

Decisões de investimento e indicadores contábeis: uma análise da condição financeira e do IDE das transnacionais mais relevantes para o Brasil

Silas Thomaz da Silva *
Marcelo Sartorio Loural **

Resumo: O presente trabalho se propõe a analisar, a partir de uma perspectiva minskyana, os impactos da crise mundial recente sobre as decisões de grandes transnacionais em realizar IDEs. Para tanto, recorre-se à análise dos demonstrativos contábeis (balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício e demonstrativo de fluxo de caixa) e indicadores financeiros construídos a partir destes de 13 empresas que estão entre as que mais anunciaram a realização de IDE no Brasil entre 2006 e 2010. Conclui-se que, conforme esperado, tais empresas assumiram posições mais líquidas em resposta à crise, porém sem afetar significativamente seus projetos de investimento no Brasil.

Palavras-chave: IDE. Indicadores contábeis. Crise.

Classificação JEL: G11, F21.

Abstract: This paper aims to analyze, from a minskyan perspective, the impacts of the recent global crisis on the decisions of large TNC son investing abroad through flows of FDI. To this end, we analyze the financial statements (balance sheet, statement of income and statement of cash flow) and financial indicators constructed from them for 13 companies among the ones that have announced more FDI projects in Brazil between 2006 and 2010. It was concluded that, as expected, these companies take more liquid positions in response to the crisis, but without significant effects on its investment projects in Brazil.

Keywords: FDI. Financial statements. Crisis.

1. Introdução

Seguindo uma abordagem keynesiana, entende-se que o investimento é uma variável fundamental para o crescimento da economia e geração de empregos. Apesar de ser objeto de estudos no campo da macroeconomia, a dimensão microeconômica do investimento também merece atenção do debate acadêmico.

De acordo com a própria abordagem de Keynes, o investimento é resultado de uma decisão empresarial quanto à forma de valorização da riqueza. A ampliação da capacidade produtiva é uma das formas de ampliação da riqueza privada, aliada a outros tipos de ativos como os financeiros. Além dessas formas, os recursos podem ser mantidos também em sua forma líquida, ou seja, em dinheiro.

Seguindo Keynes, Minsky adiciona o lado dos passivos à discussão, partindo da ideia de que as escolhas de ativos envolvem conjuntamente uma decisão de como financiar tais ativos. Dessa maneira, os fluxos gerados pelos ativos devem ser suficientes para se honrar os compromissos financeiros assumidos para financiar os ativos. De acordo com o autor em questão, a comparação

* Doutorando em Economia pelo IE/Unicamp e bolsista CNPq.

** Doutorando em Economia pelo IE/Unicamp e bolsista CAPES.

entre os fluxos gerados pelos ativos e os fluxos de pagamento relacionados ao passivo pode levar a empresa a uma situação de fragilidade financeira.

Partindo das decisões referentes à alocação de ativos, especialmente relativas ao investimento produtivo, financiamento desses ativos e da ideia de fragilidade financeira, este trabalho se propõe a analisar alguns aspectos referentes a empresas transnacionais que anunciaram investimentos *greenfield* no Brasil entre 2006 e 2010. A delimitação do período se deu para que se possa identificar possíveis mudanças de comportamento no contexto da crise internacional que explodiu em 2008/2009. Já a amostra de empresas foi escolhida a partir daquelas que mais anunciaram projetos de IDE no Brasil no referido período. Dentre essas empresas foram escolhidas aquelas que dispunham de mais informações para a totalidade do período ou que possuíssem maior detalhamento na divulgação dos demonstrativos financeiros (balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício e demonstrativo de fluxo de caixa). Assim, o trabalho se divide em quatro seções, além desta introdução. Na seção 2 realizar-se-á uma abordagem sobre a dinâmica do IDE e sua interação com a crise econômica, além da apresentação da metodologia de escolha das empresas a serem estudadas. Na terceira seção, será apresentada a análise dos indicadores extraídos dos demonstrativos financeiros, dividindo-se em ativos e liquidez, endividamento e estrutura de capital e postura e fragilidade financeira. Na seção 4 será realizada uma avaliação dos investimentos efetivamente realizados frente aos anunciados. Por fim, nas considerações finais estabelecer-se-á relações entre os indicadores e os investimentos anunciados e realizados.

