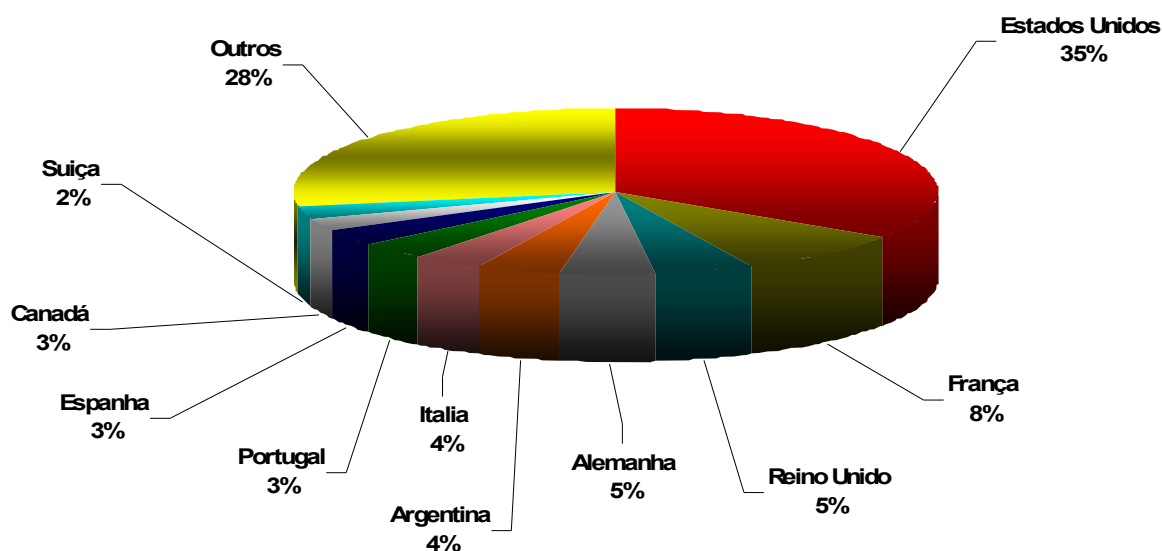
De acordo com o gráfico, é notável o crescimento das F&As na economia, bem como em termos de volume financeiro proveniente de suas transações, com destaque para o ano de 1998, que teve como fator relevante nesse valor, a venda do Sistema Telebrás e o ano 2000 pela venda do Banespa, que representaram grande parte do valor das F&As apresentadas nesses respectivos anos.

É importante ressaltar que os valores expressos são referentes tanto a transações domésticas, quanto transfronteiras, ou seja, empresas internacionais atuando no mercado brasileiro, como também empresas brasileiras atuando no mercado internacional.

No que diz respeito ao número de F&As, bem como o seu montante financeiro proveniente dessas operações, o ano de 2007 tem se destacado dos anos anteriores, alcançando recordes históricos. Segundo dados da Financial Thomson as operações de fusões e aquisições apresentaram crescimento de 3,7% referente ao volume financeiro em comparação com o mesmo período do ano passado. O ano de 2006 foi representado por grandes transações de F&As, já o ano de 2007 caracteriza-se por operações de volumes financeiros menores, mas em maiores quantidades.

Com relação aos investimentos direcionados ao Brasil provenientes de outros países em forma de operações de F&As, o gráfico abaixo demonstra o nível de participação dos países que mais investiram na economia brasileira no período compreendido entre 1994-2006.

Gráfico 16 – Participação dos principais países no total das F&As *cross border* no Brasil, 1994-2006



Fonte: KPMG, 2006. Elaboração realizada pelo próprio autor.

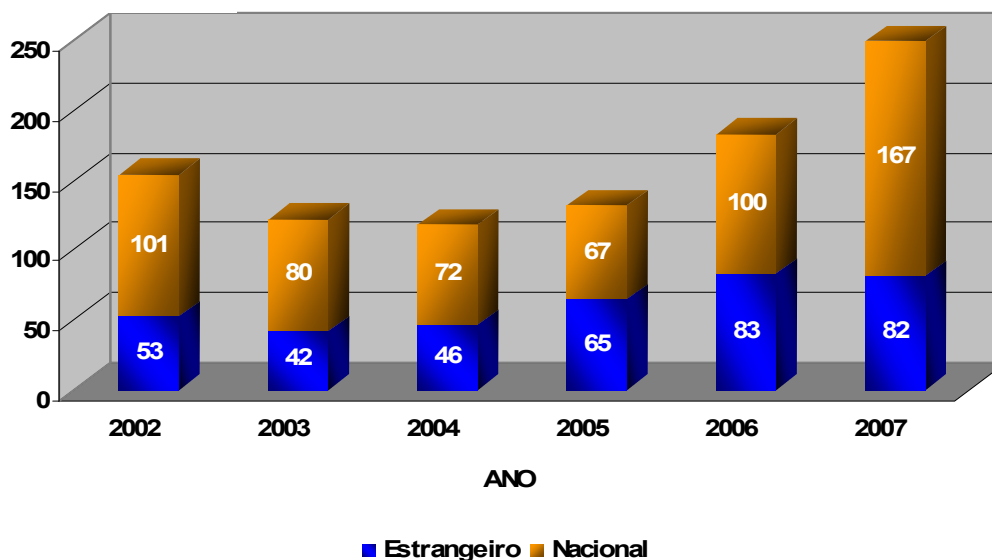
4.4 Características das Fusões e Aquisições no Brasil

Nas operações de F&As no país, as aquisições tanto de controle total, como de participação minoritária possuem destaque principal no volume das negociações realizadas. De acordo com o gráfico 17 os grupos nacionais estão bastante ativos nesse processo de aquisições. Esse movimento é a continuação da tendência verificada a partir de 2003, em que os investidores nacionais têm liderado o crescimento das aquisições no Brasil.

