

Desempenho das Fusões e Aquisições na Indústria Brasileira na Década de 90: a Ótica das Empresas Adquiridas*

Frederico Rocha**

Mariana Iooty***

João Carlos Ferraz**

Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar os efeitos do processo de F&A sobre o desempenho das empresas industriais adquiridas no Brasil entre 1990 e 1997. A partir de dados de balanço de 120 empresas adquiridas, o trabalho conclui que: (i) não há evidência de aumento da rentabilidade das empresas até dois anos após sua aquisição; (ii) suas parcelas de mercado não parecem se alterar significativamente; (iii) não se encontram diferenças estatisticamente significativas no comportamento de investimento; (iv) as empresas privatizadas são as únicas em que a rentabilidade se altera com significância estatística; (v) ao mesmo tempo, as empresas que eram estatais antes da aquisição têm o comportamento em termos de rentabilidade significativamente superior à média das empresas; e (vi) não se encontra diferença entre o comportamento das empresas adquirentes nacionais e estrangeiras. Estes resultados parecem indicar que os processos de F&A não parecem alterar substancialmente o cenário de crescimento da indústria brasileira.

** Professores do Instituto de Economia da UFRJ. Endereço: Av Pasteur, 250, Praia Vermelha, Rio de Janeiro – RJ E-mails: fred@ie.ufrj.br; e jcferraz@ie.ufrj.br

*** Doutoranda do Instituto de Economia da UFRJ. E-mail: mariana@ie.ufrj.br

Introdução

A década de 90 presenciou uma fabulosa onda de fusões e aquisições (F&A) no mundo. O Brasil não foi exceção tendo sido registradas mais de 1000 transações de F&A entre 1990 e 1999 em todas as atividades. No setor industrial as transações implicaram em uma mudança de propriedade de empresas responsáveis por cerca de 21,3% da receita líquida de vendas da indústria de transformação no ano de 1996. Apesar de sua importância econômica, as conseqüências deste processo foram pouco discutidas e, em grande medida, permanecem ainda desconhecidas.

O objetivo deste trabalho é analisar de forma preliminar os efeitos do processo de F&A sobre o desempenho das empresas industriais adquiridas no Brasil entre 1990 e 1997. Para cumpri-lo, o artigo está dividido em mais três seções. Na primeira seção será apresentada a relevância do tema e os principais debates existentes a este respeito, permitindo a formação de algumas hipóteses a serem testadas no trabalho. Na segunda, a metodologia do trabalho é exposta, ressaltando as principais características e limitações dos dados utilizados e enfatizando os principais recortes realizados. A terceira seção é dedicada à análise dos dados. Ela está dividida em quatro subseções. Na primeira, é examinado o desempenho financeiro das empresas adquiridas no período anterior à transação. A análise do desempenho posterior à aquisição é feita na subseção 3.2. A subseção 3.3 apresenta os resultados da análise, quando as empresas são classificadas de acordo com a origem do capital adquirido. Enfatiza-se, neste caso, o papel da troca da função objetivo da direção da empresa, ou seja, as alterações no comportamento das empresas privatizadas em comparação com as demais. A subseção 3.4 analisa as empresas de acordo com a nacionalidade do capital adquirente. Finalmente, a seção 4 resume as principais conclusões do trabalho e levanta a possibilidade de explorações futuras sobre o tema.

1.Relevância Do Tema

Os autores especializados que tratam de fusões e aquisições (F&A) segundo uma ótica financeira têm opiniões bastante divergentes acerca de seus determinantes e resultantes, existindo uma forte contraposição entre duas principais correntes. De um lado, estão os que entendem as F&A como uma conseqüência da dicotomia de interesses entre gerentes e proprietários (Jensen 1988, Jarrel et al. 1988). De acordo com esta vertente, as F&A são uma tentativa de alinhar as atitudes dos gerentes aos objetivos dos proprietários, tendo, portanto uma função disciplinadora.¹ Dentro desta ótica. Jensen (1989) entende a onda de F&A a partir da década de 80 como veículo de um processo de reestruturação que procura solucionar os problemas de incentivos apresentados pelas empresas de capital aberto no capitalismo americano. Haveria, portanto, uma elevação da eficiência das empresas que sofressem a intervenção de novas gerências a partir da nova estrutura proprietária.

Em contraste com a visão de Jensen e seus colegas, Ravenscraft e Scherer (1987) e Scherer (1988) são mais cépticos quanto aos efeitos das F&A sobre a eficiência das empresas e, como conseqüência, levantam dúvidas sobre a relevância do alinhamento de objetivos entre gerentes e proprietários. A sua evidência empírica parece sustentar esta posição. Ravenscraft e Scherer (1987) encontram que: (i) as empresas adquiridas detêm lucratividade acima da média nos anos anteriores à transação; e (ii) sua lucratividade cai após a aquisição. Assim, não só as empresas adquiridas não aparentam ter problemas de eficiência, mas sua eficiência cai após serem adquiridas. Mueller (1986) mensura o desempenho da empresa alvo da transação pela sua participação no mercado em que atua. Seus resultados apontam queda de sua parcela de mercado no

¹ A discussão a respeito da separação entre gerência e propriedade é tão fértil quanto antiga. Remetemos o leitor a Holmstrom e Tirole (1989) para um aprofundamento sobre o assunto.

tempo, sugerindo perda de eficiência.²

Uma vez que a melhoria da eficiência após aquisição não pode ser comprovada, Ravenscraft e Scherer (1987) procuram elaborar uma interpretação alternativa para a motivação desse tipo de transação. Eles argumentam que processos especulativos no mercado de ações permitem fortes ganhos para acionistas de ambas as empresas que detêm ou acreditam manter alguma informação privada que permita uma avaliação distinta do valor da companhia. De fato, os prêmios pagos a acionistas em posse das ações das empresas adquiridas e que participam das transações de F&A não tendem a ser pequenos. Jarrel *et al.* (1988) citam vasta documentação empírica comprovando os ganhos resultantes das operações de F&A para os acionistas das empresas adquiridas³. As evidências de ganhos para os acionistas das empresas adquirentes parecem ser reduzidas. Ainda assim Jarrel *et al.* (1987) citam estudo que demonstra pequenos ganhos, mas estatisticamente significativos, para empresas adquirentes, ainda que ao longo do tempo a capacidade de obter lucros venha se reduzindo. A partir de alguns estudos de caso, Ravenscraft e Scherer (1987) mostram que, embora no geral não se possa comprovar ganhos para acionistas de empresas adquirentes, em alguns raros casos, o ganho foi muito elevado.⁴

² Deve-se notar que tanto Ravenscraft e Scherer (1987) quanto, principalmente, Mueller (1985) distinguem as F&A de acordo com a relação entre as linhas de negócios da empresa adquirida *vis-à-vis* as praticadas pela empresa adquirente, classificando-as como horizontal, vertical, relacionadas e conglomeradas. No geral, os resultados apontam menor eficiência quando a aquisição é conglomerada. Uma possível explicação para este resultado é a falta de experiência da empresa adquirente nestes novos mercados.

³ Os estudos também demonstram haver queda deste prêmio ao longo do tempo, o que pode indicar efeitos de aprendizagem do mercado ou redução dos benefícios esperados pelas empresas adquirentes.

⁴ “Uma trajetória comum para a grande fortuna envolve compra e acumulação de ativos de valor incerto. Alguns falham neste jogo, mas outros vencem espetacularmente. A onda de fusões conglomeradas que marcou os anos 60 era, em muitos casos um jogo de ativos de muitas dimensões. Algumas companhias como Teledyne e Gulf & Western alcançaram impressionante sucesso financeiro” Ravenscraft e Scherer (1987:215).

Duas outras interpretações possíveis são ainda construídas por Ravenscraft e Scherer (1987). A primeira mantém a discussão sobre a dicotomia entre interesse de gerentes e proprietários, só que se encaminha no sentido contrário, para afirmar que a onda de aquisições é uma forma de atender aos objetivos dos gerentes por intermédio da construção de um império. Esta interpretação não exclui, no entanto, o motivo da especulação, podendo-se entendê-la como um exercício especulativo quanto ao real valor das empresas adquiridas. A segunda interpretação sugere que as F&A tiveram como principal motivação a formação de um mercado interno de capitais. Este elemento só parece ser relevante, no entanto, quando há oportunidade de investimento em ativos altamente específicos por parte da empresa adquirida, cuja gerência não dispõe de recursos suficientes para alavancá-los⁵. A política interna de uma grande empresa pode, no entanto, ser bastante cruel com esse tipo de tentativa, uma vez que influencia a alocação dos recursos.⁶

O caso brasileiro apresenta distintas institucionalidades em relação aos estudos, principalmente os de origem norte-americana. Em primeiro lugar, as operações de F&A no Brasil nos anos 90 não correspondem, ao contrário do caso norte americano, a um movimento tradicional da economia uma vez que ocorreram em um contexto de estabelecimento de novos regimes de regulação e incentivos, marcado pela priorização da estabilidade macroeconômica e pela liberalização da economia.

Dentro deste novo contexto institucional, merece destaque, primeiramente, o processo de privatização, que representou um dos pontos de apoio para a redefinição do papel do Estado. Através dele se pretendeu alcançar efeitos econômicos e financeiros, o que incluía a contribuição para a diminuição da dívida pública e a modernização do

⁵ Deve-se ter claro que as empresas adquiridas, dentro deste raciocínio, devem ser, na maioria das vezes, menores do que as empresas adquirentes ou então teriam as mesmas oportunidades.