2. Investimento Direto Estrangeiro

2.1. A dinâmica do IDE e algumas conexões com a crise de 2008/09

Como já salientado, na teoria keynesiana o investimento é uma variável-chave do desenvolvimento não apenas do ponto de vista macroeconômico (pelo seu impacto na demanda agregada) como também do ponto de vista microeconômico, pois é o termômetro da expectativa do empresário sobre a dualidade de ou optar por liquidez ou decidir pela possibilidade de rendimentos futuros.

Dentro de uma perspectiva de concorrência capitalista em patamar global, sobretudo após o período de globalização produtiva, é importante destacar duas coisas. A primeira em relação ao agente protagonista do investimento. Nesta configuração, a figura do empresário keynesiano cede lugar à grande empresa transnacional. Em segundo lugar, dentro da atividade empresarial, para além do questionamento “investir ou não?”, uma vez tendo como protagonista a grande empresa transnacionalizada, existirá também o questionamento de onde realizar o seu investimento. Logo, a atividade produtiva dinamizadora das economias-nacionais será, em parte, delimitada pelas decisões

de investimento das grandes empresas transnacionais, por meio da realização de investimento direto estrangeiro (IDE).

Em relação à teoria sobre os determinantes deste fluxo de capital, tem-se uma extensa bibliografia, a qual não se pretende explicitar em detalhes neste trabalho. Entretanto, cabe ressaltar que por muito tempo a discussão girou em torno de fatores internos ou externos às empresas. Dunning (1973) foi um autor cujo intento foi o de estabelecer uma teoria abrangente. O autor propõe uma formulação que apresenta três condicionantes para o IDE: a propriedade (O), fatores locais (L) e a internalização (I). O fator O representa a posse de vantagens pertencentes à empresa, o fator L significa as vantagens existentes nos possíveis destinos do investimento e o fator I exprime justamente a relação entre os dois primeiros fatores no sentido de que a manutenção de vantagens de propriedade se dá por se prescindir operação de mercado e se optar pelo IDE. Sua análise é tida como um novo paradigma na medida em que engloba teorias concorrentes. Justamente por essa característica, a formulação de Dunning ficou conhecida como abordagem eclética. Para o autor, a tentativa de entender porque o desempenho de subsidiárias americanas na Inglaterra era superior as concorrentes domésticas, mas inferior a matriz americana, culminou em sua teoria.

De fato, a teoria de Dunning é abrangente. No entanto, também possui as suas limitações. Uma delas, por exemplo, é a realização de IDE justamente para se adquirir um ativo específico que, por exemplo, confira vantagens de propriedade ao seu dono. Dunning (2001, p.182) reconhece que com o passar do tempo absorveu críticas a sua teoria e aponta em que direção ela pode ser ampliada. Nesse sentido, em relação ao presente trabalho, a teoria do autor não contempla as influências existentes nos fluxos de IDE provenientes de fatores sistêmicos, tal como a crise econômica mundial de 2008/09 na qual os Estados Unidos foram o epicentro.

Esta crise econômica teve um forte impacto nos fluxos de IDE. De forma agregada, os fluxos tiveram uma brusca queda de 2008 para 2009, com montantes de US\$ 1,82 trilhão e US\$ 1,22 trilhão, respectivamente. Posteriormente a essa queda os fluxos anuais foram, continuamente, recuperando-se até atingir, em 2011, US\$ 1,65 trilhão, o que podia ensejar uma tendência de recuperação dos investimentos internacionais. Entretanto, para além do fato de que, em 2012, os fluxos diminuíram novamente (US\$ 1,35 trilhão), a sua análise agregada não é suficiente para exprimir os impactos da crise. Neste sentido, a análise desagregada do IDE, que é passível de se realizar sobre a forma de Fusão e Aquisição ou de investimentos *greenfield*, contribui para um melhor entendimento das consequências da crise nas decisões/estratégias das empresas transnacionais.