Para a empresa PWC (2007), uma das tendências verificadas que contribuem para a posição dos investidores nacionais como líderes nos processos de aquisição, é o intenso movimento das empresas brasileiras para a bolsa de valores, sendo que essa decisão, ou seja, o lançamento de suas ações no mercado nacional se configura como uma alternativa para a capacitação de recursos necessários para as negociações de F&As.

Gráfico 17 – Perfil das Aquisições realizadas Nacional x Estrangeiro, 2002-2007

Número de F&As



Fonte: PWC, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

Dados Contabilizados até o mês de Julho/2007

Obs: As aquisições podem ser totais (controle) ou de participação minoritária.

Em contrapartida desse crescimento das aquisições nacionais, a participação dos estrangeiros não vem diminuindo, mas apresenta um crescimento bem mais moderado

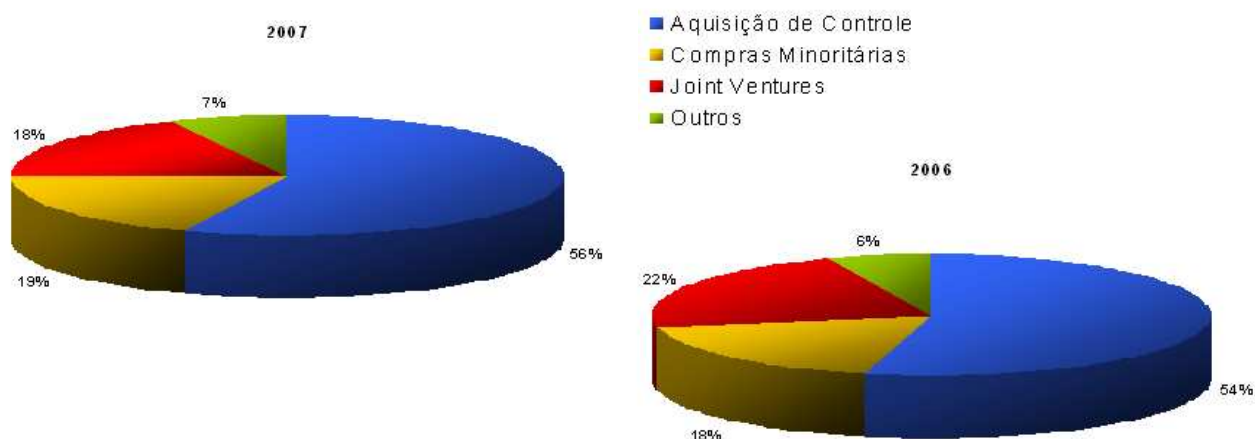
do que o verificado em anos anteriores, onde o ano de 2006 e 2007 apresentam-se praticamente no mesmo patamar (PWC, 2007).

As oscilações no que tange a quantidade dessas aquisições variaram nas mesmas proporções da quantidade total de F&As nesse período de acordo com o gráfico 18.

No ano de 2007, nas operações contabilizadas até o mês de julho, as compras de participações minoritárias e aquisições de controle, juntas, representaram 76% dos negócios.

- ✓ Compras de participações minoritárias: 84 em 2007 e 53 em 2006 (aumento de 58%);
- ✓ Aquisições de participações controladoras: 227 em 2007 e 163 em 2006 (aumento de 39%).

Gráfico 18 – Modalidades de negócios de F&As no Brasil (% em número de negócios), 2006-07



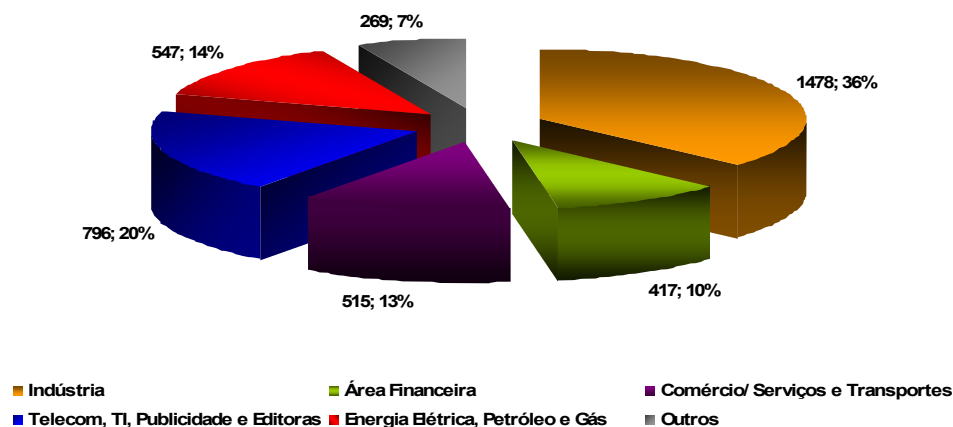
Fonte: PWC, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