⁶ Ver Milgrom e Roberts (1990, 1992) para uma análise dos custos de influência.

parque industrial do país. O programa de privatização brasileiro pode ser dividido em duas fases. A primeira delas, no período 90- 94, foi marcada pela privatização das empresas dos setores de siderurgia, fertilizantes e petroquímica. A segunda, no período 95- 98, se caracterizou pela inclusão dos setores de mineração, financeiro e serviços públicos (eletricidade, telecomunicações e transportes).

Além do processo de privatização, devem ser ressaltadas também as importantes mudanças no regime de regulamentação, que igualaram o tratamento entre as empresas estrangeiras e as de propriedade local:

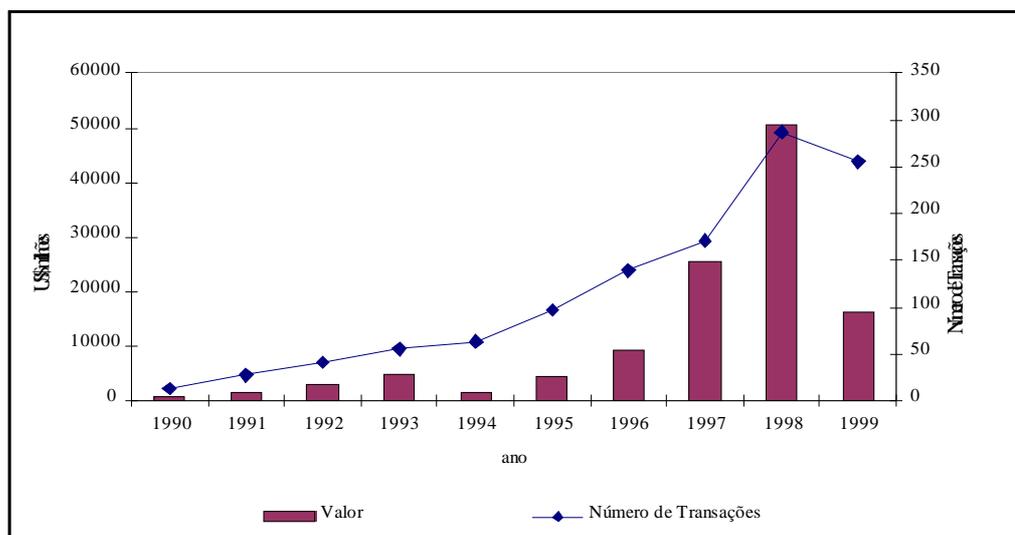
- Extinção, em 1991, das restrições à entrada de empresas transnacionais (ETN's) no setor de informática;
- Eliminação, em outubro de 1993, do limite imposto à participação do capital estrangeiro no processo de privatização;
- Eliminação, por meio de uma emenda constitucional de 1994, da possibilidade legal de estabelecimento de diferenciação entre empresas nacionais e estrangeiras, o que tornou possível às últimas o acesso a agências oficiais de crédito e a subsídios e incentivos concedidos pelo governo;
- Isenção de Imposto de Renda sobre a remessa de lucros e de dividendos por filiais de empresas estrangeiras no país, com exceção dos ganhos obtidos com aplicações de renda fixa, que pagam uma alíquota de 15%;
- Eliminação, decidida em votação no Congresso em 1995, de uma série de restrições à propriedade industrial, principalmente a proibição do registro de patentes a produtos de base bioquímica;
- Extinção, por decreto, da proibição de remessas referentes a pagamentos de *royalties* por marcas e patentes em empresas multinacionais;
- Remoção, na reforma constitucional de 1995, das restrições

setoriais à entrada do capital estrangeiro nos setores de serviços (mais notadamente no setor financeiro), nas atividades extrativas (iniciativa pela perda do monopólio estatal do petróleo), e telecomunicações;

- Liberalização financeira que criou condições mais favoráveis para as ETN's estabelecidas no país, ao eliminar as restrições ao uso de recursos do sistema financeiro nacional, nomeadamente, o acesso aos fundos do BNDES.

Tais mudanças institucionais condicionaram o movimento de reestruturação do controle proprietário das empresas brasileiras que ocorreu nos anos 90, conforme destacado no gráfico 1, onde se percebe um forte crescimento do número e valor das F&A. Duas conseqüências desse processo têm sido insistentemente destacadas pela literatura. Por um lado, tais transações se refletiram em maior internacionalização patrimonial (Miranda e Martins, 1998). De acordo com Ferraz e Iotto (2000), a participação estrangeira nas operações de F&A no Brasil alcançou 55% do valor total das transações no período. Por outro lado, as F&A representaram uma importante fonte de reestruturação do capital produtivo nacional. Miranda e Tavares (1999) argumentam que as transações permitiram a busca de novas configurações pelas empresas, consistindo, em sua maioria, na procura de maior especialização produtiva, facilitando ainda a implementação de alianças entre o capital estrangeiro e o nacional.

**Gráfico 1 – Evolução das Operações de F&A nos anos 90:
Valor (em US\$ milhões) e N.o de Operações**



Fonte: Ferraz & Iooty (2000)

Além deste contexto institucional particular, outras especificidades devem ser consideradas. As peculiaridades no caso brasileiro parecem invalidar de certa forma as previsões de Jensen acerca da mudança na relação entre gerência e propriedade, pois o mercado de capitais brasileiro não tem a mesma importância que o norte-americano, ficando ociosa grande parte da discussão acerca de sua eficiência. Por exemplo, não seria possível vislumbrar situações em que aquisições hostis e reações de gerências estabelecidas se confrontam, conforme relatado em parte da literatura.

Podem, no entanto, existir mudanças nas funções e nos objetivos perseguidos por diferentes estruturas proprietárias. A este respeito, as F&A resultantes de processos de privatização devem ser separadas daquelas que consistiram em transferência de ativos entre agentes privados. Os objetivos de empresas estatais e privadas parecem ser bastante distintos. São conhecidas as situações em que os preços dos produtos das empresas estatais são utilizados para manutenção de baixos índices de inflação, ao mesmo tempo em que os incentivos

apresentados a trabalhadores devem ser diferentes entre as duas estruturas. Privatizações são normalmente acompanhadas por mudanças nos contratos de trabalho e demissões e a reestruturação parece ser evidente.

Por fim, a estrutura proprietária das empresas brasileiras é, ao contrário do caso americano, basicamente familiar, o que termina por invalidar a suposição de que a transferência de propriedade pode funcionar como um alinhamento do comportamento dos gerentes aos interesses dos proprietários, conforme acredita Jensen (1988, 1989). Outros elementos estão, contudo, presentes. Cabe ressaltar que os benefícios das empresas gerenciais são bastante conhecidos e ressaltados em distintos trabalhos. Chandler (1990:621) resalta que o capitalismo gerencial apresenta novos desenvolvimentos, sem precedentes históricos: (a) a adaptação a uma nova estratégia de crescimento, expandindo a empresa para novos mercados, onde as capacitações iniciais da firma não propiciam vantagens competitivas; (b) a separação de funções entre gerência superior e intermediária, com distintos objetivos e funções a serem perseguidos; (c) a extensiva e contínua expansão em novas unidades de produção; (d) a compra e venda de corporações; e (e) o papel representado por administradores de carteira no mercado de capitais. Esses pontos tendem a ser cada vez mais importantes à medida que a internacionalização da economia aumenta e a necessidade de se acessar novas fontes de economias de escala e escopo se intensifica. Logo, existem ganhos importantes a serem obtidos pela introdução desse mercado de compra e venda de corporações e seria esperado que se refletisse em maior rentabilidade das empresas sob nova estrutura proprietária. Ainda que algumas empresas privadas nacionais tenham estrutura gerencial⁷, a maior parte ainda é composta de empresas familiares. Já as empresas estrangeiras presentes ou entrantes no país detêm estrutura gerencial moderna. Seria, portanto, esperado que apresentassem um desempenho mais favorável após a aquisição do que

⁷ Por exemplo, o grupo Gerdau, ver Miranda e Tavares (1999).

as empresas familiares de capital nacional.

A ocorrência dessas alterações nos resultados das empresas deve ser provocada por mudanças em seu comportamento. Espera-se que a reestruturação empresarial venha a provocar ondas de investimento. Tal processo pode, no entanto, variar de acordo com as características da estrutura produtiva e da demanda. Em um extremo, F&A podem ocorrer em segmentos oligopolizados, cujas demandas interna e internacional estão estagnadas. As alterações estratégicas a serem sofridas em tais situações vão no sentido de contração de custos e racionalização da produção entre unidades diferentes. Em outro extremo, as F&A podem ocorrer em segmentos mais desconcentrados e com a demanda em expansão. Nessas situações seria esperado um comportamento estratégico mais agressivo das empresas.⁸

2. Metodologia

Para analisar as implicações das F&A sobre o desempenho econômico das empresas da indústria, o presente trabalho adotou quatro fontes de informações básicas: a base de dados sobre F&A's da *Thomson Financial Securities Data (Securites Data)*, a base de dados *Who Owns Whom* da Dun & Bradstreet, o Balanço Anual da *Gazeta Mercantil*, e o relatório do *Programa Nacional de Desestatização (PND)* do BNDES (1999).