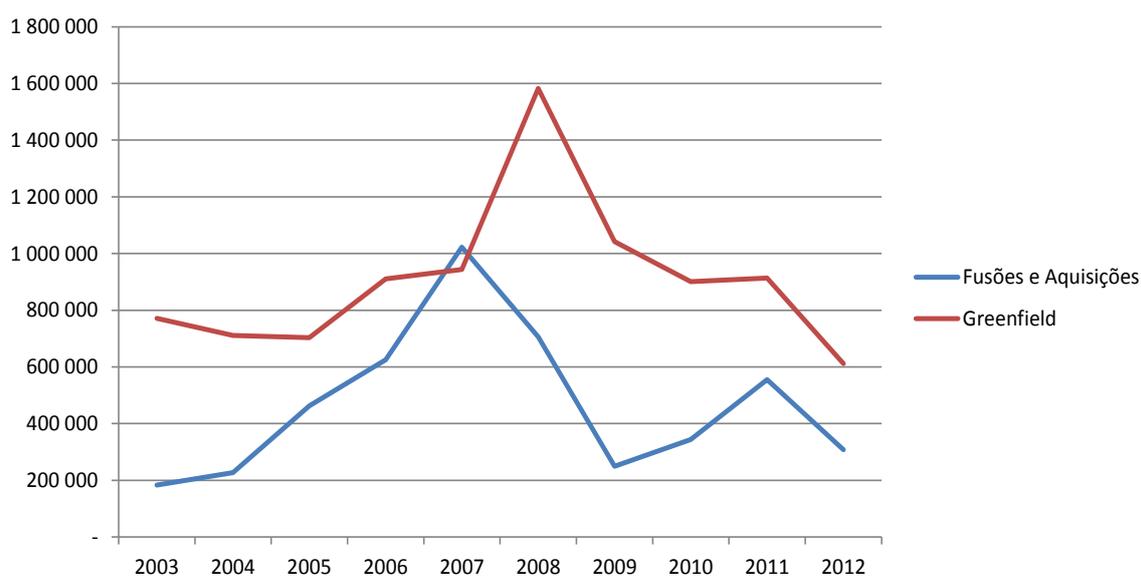
A apresentação da composição do IDE mundial (Gráfico 1) explicita como os efeitos deletérios da crise de 2008 ainda não foram superados. Ao contrário do contexto de recuperação dos

investimentos internacionais, que vinha se desenhando desde 2010, em 2012 os fluxos de IDE arrefeceram e com uma estrutura característica de período pós-crise, na qual, em função das baixas expectativas de crescimento e da tendência de baixa nos preços dos ativos em geral, espera-se o IDE na modalidade fusão e aquisição (F&A) crescendo de importância relativamente ao do tipo *greenfield*.

Neste sentido, desde 2008 é perceptível a tendência de queda nos fluxos do tipo *greenfield*, o que se acentuou em 2012, de modo a este ano se tornar o de menor realização de IDE, desde 2003, nesta modalidade. Por sua vez, o IDE por fusão e aquisição esteve em uma trajetória de crescimento de 2009 a 2011, inclusive, mais que compensando, para este período, a queda registrada no IDE por *greenfield*. Entretanto, em 2012, o montante dos processos de fusão e aquisição também apresentou decréscimo em relação ao ano anterior, embora o número de projetos não tenha caído tanto quanto o volume – o que implica um valor médio menor por projeto.

Cabe ainda a ressalva de que os dados aqui apresentados sobre IDE *greenfield* tratam-se de uma proxy dos valores reais, já que eles compreendem os valores de anúncio de investimentos ao invés dos valores efetivados dos investimentos. Entretanto, por se tratarem de anúncios, eles apontam não apenas consequências de curto prazo para a realização, mas também parte dos fluxos de alguns anos posteriores, uma vez que um investimento, a depender de sua indústria, pode perdurar por um período superior a um ano. Outro fator interessante dos anúncios é que esses, em alguma instância, também explicitam a expectativa das empresas quanto ao futuro da economia, e mais especificamente da demanda de seus produtos.