Se por um lado as compras de participações minoritárias aumentaram em relação ao ano passado, a forma encontrada de experimentar um negócio antes de efetivamente compra-lo, através das *Joint Ventures*, manteve-se estável: 77 transações em 2007 contra 76 em 2006. O número de fusões em 2007 chegou a 16, partindo de 10 fusões em 2006.

O gráfico 19 apresenta as F&A's em setores da economia brasileira e demonstra que essas operações abrangem praticamente todos os setores. O gráfico mostra a distribuição das F&A's ao longo dos anos, a partir do ano de 1994 até o ano de 2006.

De acordo com a empresa PWC ocorreram 4022 fusões e aquisições envolvendo negociações entre empresas nacionais e estrangeiras

Gráfico 19 – Participação das F&A's por setores da economia, 1994-2006

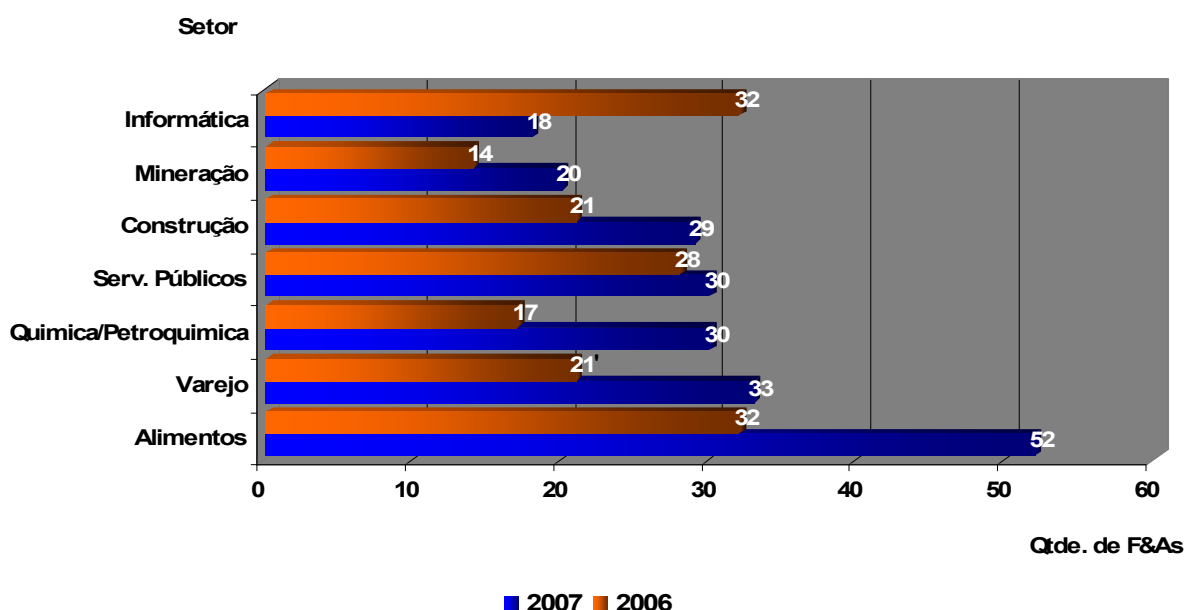


Fonte: PWC, 2006. Elaboração realizada pelo próprio autor

O gráfico 19 apresenta a distribuição de F&As separadas em seis áreas de setores de atividade. A *área financeira*, incluindo bancos e seguros; *área de energia elétrica, petróleo e gás*, que representa os produtos petroquímicos, companhias elétricas, petróleo e gás; *área de comércio, transporte e serviços* que correspondem a supermercados, transportes em geral, lojas de varejo, entre outros; *telecomunicações, tecnologia da informação e publicidade* abrangendo, além dos setores propriamente ditos, as editoras, mídia, design e projetos gráficos; dentre a área “outros” temos setores com menor importância nesse processo de F&As como o imobiliário, entre outros. Finalizando, a *área da indústria de transformação*, podendo destacar alguns setores como os de alimentos, metalurgia, equipamentos eletrônicos, produtos químicos e farmacêuticos.

Analisando todas as fusões e aquisições ocorridas no período, a área industrial abrangendo todos os seus setores de classificação, teve uma participação muito significativa, correspondendo a 1478 transações, participando com 36% de todos os processos de F&A na economia brasileira. Na segunda posição, do ranking dos setores aparece o setor de tecnologia da informação com participação de 20% totalizando 796 transações, e na terceira posição o comércio, transportes e serviços com 515 operações de F&As no período.

Gráfico 20 - Fusões e Aquisições por setores da economia, 2007



Fonte: PWC, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

Obs: As F&As correspondem ao período de janeiro a julho de 2007 e 2006.