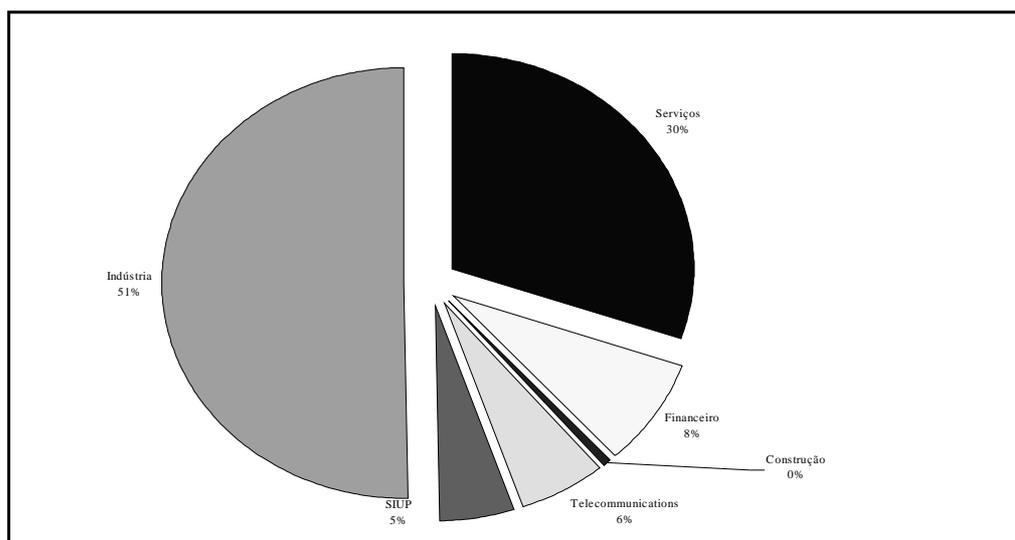
A Securities Data é uma empresa de consultoria que fornece entre outras, informações sobre F&A em todo o mundo. No caso das operações realizadas no Brasil, outra empresa fornecedora do mesmo tipo de informação é a KPMG. De acordo com Miranda & Martins (1998), quando se analisa as operações de F&A no Brasil, nem a KPMG nem a *Securites*

⁸ Ver Rodrigues (1999) para uma exposição das F&A na indústria de alimentos.

Data possuem bases de dados que corresponderiam ao universo das transações, uma vez que a interseção entre as duas é relativamente pequena. Entretanto, como a base da *Securites Data* possui maior precisão quanto às informações das transações listadas e, em muitas delas, o seu valor, optou-se por considerá-la como a amostra a ser analisada.

O CD-ROM *Who Owns Whom* da Dun & Bradstreet contém dados de 260.000 corporações transnacionais, disponibilizando informações sobre a nacionalidade e a estrutura dos grupos empresariais, indicando suas subsidiárias e filiais. O Balanço Anual da Gazeta Mercantil é uma publicação anual que fornece indicadores contábeis e financeiros a respeito de empresas dos 29 principais setores da economia, calculados a partir dos balanços de cada uma delas. O Sistema de Informações do BNDES disponibiliza os resultados das vendas realizadas no processo de privatização, informando o nome de cada empresa transacionada, seu setor de atividade e o ano da operação.

Gráfico 2 – Distribuição Setorial das Empresas Adquiridas, 1990- 1999.



Fonte: Elaboração própria a partir da *Securities Data*.

Os dados fornecidos pela *Securities Data* compreendem informações sobre 1149 transações de F&A ocorridas no Brasil no período 1990- 1999,

indicando, para cada uma delas, a empresa adquirida e o seu setor de atividade, a empresa adquirente e a sua nacionalidade, a participação acionária adquirida (para somente 1066 transações), e o valor das transações (para 565 transações). Como se vê no gráfico 2, das 1149 transações, 581 envolvem empresas do setor industrial.

Das 581 empresas adquiridas contabilizadas na base de dados, 326 tiveram seus CGC's identificados e pertencem à base de dados da Pesquisa Industrial Anual do IBGE (PIA). Dentre as empresas adquiridas listadas na PIA foi selecionado um painel de 120 empresas que haviam sido adquiridas entre 1990 e 1997, e que mantiveram seus balanços em separado das adquirentes e publicados nas edições do Balanço Anual da *Gazeta Mercantil*. Este painel assim definido assumiu então as seguintes características de tamanho médio (ver tabela 1).

2.0.0.0.1 Tabela 1 – Tamanho Médio das Empresas do Painel

2.0.0.0.2 (segundo as vendas no ano da aquisição)

Setor	Número de Empresas	Receita Média* (em US\$ mil corrente)	Desvio Padrão
Alimentos	14	272.662	539.424
Autopeças e Material de Transporte	15	123.446	154.864
Bebidas e Fumo	3	230.340	321.839
Eletroeletrônico	5	596.051	1.028.607
Farmacêutico/Higiene	5	152.075	164.560
Madeiras/Móveis/Papel	4	209.959	203.829
Mecânica	4	117.163	98.135
Metalurgia	25	679.523	1.110.254
Mineração	5	605.448	1.215.895
Minerais Não Metálicos	3	59.273	34.695
Plásticos e Borracha	4	55.366	30.198
Química e Petroquímica	29	169.650	223.383
Têxtil e Couro	4	64.431	98.511
TOTAL	120	307.928	663.298

Fonte: Elaboração própria a partir da PIA- IBGE

* Receita Operacional Líquida Média

Cada empresa deste painel teve a sua respectiva empresa adquirente classificada como nacional ou estrangeira. Observou-se inicialmente que a classificação da *Securities Data* a respeito da nacionalidade da empresa compradora não era adequada, uma vez que ela considerava subsidiárias estrangeiras aqui localizadas como nacionais. Para identificar a nacionalidade da matriz das empresas adquirentes foi utilizado como fonte de informação o CD-ROM *Who Owns Whom* da Dun & Bradstreet, que permite visualizar toda a árvore de propriedade das empresas, possibilitando, assim, distinguir se uma empresa classificada como nacional tinha laços de propriedade com matriz estrangeira. Deste modo, constatou-se que das 120 empresas da amostra, 62 foram adquiridas por empresas nacionais e 58 foram adquiridas por empresas estrangeiras. Posteriormente, com base em BNDES(1999), identificaram-se entre as empresas as que eram de origem estatal. Foram então contabilizadas 40 empresas privatizadas e 80 não privatizadas. Por fim, a classificação setorial das empresas da amostra foi feita seguindo a classificação que

cada uma delas apresentava no Balanço Anual da Gazeta, o que muito se aproxima da classificação dois dígitos do IBGE.

Terminada esta fase de classificação da amostra, foram escolhidas, rentabilidade do patrimônio líquido e variação da participação no mercado como indicadores do desempenho econômico-financeiro das empresas. Como ficará claro durante a análise, tais variáveis podem conter inúmeros vieses que devem ser levados em consideração: (i) a rentabilidade pode ser alterada como consequência de manipulações do balanço;¹⁰ (ii) os F&A podem implicar diferenças no grau de concentração e, como consequência, afetar o *mark-up*; e (iii) as alterações na rentabilidade podem ser fruto de mudanças na eficiência produtiva das empresas.

A partir do Balanço Anual da *Gazeta Mercantil*, as seguintes variáveis foram colhidas para cada uma das empresas:

- Receita Operacional Líquida – receita operacional bruta ou faturamento menos impostos incidentes sobre as vendas e os serviços menos devoluções e abatimentos.
- Rentabilidade do Patrimônio Líquido – lucro líquido dividido por patrimônio líquido real.
- Aquisições do Permanente – aquisições em investimentos, imobilizado e diferido, no exercício contábil anual. Esta variável representa, portanto uma *proxy* do investimento realizado pela empresa.
- Endividamento Geral – passivo circulante mais exigível a longo prazo dividido por passivo real.

⁹ A publicação Balanço Anual classifica as empresas segundo subsetor e setor. Optou-se por utilizar a classificação no nível de grande setor porque não foi possível montar uma série com empresas suficientes do painel no nível de pequeno setor.

¹⁰ Schmalensee (1989) levanta alguns dos vieses importantes a este respeito.

A partir dessas variáveis e das informações do Balanço Anual, foram definidas outras duas: uma corresponde à razão entre a Aquisição do Ativo Permanente e a Receita Operacional Líquida, e pode então ser entendida como uma *proxy* da relação entre os investimentos de uma empresa e a sua receita; a outra corresponde a uma aproximação do *market share* das empresas, sendo definida como a razão entre a Receita Operacional Líquida da empresa e a Receita Operacional Líquida Total do setor onde a mesma opera.

Considerando as restrições de informações referentes às edições do Balanço Anual, foi construída para cada empresa uma série de somente quatro anos para essas variáveis:

- (t=0) – o ano em que a empresa foi adquirida.
- (t=- 1) – um ano anterior à aquisição.
- (t=+1 e t=+2) – um e dois anos posteriores à aquisição.

Em função das flutuações no nível de atividade da economia e das diferenças setoriais, optou-se por controlar a amostra calculando-se para cada empresa, e a cada ano, a diferença entre a observação referente à variável e à média desta variável no setor onde a empresa opera. Nesse sentido, ao longo deste trabalho as variáveis estarão se referindo de fato à diferença entre o dado original para cada empresa e à média setorial onde a mesma opera.

Ao longo da análise das variáveis para cada empresa, observou-se discrepâncias na amostra. Para eliminá-las, foram realizadas exclusões de observações quando se verificavam as seguintes ocorrências: i) as empresas não possuíam, para o ano considerado, informações disponíveis no Balanço Anual; e ii) o dado da empresa para as variáveis

Rentabilidade ou Endividamento alcançava três dígitos.

3. Análise

3.1 RENTABILIDADE DAS EMPRESAS ADQUIRIDAS NO PERÍODO PRÉ- AQUISIÇÃO

Na média, a rentabilidade das empresas adquiridas, no ano anterior à transação, é inferior à média da rentabilidade de seus setores de atuação (ver tabela 2).¹¹ Não existe, no entanto, uniformidade de comportamento entre os setores produtivos, e os altos níveis de dispersão da média interna aos setores indica que até mesmo dentro dos setores o comportamento da rentabilidade não é homogêneo. As exceções ocorrem nos casos de Alimentos, Bebidas e Fumo, Eletroeletrônico, Madeira e Papel, Metalurgia e Plástico e Borracha. Deve-se notar ainda que nestas exceções, a diferença média da rentabilidade positiva é influenciada pelas empresas adquirentes estrangeiras, ou seja, ainda que não seja significativo estatisticamente, as empresas estrangeiras adquirem empresas que, em média, são mais eficientes do que as empresas adquiridas por empresas nacionais.