Gráfico 1 – Composição do IDE mundial, 2003-2012 (US\$ bilhões)



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

A análise da composição sem um recorte regional, todavia, pode esconder diferentes dinâmicas. De fato, existem diferentes trajetórias no pós-crise. Grosso modo, em relação às Economias Desenvolvidas, tem-se um padrão no qual o IDE por fusão e aquisição, por um lado, seguiu a tendência mais geral no IDE mundial, com recuperação a partir de 2010 e queda brusca em 2012, e por outro, o IDE *greenfield* foi constantemente declinante. Para as Economias em Desenvolvimento, grosso modo, as trajetórias de recuperação seguida de queda ou apenas de queda foram bastante semelhantes as das Economias Desenvolvidas. Entretanto, as variações foram de diferentes proporções. Enquanto para as Economias em Desenvolvimento os fluxos, de 2008 para 2012, caíram pela metade, para as Desenvolvidas, os fluxos de 2008 foram 2,2 vezes superiores aos de 2012. Com relação aos investimentos *greenfield*, para as Economias em desenvolvimento, os fluxos, para o mesmo período, se reduziram a um terço do valor no período inicial, enquanto que, para as Economias Desenvolvidas, os fluxos se reduziram pela metade.

Tabela 1 – Fluxo de IDE recebido por modalidade, participação relativa das regiões e países selecionados (US\$ bilhões)

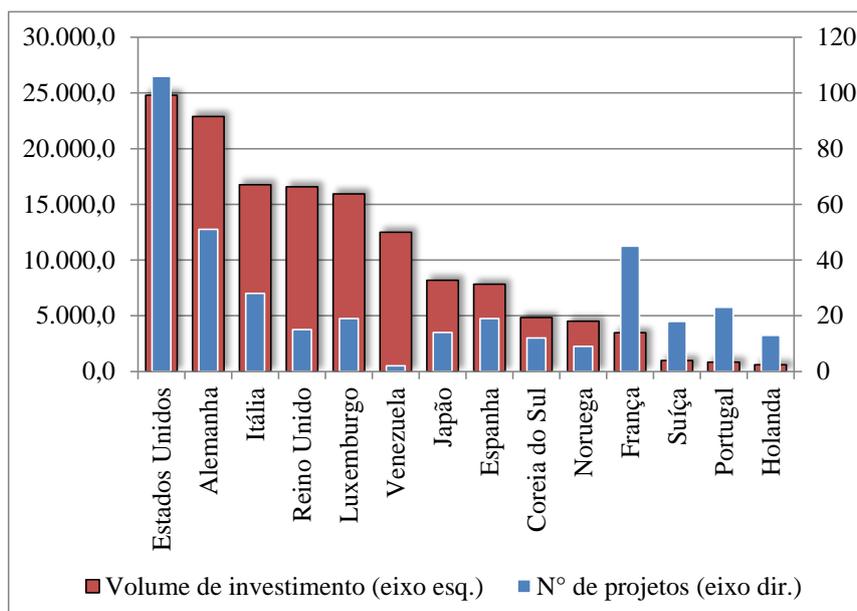
	Fusões e Aquisições					Greenfield				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
Mundo	706,5	249,7	344,0	555,1	308,1	1.582,1	1.041,9	901,1	913,8	612,1
Economias Desenvolvidas	581,4	203,5	257,1	433,8	260,3	462,7	318,2	301,1	294,6	225,5
Economias em Desenvolvimento	104,8	39,1	82,4	88,5	49,3	994,8	665,3	544,3	559,7	346,1
Ásia	68,9	38,3	36,9	59,8	29,5	619,3	447,3	332,9	335,0	232,1
China	5,4	10,9	6,3	11,8	10,0	155,6	135,6	118,1	120,0	93,1
Hong Kong	8,7	3,0	12,2	2,2	2,8	130,5	116,8	97,2	100,6	73,8
Índia	10,4	6,0	5,5	12,9	2,5	79,1	57,2	52,0	48,9	30,9
América do Sul e Central	15,4	-4,4	28,4	20,1	21,1	145,6	120,5	120,1	138,5	65,7
Brasil	7,6	-1,4	8,9	15,1	16,4	48,3	40,3	44,0	62,9	26,4
México	2,3	0,1	8,0	1,2	0,3	34,9	25,0	14,7	18,7	11,8
Rússia	13,5	5,1	3,1	29,5	0,2	60,3	31,3	34,5	22,8	18,5

Fonte: Unctad. Elaboração própria.