No ano de 2007, de acordo com o gráfico 20, as F&As na economia brasileira não fogem as estatísticas exibidas no gráfico 19. Até o mês de julho os setores com maior número de transações foram: Alimentos, Varejo, Química e Petroquímica, Construção, mineração e informática que juntos concentraram 52% das F&As ocorridas no país no ano de 2007.

O setor de alimentos, de acordo com o gráfico 20, demonstra que foi o setor que mais apresentou transações de F&As no ano. Em relação ao ano passado todos os setores, com exceção da informática aumentaram as transações.

No setor de alimentos, destaque para os sub-setores: frigoríficos e negócios relacionados ao açúcar e álcool (formação de joint ventures para construção de usinas, parcerias para produção de etanol e biodiesel, etc.) No varejo, destaque para as aquisições de controle e compras de participação minoritária em shopping centers. Dentro desse panorama de 2007, podemos citar algumas das importantes fusões e aquisições que aconteceram nesse período, nos setores de destaque nesse processo.

Com o intuito de apresentar as F&As realizadas nos mais diversos setores da economia brasileira, a tabela 4 apresenta as operações mais importantes ocorridas no ano de 2007, mais precisamente até o mês de julho.

O Setor de alimentos (frigoríficos, açúcar e álcool, café e outros) destaque para as aquisições do grupo JBS-Friboi. Na área de açúcar e álcool o Noble Group pagou US\$ 70 milhões por 100% da Usina Petribu e 100% da empresa Meridiano, empresa proprietária de terras, Louis Dreyfus Commodities comprou usinas do grupo Tavares de Melo e o grupo B5, do empresário Luiz Biagi, adquiriu a Cia. Açucareira Vale do Rosário por R\$ 1,07 bilhão.

Nas operações no setor de varejo (supermercados, shoppings, entre outros), destaque para a aquisição do Atacadão pelo Carrefour (cerca de US\$ 1,1 bilhão) e as aquisições de shopping centers. A BR Malls adquiriu e/ou comprou participação minoritária em 11 shoppings centers em 2007.

No setor químico/petroquímico temos a aquisição da Ipiranga pela Petrobras, Grupo Ultra e Braskem, em março de 2007. Destaque para a Arteccla comprando 3 empresas em outros países da América Latina (a chilena Artiquim, a argentina Asequim e a peruana Pegamentos Sintéticos). A australiana Nufarm adquiriu 50,1% da brasileira Agripec por R\$ 350 milhões.

Na construção, ocorreram algumas joint ventures no setor: O grupo Rossi Residencial com diversas empresas como a Metron Engenharia, Città Engenharia e Costa Andrade, Gafisa com Odebrecht para atuar em segmentos de baixa renda..

No setor de mineração a Companhia Vale do Rio Doce adquiriu a mineradora australiana AMCI por US\$ 660 milhões na busca pela intensificação dos negócios na área de carvão. Comprou as participações da Mitsui, Sumitomo Metal Industries e Sumitomo Corporation na Empreendimentos Brasileiros de Mineração (EBM), detentora de 51% da Minerações Brasileiras Reunidas (MBR).

Para finalizar a apresentação de algumas operações de F&As ocorridas no país em 2007, o setor de transportes (serviços de transportes, armazenagem, entre outros), onde a Gol Linhas Aéreas Inteligentes, por meio da subsidiária GTI, adquiriu a Nova Varig por US\$ 320 milhões.

Tabela 03 – Principais Fusões e Aquisições ocorridas no Brasil, 2007

SETOR	MODALIDADE	EMPRESA INCOPORADORA	EMPRESA ALVO
1. ALIMENTOS			
Frigoríficos	Aquisição	JBS FriBoi	Swift
Açúcar e Alcool	Aquisição	Noble Broup	Usina Petribu e Usina Meridiano
	Aquisição	Grupo B5	Cia. Açucareira Vale do Rosário
2. VAREJO			
Shopping Centers	Aquisição / Part. Minoritária	BR Malls	Iguatemi, Shopping Estação
Supermercado	Aquisição	Carrefour	Atacadão
3. QUÍMICO / PETROQUÍMICO			
Petroquímico	Aquisição	Petrobrás, Ultra e Brasken	Ipiranga
Indústria Química	Aquisição	Nufarm	Agripec
4. CONSTRUÇÃO			
Construção	Participação Minoritária	PDG Realty	Construtora CHL
	Aquisição	Gerdau	Cemea Construtora
	Joint Ventures	Gafisa	Odebrecht
5. MINERAÇÃO			
Mineração	Aquisição	CVRD	Mineradora AMCI
	Participação Minoritária	CVRD	Sumitomo Metal Industries
	Aquisição	CVRD	Mineração Brasileiras Reunidas
6. SERVIÇOS PÚBLICOS			
Energia	Aquisição	CPFL	CMS Energy do Brasil
	Aquisição	Goiaspar	CELG
	Aquisição	Energias do Brasil	Diferencial Energia e ISA
	Aquisição	ISA (Colombiana)	CTEEP
7. TECNOLOGIA			
Tecnologia	Fusão	COM	BraxisIT Services
	Aquisição	Datasul	ILOG Tecnologia
	Aquisição	Próxima Software	YMF
	Aquisição	DTS Latin American technology	Wasys
3			
8. TRANSPORTES			
Transportes	Aquisição	TNT Express	Expresso Mercúrio
	Aquisição	GOL Linhas Aéreas	VARIG
	Aquisição	TEGMA Gestão Logística	BONI/GATX

Fonte: PWC, 2007. Elaboração realizada pelo próprio autor.