Tais resultados entram em conflito com os obtidos por Ravenscraft e Scherer (1987), ou seja, se alguma coisa pode ser afirmada é que as empresas adquiridas têm desempenho financeiro inferior à média da economia. Dessa maneira, os dados apoiam as colocações de Jensen (1988) de que aquisições são realizadas com o objetivo de fortalecer o desempenho das empresas, vislumbrada a possibilidade de a gerência entrante ser superior à estabelecida.

Tabela 2 – Rentabilidade da Empresa Adquirida nos Anos Anterior e da Transação, por Setor entre 1990 e 1997*

¹¹ Como pode ser percebido, estas diferenças não encontram significância estatística.

Setores	RENTABILIDADE NO ANO - 1			RENTABILIDADE NO ANO 0		
	N	Média da Diferença (em pontos percentuais)	Desvio Padrão da Diferença	N	Média da Diferença (em pontos percentuais)	Desvio Padrão da Diferença
Alimentos	13	4,02	28,08	11	- 1,91	18,29
Nacional	5	- 11,72	37,76	4	1,68	4,41
Estrangeira	8	13,85	15,80	7	- 3,96	23,11
Autopeças e Material de Transporte	13	- 21,39	36,21	14	- 34,75	39,85
Nacional	6	- 19,82	33,58	6	- 44,62	46,18
Estrangeira	7	- 22,74	40,96	8	- 27,35	35,76
Bebidas e Fumo	2	4,65	8,41	2	1,55	3,75
Nacional	1	- 1,30	0,00	0	-	-
Estrangeira	1	10,60	0,00	2	1,55	3,75
Eletroeletrônico	5	7,40	7,71	4	- 2,58	17,82
Nacional	0	-	-	0	-	-
Estrangeira	5	7,40	7,71	4	- 2,58	17,82
Farmacêutico/Higiene	5	- 0,52	19,98	5	9,00	7,05
Nacional	0	-	-	0	-	-
Estrangeira	5	- 0,52	19,98	5	9,00	7,05
Madeira/Móveis/Papel	4	5,60	11,60	4	3,45	14,47
Nacional	3	1,83	10,81	3	4,23	17,62
Estrangeira	1	16,90	0,00	1	1,10	0,00
Mecânica	4	- 23,73	42,22	4	- 14,15	16,92
Nacional	3	- 22,93	51,67	3	- 7,17	11,70
Estrangeira	1	- 26,10	0,00	1	- 35,10	0,00
Metalurgia	22	3,54	25,73	24	- 6,32	60,84
Nacional	8	8,99	37,14	11	- 16,17	89,66
Estrangeira	14	0,43	17,26	13	2,02	15,21
Mineração	5	- 21,40	42,06	4	- 7,85	22,10
Nacional	4	- 3,58	15,52	4	- 7,85	22,10
Estrangeira	1	-	-	0	-	-
Minerais Não Metálicos	3	- 55,00	32,55	3	- 72,00	41,41
Nacional	3	- 55,00	32,50	3	- 72,00	41,41
Estrangeira	0	-	-	0	-	-
Plásticos e Borracha	3	9,17	7,93	3	- 4,10	19,75
Nacional	2	11,20	10,04	2	- 0,10	26,16
Estrangeira	1	5,10	0,00	1	- 12,10	0,00
Química e Petroquímica	26	- 5,12	10,59	28	- 11,14	38,75
Nacional	17	- 3,95	9,37	18	- 14,70	39,02
Estrangeira	9	- 7,32	12,91	10	- 4,73	41,85
Têxtil e Couros	4	- 29,95	27,24	4	- 26,53	24,94
Nacional	3	- 18,40	17,67	3	- 34,77	22,92
Estrangeira	1	- 64,60	0,00	1	- 1,80	0,00
TOTAL	10	- 6,18	27,55	11	- 12,20	41,18
	9			0		
Nacional	55	- 8,17	28,48	57	- 18,67	50,53
Estrangeira	54	- 4,16	26,67	53	- 5,24	26,62

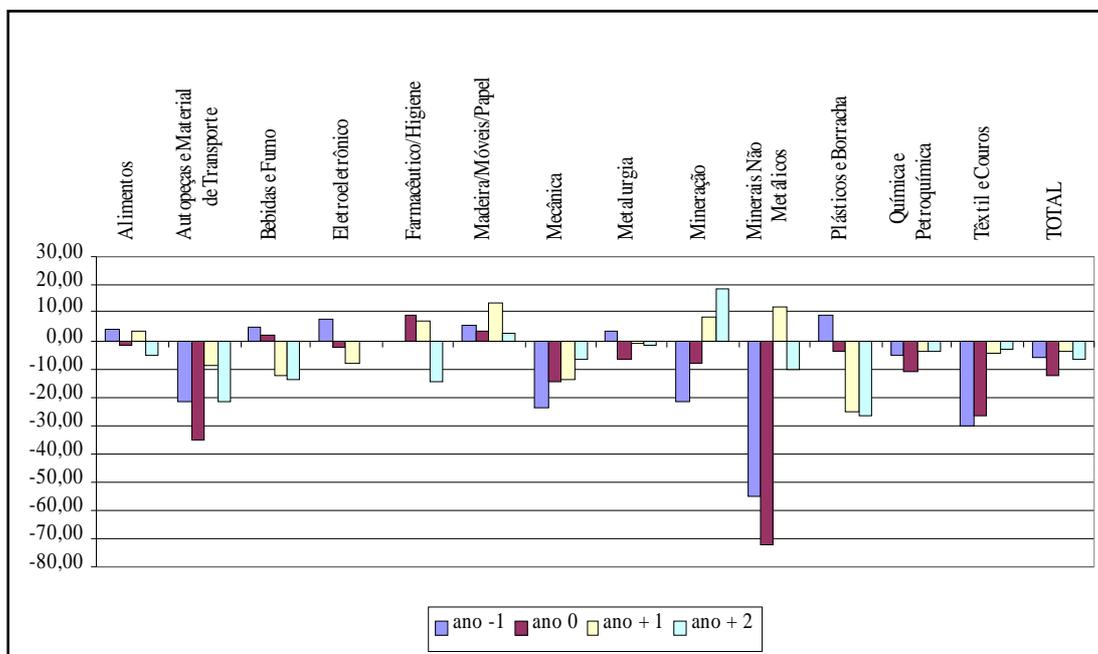
Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários Gazeta Mercantil, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

* Os dados sobre rentabilidade se referem à diferença entre a rentabilidade das empresas e à média da rentabilidade do setor onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

3.2 DESEMPENHO DAS EMPRESAS ADQUIRIDAS NO PERÍODO POSTERIOR À TRANSAÇÃO

Após a aquisição, a rentabilidade das empresas adquiridas se mantêm, em média, inferior a das empresas que não foram alvo de F&A. As diferenças de média não são, todavia, estatisticamente significativas. Os dados não parecem permitir concluir que haja melhoria consistente do desempenho no período analisado após a aquisição, em relação à rentabilidade pré-aquisição (ver gráfico 3). As três exceções são Mineração, Mecânica e Têxtil e Couro, sendo que Mineração é a única que obtém rentabilidade positiva em relação à média do setor. As reduzidas amostras destes setores não permitem, no entanto, que tais resultados sejam generalizados (ver tabela 3). Neste caso, deve-se acrescentar que a totalidade das empresas pertencentes à Mineração é formada por antigas empresas estatais.

Gráfico 3 – Evolução da Rentabilidade das Empresas por Setor*

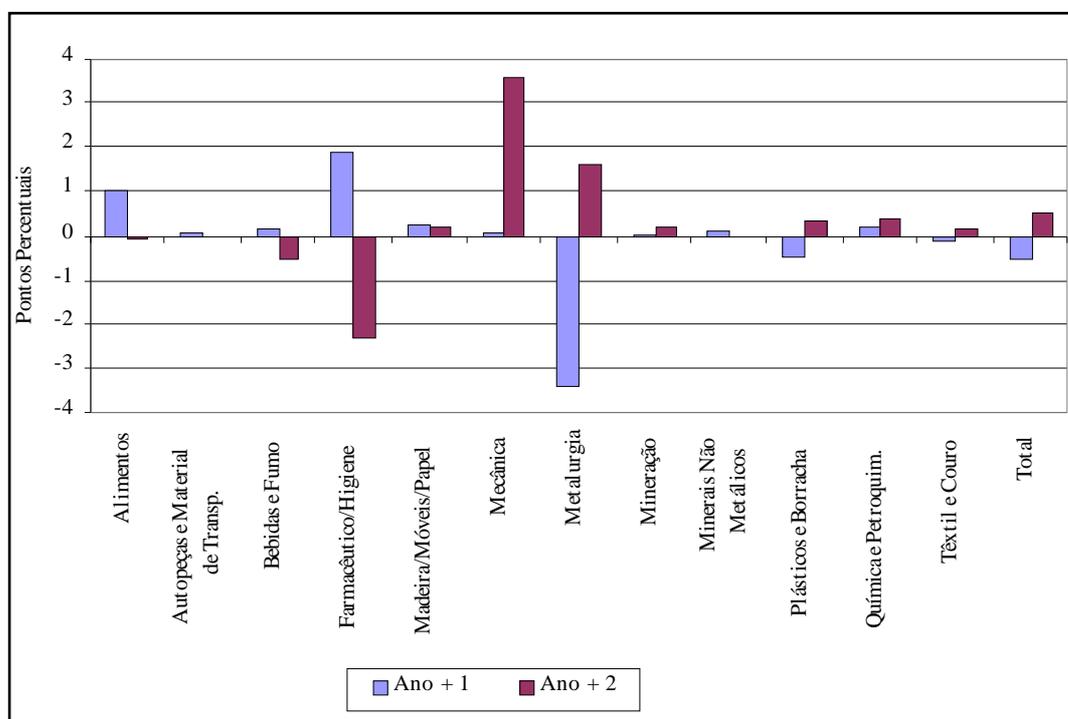


Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários Gazeta Mercantil, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