Do ponto de vista dos fluxos inter-regionais, o que se pôde perceber, sobretudo em relação ao IDE do tipo *greenfield*, foi um aumento das relações sul-sul, na qual países em desenvolvimento aumentaram seus investimentos em outros países em desenvolvimento, ao passo que os países desenvolvidos perderam participação no total do IDE realizado nos países em desenvolvimento, seja por redução de seus investimentos, seja, inclusive, pela realização de desinvestimentos. Segundo WIR (2013), a queda observada para as Economias Desenvolvidas se deve ao ambiente de incerteza presente nas empresas Transnacionais cujas matrizes se encontram nestas Economias. De acordo com esse relatório, esse ambiente de incerteza impulsiona estas empresas a optarem por uma postura *wait-and-see* na qual elas tendam a aguardar por um período para a realização de novos investimentos ou para desinvestir nos ativos estrangeiros que possuem.

Isso pode se tornar um fator de preocupação para o Brasil, uma vez que grande parte do IDE do tipo *greenfield* anunciado para este país é proveniente de Economias Desenvolvidas, sobretudo dos Estados Unidos e de países europeus. Para se ter uma ideia, o único país em desenvolvimento que está entre os 14 maiores investidores no Brasil, em termos de valor de IDE *greenfield*, para o período entre 2003 e 2012, é a Venezuela (Gráfico 2).

Gráfico 2 – Principais origens de IDE anunciado para o Brasil entre 2003 e 2012 (US\$ milhões e quantidade de projetos)



Fonte: fDiIntelligence do The Financial Times Ltd. Elaboração própria.

Nesse sentido, o objetivo do presente trabalho, será aprofundar esta análise no intuito de entender melhor quais são as consequências da crise de 2008/09 para o Brasil do ponto de vista da estratégia das empresas transnacionais mais relevantes para este país. Optou-se pelo estudo das empresas mais importantes em relação ao investimento do tipo *greenfield*, uma vez que esta modalidade de IDE implica em um encadeamento/impulso maior na economia, sobretudo em relação à formação bruta de capital fixo. Para tanto, segue na próxima subseção a forma de seleção das empresas a serem estudadas.

2.2. Metodologia de escolha das empresas analisadas

A escolha das empresas que fazem parte da análise do presente trabalho partiu da busca pelas empresas mais relevantes para o Brasil do ponto de vista de suas estratégias para com este país. Para tanto, foram utilizadas informações do Financial Times Ltd, a partir de sua base de dados fDiMarkets (www.fdimarkets.com). Nesta base são registradas as intenções de IDE e não os valores

de investimento realizado. No entanto, dado o extenso rastreamento de sites de empresas, de revistas e de outras fontes, além da contínua atualização de dados já imputados, pode-se dizer que essa base se configura em uma proxy interessante do volume de IDE a ser realizado no curto prazo. Tanto o é, que a UNCTAD disponibiliza, em seus relatórios anuais de investimento (*World Investment Reports*), dados provenientes do fDiMarkets.