Na tentativa de compreender melhor o papel das empresas brasileiras frente aos processos de F&As, essa parte do capítulo busca trazer à tona o comportamento das empresas, traçando seu perfil e relevando suas expectativas e motivações para a realização das operações de F&As.

Para ilustrar essa análise será utilizada uma pesquisa realizada pela empresa Deloitte, uma das maiores organizações a nível mundial, de prestação de serviços e auditoria, pesquisa essa chamada “Fusões e Aquisições – Experiências e Estratégias” (Deloitte, 2005), e especializadas nos processos de F&As em todo o mundo.

A metodologia dessa pesquisa consiste em uma amostra que reúne em um extrato básico, uma entrevista com 96 empresas que já participaram de processos de fusão e aquisição ao longo dos últimos cinco anos. O Estado de São Paulo concentra a maior parte (54%) das corporações entrevistadas.

Tabela 04 – Características Gerais das empresas entrevistadas que realizaram F&As no período 2000-2004

CARACTERÍSTICAS GERAIS	
Local das Empresas entrevistadas	54% Estado de São Paulo
Tempo Médio de Atuação das Empresas	36,6 anos
Capital Nacional	71%
Empresas Familiares	56%
Subsidiárias	30%
Capital Pulverizado	8%
Natureza Jurídica	
Empresas Limitadas	56%
Sociedade Anônima com Capital Fechado	30%
Sociedade Anônima com Capital Aberto	8%
Tipos de Fusão e Aquisição	
Aquisição Total	66%
Aquisição de Participação Marjoritária	16%
Divisão do Controle Acionário	14%
* Divisão do Controle Acionário	4%

Fonte: Deloitte, 2005. Elaboração realizada pelo próprio autor

* Controle acionário minoritário

De acordo com essa pesquisa, o tempo médio de atuação dessas empresas no mercado nacional é de 36,6 anos. Setenta e um por cento delas têm capital nacional. A maioria é composta por empresas familiares (56%), sendo que 30% são subsidiárias de grupos empresariais e 8% têm seu capital pulverizado. Em relação à natureza jurídica, 56% delas são empresas limitadas, 30% são sociedades anônimas com capital fechado e 8% são sociedades anônimas com capital aberto.

As operações de fusão e aquisição realizadas nos últimos cinco anos no Brasil têm como característica predominante a aquisição da totalidade do capital da empresa-alvo. Este foi o caso de dois terços (66%) das organizações que conduziram esse tipo de ação. Outros 16% tiveram como meta adquirir participação majoritária nas empresas, enquanto, em 14%, a operação previa a divisão do controle acionário. A aquisição de parcelas minoritárias ficou restrita a 4%.

Tabela 05 – Motivações para a realização de operações de F&As no Brasil

META	Muito Relevante	Relevante	Neutro	Pouco Relevante	Irrelevante
Ampliação do portfólio da empresa, com produtos e serviços novos e similares	50	22	17	4	7
Aumento de Market Share	50	36	10	3	1
Aumento da capacidade de produção	29	37	18	5	11
Acesso a novos canais de distribuição e/ou fontes de	34	30	24	2	10
Acesso a novas tecnologias	11	22	37	8	22
Diversificação de risco	7	14	36	10	33
Entrada mais rápida em um novo mercado ou país	30	20	19	9	22

Fonte: Deloitte, 2005. * Em percentuais de empresas que assinalaram cada alternativa

De acordo com a tabela 07, a respeito das principais razões consideradas no processo de seleção de uma empresa a ser adquirida, o estudo apontou que a grande maioria das organizações compradoras optam por essa espécie de operação com o objetivo de aumentar seu *market share* (participação no mercado) e sua escala de produção, a fim de melhorar sua posição competitiva. Nada menos do que 86% delas consideram esse tópico como “muito relevante” ou “relevante”. Outro fator apontado com alto grau de relevância é a possibilidade de ampliação do portfólio da empresa, por meio de produtos e serviços novos ou similares. Quanto ao acesso aos novos canais de distribuição, esse item também se configura em fator importante, bem como a entrada mais rápida em novos mercados ou países.

O aumento da capacidade produtiva e o acesso a novos canais de distribuição, áreas de atuação e novas fontes de suprimento são outros dois fatores muito importantes na definição dos objetivos da operação. A diversificação de riscos obtida com a condução de operações em outros países e moedas não é tida como um fator importante para a maior parte das empresas, sendo considerado “neutro”, “pouco relevante” ou “irrelevante” para 79% das empresas, resposta em linha com o fato de 95% das transações da amostra terem sido realizadas no Brasil.