* Os dados sobre rentabilidade se referem à diferença entre a rentabilidade das empresas e à média da rentabilidade do setor onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

Os dados apresentados no gráfico 4 indicam que o desempenho produtivo das empresas, medido pela sua participação relativa em seus mercados de atuação, também não se altera significativamente no tempo. De fato, apenas nos casos de Mecânica, Papel & Madeira e Química & Petroquímica, a participação das empresas cresceu nos dois anos analisados. Isso gera novos subsídios para a não aceitação da hipótese levantada por Jensen (1988) a respeito da eficiência produtiva das empresas adquiridas. O desempenho pobre das empresas é constatado não só por seus resultados financeiros, como também pela participação relativa nos mercados onde atuam.

Gráfico 4 – Variação Média da Parcela de Mercado das Empresas por Setor



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

A explicação para o desempenho fraco das empresas após a aquisição está longe de ser óbvia. Contudo, ao contrário do que seria previsto por Jensen (1988), a ocorrência de desempenhos abaixo da média parece ser regra de acordo com a maior parte da literatura, conforme previamente colocado. As explicações da literatura internacional costumam associar o desempenho fraco das F&A após a transação à existência de comportamentos especulativos na bolsa de valores (Ravenscraft e Scherer 1987, Sirower 1997). Quatro explicações alternativas podem, no entanto, ser elaboradas.

A primeira está relacionada com os dados utilizados. No caso específico deste trabalho, deve-se ter consciência de um problema adicional. Os dados refletem o desempenho financeiro por apenas dois anos após a transação. Neste espaço de tempo, os efeitos das ações para a transformação produtiva por parte dos novos proprietários podem ainda não ter sido sentidos. Esse processo pode estar em curso, o que teria impacto negativo nos resultados financeiros da empresa. Esse elemento poderia ser uma das causas do fraco desempenho das empresas no período pós-aquisição. Os dados da tabela 4 apontam taxa de investimento das empresas recém adquiridas ligeiramente superior às médias de seus setores. As diferenças não são, entretanto, estatisticamente significativas.

Tabela 3 – Rentabilidade da Empresa Adquirida nos Dois Anos Posteriores à Transação, por Setor, entre 1990 e 1997*

Setor	RENTAB+1			RENTAB+2		
	N	Média da Diferença	Desvio Padrão da Diferença	N	Média da Diferença	Desvio Padrão da Diferença
Alimentos	13	3,26	17,88	12	- 5,58	10,78
Nacional	6	8,42	12,73	6	- 9,55	10,98
Estrangeira	7	- 1,16	21,34	6	- 1,61	9,86

Autopeças e Material de Transporte	13	- 8,58	28,05	10	- 21,69	55,30
Nacional	5	- 7,34	38,65	5	- 24,52	78,04
Estrangeira	8	- 9,36	22,21	5	- 18,86	27,77
Bebidas e Fumo	3	- 12,43	12,15	3	- 14,03	8,26
Nacional	1	- 19,30	0,00	1	- 15,60	0,00
Estrangeira	2	- 9,00	14,99	2	- 13,25	11,53
Eletroeletrônico	4	- 8,40	28,07	0	-	-
Nacional	0	-	-	0	-	-
Estrangeira	4	- 8,40	28,07	0	-	-
Farmacêutico/Higiene	5	6,96	12,30	5	- 14,24	35,51
Nacional	0	-	-	0	-	-
Estrangeira	5	6,96	12,30	5	- 14,24	35,51
Madeira/Móveis/Papel	4	13,33	17,09	2	2,30	9,05
Nacional	3	18,17	17,24	1	8,70	0,00
Estrangeira	1	- 1,20	0,00	1	- 4,10	0,00
Mecânica	4	- 14,00	22,06	3	- 6,63	6,85
Nacional	3	- 4,67	14,39	3	- 6,63	6,85
Estrangeira	1	- 42,00	0,00	0	-	-
Metalurgia	25	- 1,02	24,96	19	- 1,72	39,23
Nacional	11	- 0,13	14,57	10	- 9,23	53,33
Estrangeira	14	- 1,73	31,40	9	6,63	6,63
Mineração	4	7,95	6,37	3	18,87	8,45
Nacional	4	7,95	6,37	3	18,87	8,45
Estrangeira	0	-	-	0	-	-
Minerais Não Metálicos	1	11,60	0,00	1	- 10,10	0,00
Nacional	1	11,60	0,00	1	- 10,10	0,00
Estrangeira	0	-	-	0	-	-
Plásticos e Borracha	3	- 25,27	41,02	2	- 26,20	46,67
Nacional	2	- 1,60	2,26	2	- 26,20	46,67
Estrangeira	1	- 72,60	0,00	0	-	-
Química e Petroquímica	24	- 4,08	17,79	22	- 3,90	26,19
Nacional	16	- 7,11	20,97	16	- 3,15	28,51
Estrangeira	8	1,99	5,84	6	- 5,90	20,88
Têxtil e Couros	4	- 4,28	25,88	3	- 3,00	4,71
Nacional	3	4,50	23,30	2	- 1,15	4,88
Estrangeira	1	- 30,60	0,00	1	- 6,70	0,00
TOTAL	107	- 3,71	24,83	85	- 6,42	31,79
Nacional	55	- 0,48	19,77	50	- 7,15	37,85
Estrangeira	52	- 4,89	24,51	35	- 5,38	20,76

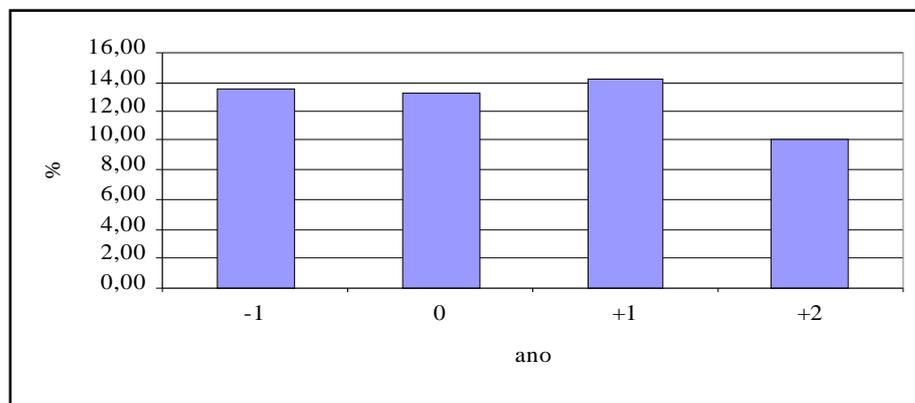
Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

* Os dados sobre rentabilidade se referem à diferença entre a rentabilidade das empresas e à média da rentabilidade do setor onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

Segundo, a não alteração do desempenho dessas empresas ao longo do tempo poderia ser consequência da manipulação dos resultados por parte da nova direção, transferindo para a empresa adquirida parte das dívidas assumidas na sua aquisição. Tal comportamento seria estimulado pela

presença de acionistas minoritários na empresa recém adquirida. A empresa adquirente estaria, neste caso, protegendo seus acionistas em detrimento dos acionistas que permaneceram na recém comprada unidade. A manutenção de contabilidade em separado, como é o caso de nossa amostra, poderia auxiliar esse procedimento. Os resultados gerais não permitem, no entanto, tal tipo de conclusão. De uma maneira geral o nível de endividamento do painel de empresas se mantém estável nos quatro anos analisados (gráfico 5).

Gráfico 5 – Grau de Endividamento das Empresas Adquiridas (Antes e Depois da Transação)*



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

* Os dados sobre endividamento se referem à diferença entre o endividamento das empresas e à média de endividamento do setor onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

Terceiro, a reestruturação produtiva pode envolver racionalização da produção, principalmente no caso de segmentos oligopolizados com demanda estagnada.¹² A consequência seria a perda de parcela de mercado por parte da empresa adquirida.¹³ O gráfico 4 não confirma nem

¹² Conversas com José Carlos Miranda, que entrevistou recentemente empresas que adquiriram plantas metalúrgicas, confirmam esta hipótese.

¹³ O fenômeno de perda de parcelas de mercado parece ser encontrado na literatura com bastante frequência e para séries bastante longas, como demonstra Mueller (1985). O que incomoda, neste caso, é o fato de a perda de parcela ser superior em transações conglomeradas quando comparadas com horizontais, pois esta última seria a mais

rejeita esta explicação. Na maior parte dos setores produtivos as variações são muito reduzidas e, em nenhum caso, significativas estatisticamente. Como consequência, pode-se pensar que ainda que não tenha resultado em desempenho superior, as transferências de propriedade não implicaram em perda de mercado.