A seleção do número de empresas analisadas foi determinada por dois critérios: a quantidade de projetos de IDE-*greenfield* anunciada entre os anos 2003 e 2012 e o volume de investimento para o mesmo período - ambos em relação a fluxos destinados ao Brasil. O critério estabelecido foi o de que fariam parte da amostra as empresas que tivessem anunciado, no intervalo analisado, dez ou mais projetos de IDE ou que totalizassem, em seus anúncios, o valor de US\$ 3 bilhões ou mais (independentemente do número de projetos). Acredita-se que, com esses dois critérios, seja possível estabelecer um grupo, por um lado heterogêneo, com empresas atuando em diferentes indústrias, e, por outro, homogêneo, no sentido de que todas transnacionais escolhidas, em algum grau, entendem o Brasil como um país importante em suas estratégias. Foram excluídas das amostras empresas que não realizam atividade industrial, como as do setor financeiro e algumas grandes varejistas, por exemplo. Em um primeiro recorte, dezesseis empresas entraram na amostra apenas pelo critério do número de projetos, quatorze apenas pelo critério de volume de investimento e cinco por ambos, totalizando uma amostra de 35 transnacionais. Seguem abaixo as empresas selecionadas.

Tabela 2 – Empresas selecionadas para análise

Empresas selecionadas						
Por número de projetos		Por volume		Por número de projetos e volume		
Nome	Nº de projetos	Nome	Volume (US\$ bilhões)	Nome	Nº de projetos	Volume (US\$ bilhões)
Sonae	23	ThyssenKrupp (TK)	17,7	Arcelor Mittal	19	15,9
IBM	21	Petroleos de Venezuela	12,5	Fiat	24	10,8
Nestlé	18	JFE Holdings	7,2	Telefônica	19	7,8
Siemens	15	Anglo American	7,0	General Motors	19	5,2
Cargill	14	Telecom Itália	6,0	Volkswagen	18	3,4
AkzoNobel	13	Mir Steel UK (Alpha Steel)	5,0			
GE	13	NorskHydro	4,5			
Honda	12	Alcoa	4,0			
PRR AS	12	Dongkuk Steel Mill	4,0			
Rhodia	12	British Petroleum (BP)	3,8			
Accor	11	Rexam	3,5			
BASF	11	Chevron Corporation	3,4			
Samsung	11	Archer Daniels Midland	3,3			
Renault	11	Nucor	3,0			
Bunge	10					
Ford	10					

Fonte: fDiIntelligence do The Financial Times Ltd.

Entretanto, dado o histórico de anúncio destas empresas, foi necessário um segundo recorte, uma vez que parte destas empresas não anunciou intenção de investimento em um período próximo ao da crise econômica e que o intuito do presente trabalho é justamente averiguar os impactos da crise na estratégia de empresas que possuem intenção de investir no Brasil. Neste sentido, a redução da amostra foi de 35 para 13 empresas. Continuaram como parte da amostra as empresas: Anglo American, Basf, Bunge, Honda, IBM, JFE, Nucor, Renault, Siemens, Sonae, Telefônica, ThyssenKrupp e Volkswagen. Na seção 3 pretende-se averiguar o impacto da crise econômica de 2008/09 nos balanços destas empresas a fim de entender a sua capacidade de financiamento para, na seção 4 buscar a existência (ou não) de uma relação entre a mudança desta capacidade e a realização dos projetos de IDE anunciados antes e durante o período de crise.

3. Análise dos indicadores

Nesta seção serão apresentados alguns indicadores calculados a partir dos demonstrativos financeiros (balanços patrimoniais, demonstrações do resultado do exercício – DRE - e demonstrativos de fluxo de caixa - DFC) das 13 empresas selecionadas. Pretende-se entender algumas decisões dessas empresas, que anunciaram projetos de investimento no Brasil, com relação à alocação de ativos, estrutura de financiamento e sua postura e fragilidade financeira frente a um contexto de crise econômica internacional.

3.1. Ativos e liquidez

Considerando o cenário de crise econômica internacional, em muitos casos as empresas acabam revendo decisões tomadas anteriormente com relação às suas escolhas de ativos. Certamente tais decisões não são balizadas somente por esse contexto, levando em conta também características do setor e da concorrência. Contudo, espera-se que as empresas, em um cenário de elevada incerteza, optem por maior liquidez em seus portfólios.