Ainda referente a informações que traçam as operações de fusões e aquisições realizadas por empresas brasileiras, a maior parte das empresas entrevistadas (78%) utilizou recursos próprios para financiar sua operação de fusão ou aquisição, sendo grande parte deles através de abertura de capital. Apenas 17% recorreram a empréstimos de instituições financeiras. No cenário internacional, as taxas de juros em níveis historicamente baixos têm estimulado a emissão de títulos de dívida por parte de empresas e fundos de investimento, visando financiar suas aquisições globais.

Quando questionadas sobre as razões que as levariam a realizar uma operação de fusão ou aquisição, os fatores principais são: aumento de participação de mercado e de escala de produção, visando melhorar sua posição competitiva, e a ampliação do portfólio de produtos e serviços novos ou similares.

A aquisição de empresas no exterior ainda é uma possibilidade remota para as corporações que não participaram de operações de fusão e aquisição, com apenas 11% desse extrato da amostra indicando esse potencial.

Apesar dos entraves revelados pelas empresas adquirentes ao longo dos processos de aquisição conduzidos nos últimos anos, 69% delas apontam que o resultado dessas operações atendeu à suas expectativas. Para outros 26% das empresas

que já realizaram processos de fusão e aquisição, o atendimento das expectativas foi considerado parcial. O percentual de empresas que revelam insatisfação com essas ações envolve apenas 5%.

As empresas que participaram de processos de fusão e aquisição informam que os fatores que mais contribuem para que uma operação do gênero tenha sucesso são: a correta identificação da empresa-alvo – item citado por 77% desse extrato da amostra – e a rápida integração de processos e pessoas (53%). Este último item está relacionado à fase pós-aquisição, na qual se faz necessário administrar a inerente diferença de culturas existente entre as realidades da empresa adquirente e da organização-alvo e a necessidade de se reestruturar, com rapidez e eficácia, as novas operações.

Quando questionadas sobre a estratégia a ser adotada em caso de acirramento da concorrência no seu setor de atuação, seja no mercado local ou internacional, a alternativa mais assinalada pelas empresas que já participaram de processos de fusão e aquisição revela a disposição, por parte de 59% delas, de recorrer a uma nova operação desse tipo.

4.4 Síntese Conclusiva

A partir da década de 90 o Brasil com a introdução de diversas políticas macroeconômicas, abre suas portas para o mundo, de maneira a interagir economicamente a nível global, sendo a estabilidade econômica adquirida a partir da implantação do Plano Real, as reformas regulatórias e as privatizações como elementos determinantes para a entrada de capital estrangeiro na economia brasileira, sob a forma de investimentos diretos externos.

O fluxo de capitais no país na forma de IDE, teve praticamente as mesmas oscilações ocorridas no mundo: crescimento nos anos 90 até alcançar o pico em 2000, seguindo-se período de queda até 2003 e recuperação a partir de então, tendo seu momento de pico e de declínio de volume total nos mesmos períodos. Com relação aos setores que recebem a entrada de capital externo, a escolha segue o padrão mundial: o setor de serviços, seguidos pela indústria de transformação.

As fusões e aquisições no Brasil, começaram de maneira tímida e foram motivadas preferencialmente pelo capital estrangeiro na década de 90. Em todo o período analisado neste trabalho as F&As transfronteiras tiveram sempre maior

participação do que as domésticas, demonstrando a importância do capital externo nas operações de F&As.

O movimento de F&As em termos de valores encontrado na economia brasileira, não é o mesmo movimento encontrado no grupo econômico onde o Brasil está classificado, os países em desenvolvimento, que não demonstra os momentos de pico e declínio das operações, conforme apresentado no gráfico 09, capítulo 3 e nesse contexto as F&As no Brasil possuem uma tendência semelhante às operações em economias desenvolvidas.

Apesar da importância das F&As transfronteiras, a trajetória das F&As no Brasil teve a influência de vários fatores, em particular o processo de privatização. Os recordes em termos de montante financeiro foram conquistados pelo processo de privatização no país, com a venda do Sistema Telebrás e Banespa, ambos referentes ao setor de serviços, que é o setor-alvo principal das negociações. No período de 1994-2006 o setor de alimentos foi o maior concentrador de operações de F&As no Brasil.

É interessante notar que em épocas onde a economia mundial passava por recessão e baixo crescimento econômico, o fluxo de IDE diminui, acarretando na retração das F&As transfronteiras, momento em que as operações domésticas se sobressaem as operações internacionais, e ocupam posição líder em número de operações.

Nas operações de F&As no Brasil, 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.

5. Conclusão

Para alcançar os objetivos, partiu-se do estudo mais geral do processo de F&As no mundo e em economias desenvolvidas, para, em seguida, tentar compreender o processo brasileiro e apontar suas características e também, suas semelhanças com o processo internacional.

O cenário mundial apresentou grandes mudanças de caráter econômico nas últimas décadas, favorecendo as relações comerciais entre países tanto desenvolvidos, quanto os em desenvolvimento, gerando uma interdependência entre as economias mundiais. Nesse contexto, o fluxo de capitais através do investimento direto externo tem sido potencializado pelas transformações financeiras que vem ocorrendo ao longo das últimas três décadas, através da globalização financeira e das inovações tecnológicas relacionadas principalmente a instituições bancárias, alterações essas que facilitaram as negociações entre países, aumentado o acesso a recursos externos e fortalecendo a entrada e saída de IDE nas economias.