Tabela 4 –(Investimento/Receita) da Empresa Adquirida no Ano da Transação e Dois Anos Posteriores, por Setor, entre 1990 e 1997*

	Investimentos no Ano 0			Investimentos no Ano 1			Investimentos no Ano 2		
	N	Média da Diferença	Desvio Padrão	N	Média da Diferença	Desvio Padrão	N	Média da Diferença	Desvio Padrão
	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)	(pontos percentuais)
Alimentos	11	0,12	0,19	12	0,06	0,19	11	0,06	0,15
Nacional	4	0,14	0,16	5	0,04	0,10	5	0,02	0,05
Estrangeira	7	0,11	0,21	7	0,08	0,24	6	0,10	0,20
Autopeças e Material de Transporte	15	0,02	0,11	15	0,03	0,10	10	0,00	0,10
Nacional	7	0,02	0,11	7	0,01	0,10	5	0,05	0,10
Estrangeira	8	0,03	0,12	8	0,04	0,11	5	- 0,05	0,08
Bebidas e Fumo	2	- 0,09	0,14	3	0,01	0,27	2	- 0,17	0,09
Nacional	0	-	-	1	- 0,10	0,00	1	- 0,11	0,00
Estrangeira	2	- 0,09	0,14	2	0,06	0,35	1	- 0,23	0,00
Eletroeletrônico	4	0,00	0,06	4	0,29	0,37	0	-	-
Nacional	0	-	-	0	-	-	0	-	-
Estrangeira	4	0,00	0,06	4	0,29	0,37	0	-	-
Farmacêutico/Higiene	4	0,03	0,03	3	0,01	0,04	2	- 0,02	0,10
Nacional	0	-	-	0	-	-	0	-	-
Estrangeira	4	0,03	0,03	3	0,01	0,04	2	- 0,02	0,10
Madeira/Móveis/Papel	3	- 0,08	0,50	3	- 0,09	0,24	2	0,10	0,19
Nacional	2	- 0,33	0,36	2	- 0,20	0,21	1	- 0,04	0,00
Estrangeira	1	0,42	0,00	1	0,12	0,00	1	0,23	0,00
Mecânica	4	0,07	0,12	3	0,18	0,39	1	- 0,02	0,00
Nacional	3	0,01	0,06	2	0,31	0,45	1	- 0,02	0,00
Estrangeira	1	0,24	0,00	1	- 0,08	0,00	0	-	-
Metalurgia	23	- 0,02	0,18	23	0,03	0,20	18	0,08	0,20
Nacional	10	- 0,07	0,11	10	- 0,01	0,15	8	0,14	0,28
Estrangeira	13	0,02	0,21	13	0,06	0,23	10	0,03	0,12
Mineração	5	- 0,13	0,12	4	0,16	0,54	3	- 0,05	0,08
Nacional	4	- 0,15	0,14	4	0,16	0,54	3	- 0,05	0,08
Estrangeira	1	- 0,07	0,00	0	-	-	0	-	-

propensa a racionamentos do tipo mencionado neste artigo.

Minerais Não	3	- 0,25	0,18	2	1,02	1,48	1	0,11	0,00
Metálicos									
Nacional	3	- 0,25	0,18	2	1,02	1,48	1	0,11	0,00
Estrangeira	0	-	-	0	-	-	0	-	-
Plásticos e	4	- 0,03	0,05	1	0,05	0,00	3	- 0,01	0,05
borracha									
Nacional	2	0,00	0,01	1	0,05	0,00	2	0,01	0,07
Estrangeira	2	- 0,05	0,06	0	-	-	1	- 0,03	0,00
Química e	27	- 0,02	0,26	26	0,05	0,31	20	- 0,08	0,29
Petroquímica									
Nacional	18	0,02	0,27	18	0,08	0,34	13	- 0,06	0,25
Estrangeira	9	- 0,08	0,24	8	0,00	0,25	7	- 0,11	0,38
Têxtil e Couros	4	- 0,05	0,16	4	0,11	0,35	2	0,23	0,39
Nacional	3	- 0,12	0,08	3	- 0,03	0,04	1	- 0,05	0,00
Estrangeira	1	0,17	0,00	1	0,26	0,53	1	0,50	0,00
TOTAL	108	- 0,01	0,20	103	0,08	0,32	75	0,01	0,21
Nacional	55	0,13	0,21	55	0,09	0,39	41	0,01	0,20
Estrangeira	53	0,05	0,20	48	0,06	0,22	34	0,01	0,23

Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários Gazeta Mercantil, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

* Os dados sobre a razão (investimento/receita) se referem à diferença entre a razão (Aquisições do Permanente/Receita Operacional Líquida) das empresas e à média da razão (Aquisições do Permanente/Receita Operacional Líquida) do setor onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

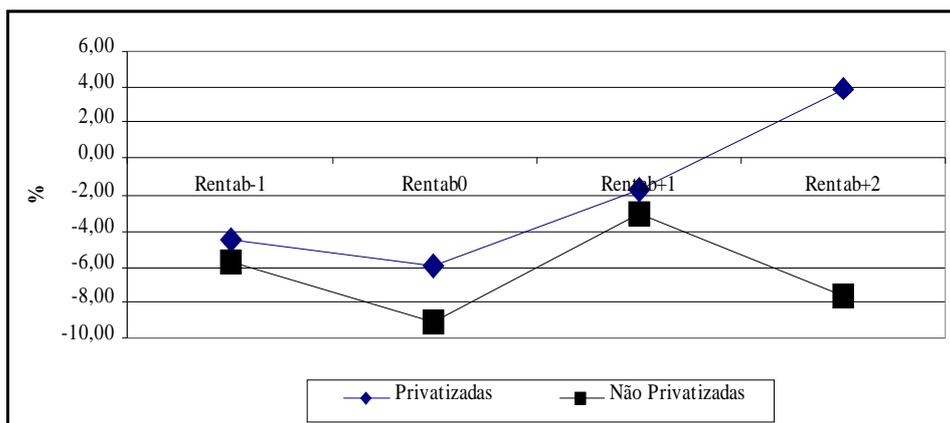
Quarto, as empresas estrangeiras podem estar apenas se posicionando no mercado interno, aguardando o momento de sua expansão mais acelerada. Assim, uma maneira alternativa de se entender o processo de F&A no Brasil é pela ótica da concorrência em oligopólios internacionais. Dois pontos interessantes podem ser ressaltados a este respeito. Primeiro, as empresas transnacionais (ETNs) que ainda não detêm experiência produtiva no país podem preferir ingressar nos mercados locais por intermédio de acordos de produção e/ou distribuição ou aquisição de empresas nacionais já existentes¹⁴. Segundo, na presença de fortes concorrentes em determinadas indústrias, a entrada de uma grande empresa pode provocar reações violentas por parte das empresas estabelecidas. A entrada por F&A, em contrapartida, na medida em que não é acompanhada de adição de capacidade pode ser um importante instrumento para facilitar a acomodação.

¹⁴ Ver Caves (1996) para uma reflexão a este respeito.

1. EMPRESAS PRIVATIZADAS: ALGUMAS ESPECIFICIDADES

As diferenças existentes entre Mineração e os demais setores convidam a análise das empresas de acordo com a estrutura proprietária de origem, se estatal ou privada. Os resultados mostram que as empresas privadas e estatais tinham inicialmente rentabilidades parecidas, com diferenças estatisticamente não significativas. No ano da transferência de propriedade, há uma redução da rentabilidade de ambos os tipos de empresa. Após a aquisição, as empresas que sofreram privatizações têm melhoria de desempenho nos dois anos analisados, enquanto as empresas que trocaram de propriedade dentro do setor privado incrementaram inicialmente seu desempenho financeiro para posteriormente piorar (gráfico 6). A diferença de desempenho dos dois tipos de empresa no ano +2 é estatisticamente significativa.¹⁵ Da mesma maneira, a diferença de desempenho das empresas privatizadas no ano +2 em relação ao ano -1 é também estatisticamente significativa.¹⁶ Logo, não só as empresas privatizadas melhoram seu desempenho financeiro em relação ao período em que eram estatais, como também têm resultado superior às demais empresas.

**Gráfico 6 – Rentabilidade das Empresas Adquiridas,
Segundo o seu Tipo de Capital de Origem ***



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999

¹⁵ Estatística t = 4,641.

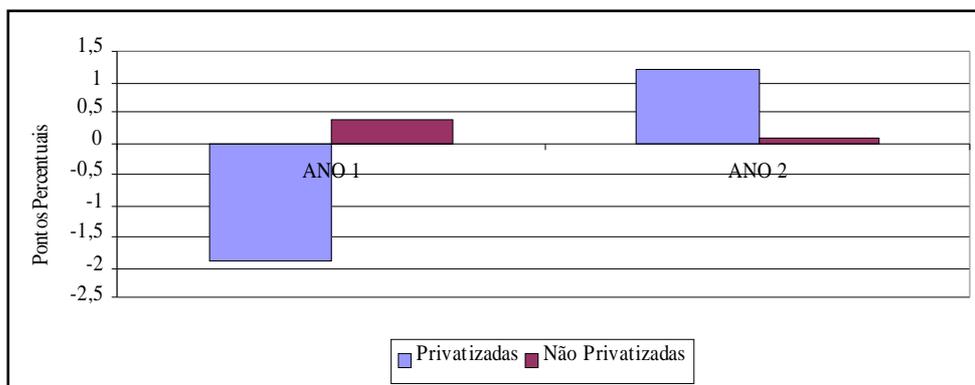
¹⁶ Estatística t = 2,193.

e da *Securities Data*.