Os países desenvolvidos apresentam um nível de saída de capitais maior que a entrada, diferentemente do encontrado em países em desenvolvimento, que pelas próprias características econômicas, desenvolvem sua economia de maneira a criar políticas e mudanças regulatórias que favoreçam a entrada de IDE.

As fusões e aquisições transfronteiras a nível mundial em países desenvolvidos possuem as mesmas características que o IDE global; variam praticamente na mesma intensidade, em volume e quantidade. Com relação aos setores da economia, ambos apresentam a mesma preferência, o setor de serviços. No mundo, as chamadas mega operações de F&As (operações bilionárias) dizem respeito a um número mínimo na quantidade total de operações transfronteiras, mas correspondem a mais da metade do volume financeiro total negociado.

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.

Neste também destacou-se que, a ausência de um mercado de capitais desenvolvido não possibilitou a ocorrência de *takeovers*, que diminui significativamente o caráter financeiro e especulativo presentes nas operações internacionais e limitou a um número insignificante os casos de F&As por meio de troca de ações.

Além disso, o baixo desenvolvimento do mercado financeiro e as altas taxas de juros também são fatores que devem ser destacados, pois limitou a possibilidade de crescimento das empresas nacionais e de tomada de recursos para financiar as aquisições. As características apontadas nos parágrafos anteriores favoreceram a entrada de empresas estrangeiras por meio de F&As, configurada através do investimento direto externo.

O fortalecimento do fluxo de capitais, principalmente no que diz respeito à entrada de investimentos na economia a partir da década de 90, foi motivado inicialmente pelo processo de privatização na economia brasileira, com a venda de grandes empresas estatais pertencentes ao setor de serviços, entre eles, o de telecomunicações, de energia e financeiro.

As F&As na economia brasileira sempre tiveram uma grande participação de capital estrangeiro, configurado em operações transfronteiras, sempre superior as atividades domésticas, realizadas por empresas nacionais, com exceção nos anos que a economia mundial apresentou certa recessão, devido ao baixo crescimento econômico mundial. Nesse período a participação de empresas brasileiras se tornou mais expressiva que a participação estrangeira.

As aquisições de controle total, como as aquisições de participação minoritária, se apresentam como a principal escolha nas operações de F&As no Brasil. Nesse tipo de negociação, a participação de investidores nacionais, tem como motivação principal, o aumento do nível de recursos para financiar as negociações, decorrentes de uma maior participação das empresas nacionais na bolsa de valores e pela valorização do real frente ao dólar americano, possibilitando as empresas nacionais, a atuação no mercado internacional realizando aquisições de empresas estrangeiras.

O setor de serviços (energia, telecomunicações, financeiro) liderou as F&As durante todo o período em destaque neste trabalho, correspondendo a mais da metade do total de operações realizadas.

Através da análise de todas as informações expostas neste estudo, é possível responder a questão principal que motivou o desenvolvimento deste trabalho, ou seja, a confirmação da existência de uma relação direta entre o processo de fusão e aquisição

na economia brasileira e mundial. As F&As no Brasil respondem sensivelmente às oscilações mundiais, tendo experimentado os mesmos momentos de pico e queda dessas operações a nível global, tanto em quantidade de operações, como em volume financeiro total negociado. A relação dos processos de fusão e aquisição no Brasil com as economias mundiais, não se resume apenas ao acompanhamento das tendências, mas também apresentam as mesmas características encontradas no contexto global, como por exemplo, a preferência de atuação das F&As no setor de serviços.

Nesse cenário de economia sem fronteiras, onde a interação entre os países está cada vez maior, o Brasil tem se destacado como importante país receptor de capitais. O fluxo de entrada de capitais ocorridos no país a partir da década de 90 primeiramente através das privatizações demonstrou ao longo do período um movimento importante para a consolidação das operações de F&As na economia brasileira. Nesse período, as F&As realizadas com capital estrangeiro, as chamadas operações transfronteiras, configuradas através do investimento direto externo foram sempre superiores às operações domésticas, realizadas por empresas nacionais. O movimento observado no fluxo de capitais no país é semelhante ao movimento de fusões e aquisições.

O desenvolvimento das operações de fusão e aquisição no país se traduz claramente no desdobramento deste mesmo processo ocorrido no cenário mundial e em economias desenvolvidas, diferentemente do movimento verificado nas economias em desenvolvimento, categoria econômica onde se encontra o Brasil, demonstrando um panorama interessante, de semelhança às economias desenvolvidas e não ao grupo econômico em que pertence.

Referências Bibliográficas:

ADAMS, W & BROCKS, J.W., **Dangerous Pursuits: Merger and Acquisition in the age of Wall Street**. Nova York Pantheon Books, 1989.

Banco Central do Brasil. **Nota para imprensa do setor externo**. Brasília: Banco Central do Brasil, vários meses. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>.