* Os dados sobre rentabilidade se referem à diferença entre a rentabilidade das empresas e à média da rentabilidade dos setores onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

A mudança de propriedade parece ter surtido efeito nas empresas que foram privatizadas, ou seja, a alteração da função objetivo das empresas melhorou seu desempenho. A nova estrutura proprietária não parece, contudo, explicar o diferencial em relação à média da indústria e as demais empresas que sofreram aquisição, ou seja, por que o fato de ter sido estatal influencia particularmente o desempenho da empresa? Não se pode dizer que tais empresas tiveram um desempenho tão superior às demais empresas da amostra quando se refere à parcela de mercado. O gráfico 7 mostra que as empresas privatizadas sofreram pesadas perdas de fatias de mercado no primeiro ano após a privatização. Tal desempenho não é acompanhado pelas empresas de propriedade privada antes da transação. Ao contrário, elas tiveram um acréscimo de sua fatia de mercado. Ainda que no segundo ano as empresas privatizadas tenham aumentado suas parcelas de mercado, não se pode atribuir sua lucratividade superior ao desempenho de mercado.

Gráfico 7 – Variação Média da Parcela de Mercado Setorial das Empresas Adquiridas, Segundo o seu Tipo de Capital de Origem



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

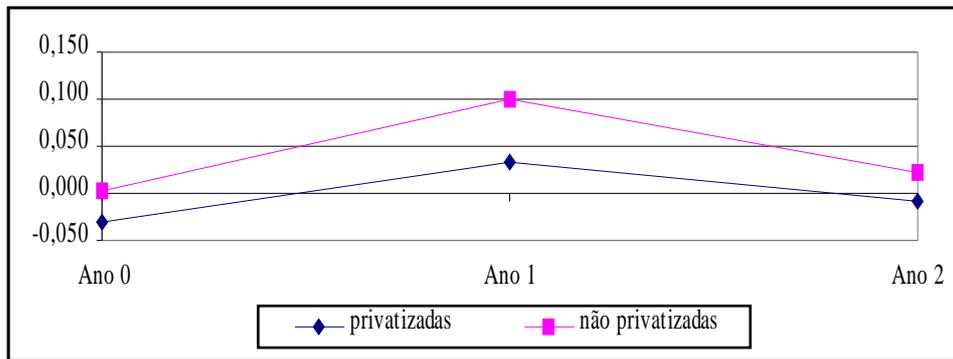
Dois argumentos podem permitir maior compreensão dos dados do gráfico 6 e, ao mesmo tempo, fornecer subsídios para o entendimento do desempenho global das empresas: (i) a eficiência produtiva, porém não financeira, das empresas estatais que foram privatizadas; e (ii) a forma como a reestruturação ordenada pela nova gerência ocorre nos dois tipos de empresas.

O primeiro argumento sugere que as empresas estatais detinham recursos produtivos mais eficientes do que as privadas que trocaram de propriedade, apenas suas gerências não perseguiram o lucro. De fato, a administração das empresas públicas estava contaminada por objetivos de políticas macroeconômica e industrial que podiam prejudicar o desempenho financeiro das empresas. Um exemplo clássico é a política de preços que muitas dessas empresas adotavam muitas vezes sem consistência frente à sua realidade de custos: siderurgias vendiam aço subsidiado para beneficiar indústrias de bens de consumo duráveis e o preço de transferência do nafta para as empresas petroquímicas tendia a ser substancialmente mais reduzido do que o presente no mercado internacional. Em simultâneo, os contratos de trabalho das empresas estatais detinham cláusulas tácitas de não demissão, os salários eram determinados sem referência no mercado de trabalho, cargos de direção podiam ser apontados por interesses políticos exógenos à empresa. São conhecidos os ajustes de preços realizados durante o período imediatamente anterior e posterior à privatização, ao mesmo tempo em que houve forte redução no emprego após a transferência de propriedade. Seguindo os dados indicados no gráfico 7 de redução da receita relativa e o conhecido ajuste de preços e redução de custos, os resultados de rentabilidade das empresas privatizadas parecem apontar para um aumento das margens de lucro do setor. Como consequência, após as privatizações, essas empresas estariam melhorando seu desempenho graças à sua capacitação acumulada e à alteração de sua função objetivo.

O segundo argumento se refere às necessidades do processo de reestruturação produtiva da empresa, que pode vir a requerer investimentos que poderiam impactar negativamente a rentabilidade da empresa, dada a necessidade de mobilização de recursos financeiros. Neste caso, as empresas privatizadas apresentariam menor necessidade de realizar investimentos, dada a sua atualização tecnológica em relação às demais empresas. Este tipo de comportamento pode ser observado no gráfico 8, que mostra que as empresas que foram privatizadas apresentaram uma taxa de investimento em relação à média de seus setores sempre inferior à mesma relação no caso das empresas que sofreram transferência de propriedade entre capitais privados.

Deve-se ressaltar ainda que o resultado apresentado no gráfico 8 também parece rejeitar a possibilidade de que a melhoria de desempenho da empresa estatal venha a ser consequência da formação de um mercado de capital interno à firma que propicie investimentos em capital específico por custo mais reduzido. Esta situação seria bastante provável no caso das empresas estatais que efetivamente encontravam problemas para financiamento de sua expansão. Contudo, os reduzidos investimentos realizados não parecem justificar esta idéia.

**Gráfico 8 –Investimento/Receita das Empresas Adquiridas,
Segundo o seu Tipo de Capital de Origem*.**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

* Os dados sobre a razão (investimento/receita) se referem à diferença entre a razão (Aquisições do Permanente/Receita Operacional Líquida) das empresas e à média da razão (Aquisições do Permanente/Receita Operacional Líquida) do setor onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

Os resultados gerais aqui apresentados sugerem que as empresas privatizadas tiveram uma postura defensiva no período analisado após a transferência de propriedade. Este comportamento se refletiria na elevação de suas margens de lucro e na contração de sua produção e de seus investimentos. Este cenário seria compatível com o estabelecimento de metas de curto prazo para atingir lucratividade alta, talvez em detrimento de posicionamento de longo prazo, para recuperação de recursos mobilizados nos consórcios adquirentes. Uma possível explicação para isso seria o desejo, em alguns casos, já observados, de reestruturação patrimonial dentro de alguns consórcios adquirentes. A compra de estatais seria, assim, para alguns participantes de consórcios, uma forma de valorização rápida de ativos.

3.4 ESTRANGEIRAS X NACIONAIS

As unidades adquiridas por empresas nacionais apresentam um desempenho da rentabilidade mais errático do que as adquiridas por estrangeiras, mas suas diferenças não são estatisticamente significativas e o resultado final do segundo ano é muito semelhante (tabelas 2 e 3).

Como pôde ser observado anteriormente, as empresas estrangeiras compram empresas, em média, mais lucrativas. As empresas compradas por nacionais, no ano da transação, apresentam a média da diferença de sua rentabilidade em relação à rentabilidade média de seus setores em – 18,67% contra – 5,24% das empresas estrangeiras. No entanto, a recuperação das empresas nacionais, no primeiro ano após a transação, é bastante forte, voltando a sofrer redução de sua rentabilidade no segundo ano.

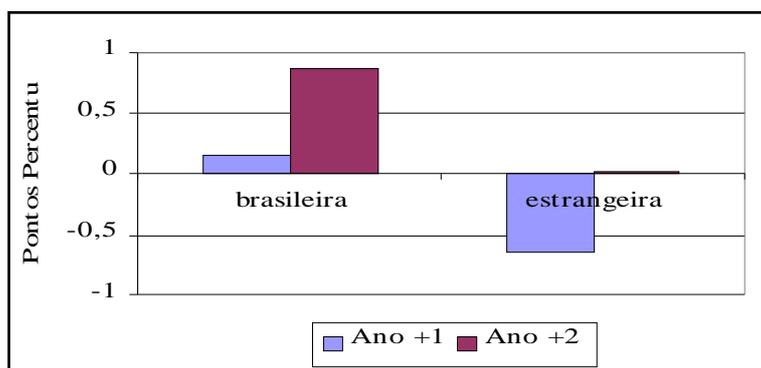
O gráfico 9 mostra que, no primeiro ano, houve ganhos de mercado por parte das unidades adquiridas por empresas nacionais, enquanto as parcelas de mercado de empresas adquiridas por estrangeiras sofreram, em média, redução. Este resultado pode ser conseqüência de dois conjuntos de elementos. Por um lado, os resultados podem estar indicando que as empresas nacionais, por terem maior conhecimento do mercado doméstico, tendem a apresentar respostas mais rápidas e adequadas aos desafios colocados. Esse efeito seria semelhante ao de aquisições feitas em novas linhas de negócios. Conforme colocado acima, Mueller (1985) encontra que F&A conglomeradas apresentam um pior desempenho do que F&A horizontais. Da mesma maneira, F&A envolvendo adquirentes menos atuantes no mercado interno relativamente a outros mercados tendem a ser menos eficientes. Por outro, eles podem sugerir uma postura mais defensiva por parte das empresas adquiridas por transnacionais. Estratégias defensivas podem estar relacionadas com o processo de concorrência de oligopólios internacionais. Conforme colocado acima, alguns elementos tendem a influenciar as estratégias das empresas:

- (i) a forte concorrência no cenário internacional em alguns dos setores pode induzir as empresas a se posicionarem no mercado global; e
- (ii) a entrada de novas empresas em mercados locais adicionando nova capacidade produtiva pode suscitar

reações das empresas estabelecidas. A entrada por F&A nestes casos pode ser uma importante alternativa para acomodação.

A presença de oligopólios internacionais, influenciando a atuação das empresas líderes nas transferências patrimoniais no Brasil, pode ser ilustrada pelo caso da indústria de eletrodomésticos de linha branca, onde a *Whirlpool* e a *Electrolux*, líderes e detentoras de importante parcela do mercado mundial, são as principais adquirentes no Brasil (ver Cunha 1999). O setor de Alimentos pode ilustrar a utilização de F&A como forma de acomodar a entrada. Neste caso, a *Nestlé* seria uma empresa estabelecida e a *Parmalat* a entrante com vigorosa estratégia de aquisição. Percebe-se que quase toda aquisição da *Parmalat* ocorreu em mercados em que a *Nestlé* era importante competidora. Dessa maneira, a alteração da capacidade produtiva não parece ter sido substantiva vis-à-vis as altas taxas de crescimento apresentado pelo setor. Ao mesmo tempo, não foi identificada reação agressiva por parte da firma estabelecida.

Gráfico 9 – Variação Média da Parcela de Mercado Setorial das Empresas Adquiridas, Segundo a Nacionalidade da Empresa Adquirente



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

De fato, os resultados de investimento apresentam pequena diferença,

não significativa estatisticamente, em favor das empresas nacionais. Como pode ser observado na tabela 4, as empresas adquiridas por nacionais apresentaram em média uma relação entre aquisição de ativo permanente e receita operacional líquida superior às empresas estrangeiras. A maior solidez financeira da empresa multinacional não se refletiu em uma tendência à expansão. Talvez, a racionalização da produção entre unidades distintas da mesma firma possa explicar tal tipo de comportamento, o que estaria em consonância com os dados do gráfico 9.

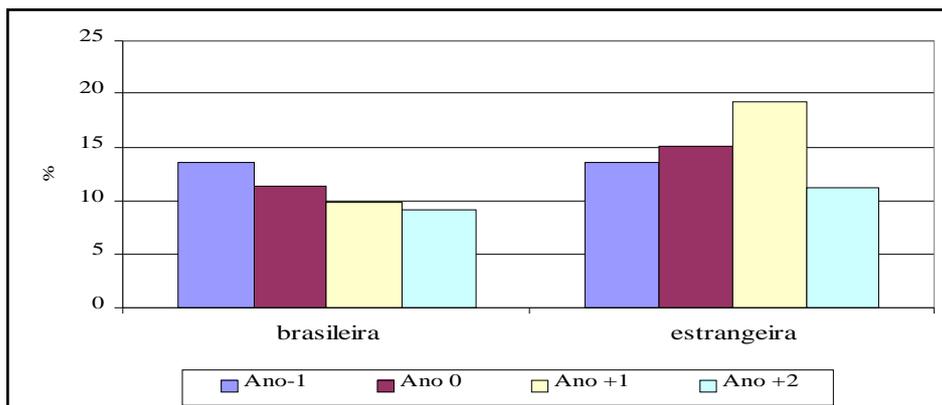
O gráfico 10 mostra que as empresas alvo adquiridas por empresa estrangeira apresentaram, em média, graus de endividamento superior aos das empresas nacionais. No ano imediatamente anterior à transação, os dois conjuntos de empresas tinham graus de endividamento bastante semelhantes. No entanto, após a aquisição, houve por parte das matrizes estrangeiras uma estratégia deliberada de endividamento. No ano posterior à transação, o grau de endividamento das empresas adquiridas por sócios estrangeiros é, em média, cerca de 18% superior ao de seus respectivos setores de atuação, enquanto que as empresas adquiridas por nacionais tinha grau de endividamento, em média, apenas 10% superior às empresas de seus setores. Esta diferença é significativa estatisticamente.¹⁷ É interessante notar que tal evidência entra em conflito com o menor nível de investimento realizado por empresas adquiridas por estrangeiras. Seria esperado que as empresas que apresentassem maior nível de investimento tivessem, como contrapartida, a maior parte de seus recursos comprometidos e, como consequência, um nível maior de endividamento. Isso seria ainda mais importante quando se leva em consideração que as empresas que mais investiram tinham matrizes nacionais e, por conseguinte, menor capacidade interna de endividamento. Dois tipos de explicação podem ser fornecidos para a maior propensão ao endividamento das empresas

¹⁷ Estatística- t igual a 1,69.

compradas por estrangeiras:

- (i) como empresas multinacionais têm maior acesso a empréstimos no exterior, elas apresentariam maior propensão ao endividamento por enfrentarem taxas de juro mais reduzidas no mercado externo; e
- (ii) conforme argumentado acima, um elevado grau de endividamento pode significar uma estratégia da empresa adquirente de proteção de seus acionistas em detrimento dos acionistas já estabelecidos que permaneceram na empresa adquirida.

Gráfico 10 – Grau de Endividamento das Empresas Adquiridas, por Nacionalidade da Empresa Adquirente*



Fonte: Elaboração própria a partir de dados dos Anuários *Gazeta Mercantil*, 1989 a 1999 e da *Securities Data*.

* Os dados sobre endividamento se referem à diferença entre o endividamento das empresas e à média de endividamento do setor onde as mesmas operam, nos respectivos anos de análise.

No primeiro caso acima, haveria um comportamento mais agressivo por parte das empresas; no segundo, ao contrário, o elevado grau de endividamento seria indicativo de uma postura defensiva quanto aos seus acionistas. No geral, os dados parecem confirmar a idéia de que essas empresas estão apenas se posicionando no mercado brasileiro à espera

de futura expansão.

4. Conclusão

Os resultados apresentados neste trabalho chamam a atenção para importantes aspectos da discussão a respeito de F&A. Conforme foi comprovado em estudos de outros países, principalmente dos EUA, as empresas adquiridas têm desempenho bastante pobre após a transação. Os resultados apresentados neste trabalho sugerem não haver diferenças significativas no desempenho econômico- financeiro após a transação das empresas. A substituição da gerência já estabelecida não parece levar, como sugerido por Jensen e seus colegas, a resultados mais eficientes em termos de lucratividade e participação no mercado. Este ponto pode suscitar algumas dúvidas sobre o papel da reestruturação patrimonial no processo de transformação produtiva no país. Aparentemente, dois anos após as aquisições não se pode identificar um maior vigor por parte das empresas.

A mudança patrimonial ocorrida com as privatizações parece, no entanto, ter fornecido bons resultados financeiros. Este parece ser o único caso de confirmação da hipótese traçada por Jensen e seus colegas. De fato, a redefinição de objetivos dos acionistas implicou em um substantivo aumento na rentabilidade das empresas. Conforme colocado acima, no entanto, restam dúvidas se a melhoria financeira das empresas foi consequência apenas da mudança na perseguição do lucro ou também da reforma produtiva nas empresas.

No caso de mudanças de nacionalidade, os resultados do trabalho não permitem otimismo a respeito do papel do capital estrangeiro. As empresas transnacionais adquirentes não melhoram seu desempenho. De uma maneira geral, seu desempenho não se distingue ou é inferior, ao

das empresas nacionais que se encontravam na mesma situação. Isso parece indicar que as F&A serviram muito mais como uma forma de posicionamento das empresas transnacionais em um mercado que promete expansão. Pode-se, então, sugerir que duas condições devem ser preenchidas para que as empresas transnacionais venham a exercer um papel mais presente no cenário de crescimento nacional. Primeiro, o país ou o seu setor de atuação deve apresentar perspectivas de expansão da demanda; segundo, o investimento adicional tem que se justificar dentro da ótica de expansão do oligopólio internacional em que as empresas se inserem.

5. Referências Bibliográficas

Balanço Anual da **Gazeta Mercantil** – várias edições.

BNDES (1999) – Sistema de Informações /Programa Nacional de Desestatização.

BONELLI (2000) Fusões e Aquisições no Mercosul. **IPEA, Texto para Discussão** no. 718.

CHANDLER (1990) **Scale and Scope**. Cambridge: Harvard University Press.

FERRAZ & IOOTTY (2000) Fusões e Aquisições e Internacionalização Patrimonial no Brasil nos Anos 90. In: MOTTA VEIGA (org) **O Brasil e a Economia Global na Virada do Milênio**. São Paulo: Relume Dumará.

HOLMSTROM, B. e TIROLE, J. (1989) The Theory of the Firm. In:

SCHMALENSEE, R. e WILLIG, R. (orgs.) **Handbook of Industrial Organization** Vol. I, p. 61- 134.

JARRELL *et al.* (1988) The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. **Journal of Economic Perspectives** 2:49- 68.

JENSEN (1988) Takeovers: Their Causes and Consequences, **Journal of Economic Perspectives** 1: 21- 48.

_____. (1989) Eclipse of the Public Corporation, **Harvard Business Review** 5: 61- 74.

MILGROM, P. e ROBERTS, J. (1990) Bargaining Costs, Influence Costs and the Organization of Economic Activity. In: ALT, J. E SHEPSLE (org.) **Perspectives on Positive Political Economy**. Cambridge, Cambridge University Press.

- _____. (1992) **Economics, Organization and Management**. Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- MIRANDA & MARTINS (1998) **Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil**, *mimeo*.
- MIRANDA & TAVARES (1999).
- MUELLER (1986) **Profits in the Long Run**. Cambridge: Cambridge University Press.
- RAVENSCLAF & SCHERER (1987) **Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency**. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- RODRIGUES (1999), R. **Empresas Estrangeiras e Fusões e Aquisições: O Caso da Indústria de Autopeças e de Alimentação/Bebidas em Meados da Década de 90**. Brasília, IPEA, Texto para Discussão n. 622.
- SCHERER & ROSS (1990) – **Industrial Market Structure and Economic Performance** 3.a ed. Boston: Houghton Mifflin.
- SCHERER (1988) Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments. **Journal of Economic Perspectives** 2:69- 82.
- SCHMALENSEE, R. (1989) Inter-industry studies of structure and performance. In: SCHMALENSEE, R. E WILLIG, R. (orgs.) **Handbook of Industrial Organization** Vol II, 951- 1010.
- SIROWER (1997) **The Sinergy Trap**. New York: The Free Press.