BAUMANN, R. **Comportamento Recente do Capital Estrangeiro**: Algumas considerações gerais, em IPEA/IPLAN. *Para a década de 90 – Prioridades e Perspectivas de Políticas Públicas, vol. II – Setor Externo*, Brasília, 1990.

BIELSHOWSKI, J. R. Mendonça de & GOLDENSTEIN, Lídia. **O processo de reestruturação da indústria**. Gazeta Mercantil. São Paulo. 12/08/1996, A-9-11.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. & MARCUS, Alan J., **Fundamentals of Corporate Finance**, McGraw-Hill, 1995.

BRITTO, J. **Diversificação, Competências e Coerência Produtiva**. In: KUPFER, D. & HASENCLEVER, L. (orgs). **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticos no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

BULGARELLI, J. **Fusões e Aquisições**. São Paulo, 2000.

CANO, M. **Reestruturação da Indústria Brasileira: O recente processo de fusões e aquisições e joint ventures**. Campinas, dez. 1997.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

COUTINHO, L. & BELUZZO L. G de M. **Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas**. Economia e Sociedade, No. 07 dez, 1996.

COUTINHO, Luciano; FERAZ, João Carlos. **Estudo de competitividade da indústria Brasileira**. São Paulo: Papirus, 1994.

DEAL MAKER. **As 40 maiores Fusões e aquisições no mundo**. São Paulo, 2007.

DELOITTE. **Pesquisa Fusões e aquisições – motivações e estratégias**. São Paulo, Deloitte, 2005.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Processos de Fusão e Aquisição em Empresas de Capital Estrangeiro no Brasil: Motivadores Mercadológicos e Gestão de Marcas**. São Paulo, 2003.

GONÇALVES, R. **A Nova Economia Internacional**. São Paulo, Campus, 1998.

GUIMARÃES, S. P. **Inserção Internacional do Brasil**. Economia e Sociedade, Campinas, dez. 2001.

- KPMG. **F&A's no Brasil: Análise dos anos 90**. S.P, KPMG, 2001.
- KRUGMAN, Paul. **A Globalização**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.
- LAPLANE et alii, **Empresas Transacionais no Brasil nos anos 90: fatores de atração, estratégias e impactos**. SP, Unicamp, setembro 2001.
- OECD. **International Investment and Multinational Enterprises: Recent trends in international direct investment**. Paris: OCDE, 1987.
- PENROSE, Edith. A Economia da Diversificação. **Revista de administração de empresas**. Rio de Janeiro: FGV, c.7, v.19, p.7-30, out-dez. 1979.
- POSSAS, Sílvia. **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.
- PWC. **Fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo, 2007.
- ROSSETTI, José Paschoal. **Fusões e Aquisições no Brasil: as Razões e os Impactos**. In: BARROS, Betania Tanure (Org). *Fusões, Aquisições e Parcerias*. Atlas, Cap. 3. São Paulo 2001.
- SEABRA, F. E AMAL, M. **Características da estrutura de mercado e do padrão de concorrência de setores industriais selecionados de Santa Catarina**. Santa Catarina, 2002.
- SENN, Larry. & Stephen L. **Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: Record, 2002.
- STEINDL, Josef. **Pequeno e grande capital**. São Paulo: Hucitec, 1990.
- STEINDL, Josef. **Maturidade e estagnação no capitalismo americano**. São Paulo: Abril Cultural, 1983. 264p
- TRICHES, D. **Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil**, V.31, Janeiro, 1996.
- UNCTAD. World Investment Report 2000. Disponível no site da UNCTAD, Capítulo 2000.
- UNCTAD. *World Investment Report*. Nova Iorque e Genebra: ONU, vários anos.
- UNCTAD. **World FDI flows grew an estimated 6% in 2004, ending downturn** (press release). Nova Iorque e Genebra: ONU, 11 jan. 2005. Disponível em: <http://www.unctad.org>

UNCTAD. **Sharp rise in FDI driven by M&As in 2005.** *UNCTAD Investment Brief.* Nova York, 2006.

UNCTAD (2000) *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development.* Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (<http://www.unctad.org/wir>).

UNCTAD (2002) *World Investment Report 2002: transnational corporations and export competitiveness.* Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (<http://www.unctad.org/wir>).

UNCTAD (2003) *World Investment Report 2003, FDI policies for development: national and international perspectives.* Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (<http://www.unctad.org/wir>).

UNCTAD (2004) *World Investment Report 2004: The Shift Towards Services.* Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (<http://www.unctad.org/wir>).

UNCTAD (2005) *World Investment Report 2005: Transnational Corporations and the Internationalization of R&D.* Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (<http://www.unctad.org/wir>).

UNCTAD (2006) *World Investment Report 2005: FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development.* Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (<http://www.unctad.org/wir>).

UNCTAD (2007) *World Investment Report 2005: Transnational Corporations, Extractive industries and Development.* Geneva: United Nations Conference on Trade and Development (<http://www.unctad.org/wir>).

UNITED NATIONS. **Conference on Trade and Development.** London, 1994.

VERNON, R. **International Investment and International Trade in the Product Cycle.** *Quarterly Journal of Economics*, 1966.