O índice apresentado na Tabela 3 mostra a participação das disponibilidades (caixa e equivalentes) no ativo total. Tal índice pode ser considerado como uma *proxy* do quanto as empresas mantêm seus recursos na forma de liquidez imediata. Considerando 2008 e 2009 como os anos de crise mais aguda, observa-se que sete (BASF, JFE, Renault, Siemens, Telefônica, ThyssenKrupp e Volkswagen) das 13 empresas listadas aumentaram a proporção das disponibilidades significativamente em 2008 e/ou 2009. No entanto, grande parte delas reverteu tal tendência já em 2010, ano ainda marcado pela crise e pela incerteza. Uma notável exceção a esse padrão foi a Anglo America, que segue até 2009 com um padrão semelhante ao observado nos anos anteriores e aumenta consideravelmente a proporção das disponibilidades no ano de 2010.

Outro aspecto que se nota na Tabela 3 é que algumas empresas trabalharam praticamente o período todo com uma elevada proporção de disponibilidades (acima de 10%). Esse é o caso de IBM e Nucor. Siemens e ThyssenKrupp apresentaram grandes oscilações. No entanto, uma conclusão a respeito dessa observação poderia ser precipitada, pois se deve levar em conta características do setor de atuação de cada empresa. Nesse sentido, pode-se dizer que Renault e Volkswagen, duas empresas do setor automobilístico, aumentaram muito a proporção de disponibilidades em 2009 e a mantiveram elevada em 2010. A Honda, por sua vez, apresentou queda neste indicador em 2009 para aumentá-lo em 2010.

Tabela 3 – Participação das disponibilidades no ativo total (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	6,46	6,99	5,57	4,90	11,37
Basf	1,84	1,64	5,46	3,58	2,51
Bunge	2,54	4,46	4,96	2,50	2,22
Honda	nd	7,86	8,33	5,84	9,63
IBM	7,77	12,45	11,63	11,17	9,40
JFE	0,90	1,17	1,14	5,04	0,80
Nucor	9,96	14,19	16,97	16,04	9,52
Renault	8,73	6,92	3,22	12,54	14,30
Siemens	11,67	4,37	7,30	10,70	13,72
Sonae	nd	nd	nd	nd	nd
Telefônica	1,54	4,78	4,28	8,43	3,25
ThyssenKrupp	12,44	9,61	6,54	12,93	7,73
Volkswagen	6,86	6,96	5,64	11,59	9,36

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

A busca por ativos mais líquidos, ou no caso demonstrado pelo ativo mais líquido, em alguns casos pode não ser apenas uma decisão estratégica frente a um cenário incerto, mas resultado da necessidade de fazer frente a compromissos de curto prazo. A Tabela 4 mostra o índice de liquidez corrente para as 13 empresas selecionadas no período de 2006 a 2010. Tal índice, dado pela relação do ativo circulante pelo passivo circulante, indica se os compromissos de curto prazo poderiam, caso necessário, ser liquidados pelos ativos de curto prazo.

Tabela 4 – Liquidez corrente

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	1,35	0,85	0,67	1,54	1,82
Basf	1,32	1,51	1,31	1,68	1,60
Bunge	1,86	1,64	1,63	1,90	1,58
Honda	nd	1,21	1,12	1,09	1,35
IBM	1,11	1,20	1,15	1,36	1,19
JFE	1,04	1,02	1,13	1,36	1,43
Nucor	3,22	3,21	3,45	4,22	3,90
Renault	1,04	0,96	0,79	0,95	1,02
Siemens	1,28	1,09	1,02	1,20	1,22
Sonae	nd	0,77	0,66	0,63	0,67
Telefônica	0,67	0,74	0,72	0,88	0,63
ThyssenKrupp	1,45	1,43	1,27	1,32	1,16
Volkswagen	1,14	1,22	1,18	1,12	1,12

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Observa-se que mesmo aumentando a proporção das disponibilidades sobre o ativo total, algumas empresas apresentaram queda em seu índice de liquidez corrente em 2008 e/ou 2009. Esse foi o caso de Basf, Renault, Siemens, ThyssenKrupp e Volkswagen. Nota-se que em diversos casos a liquidez corrente das empresas cai em 2008, em virtude dos impactos mais abruptos da crise, mas se eleva em 2009, possivelmente por conta de um ajuste realizado com maior planejamento. É importante ressaltar que uma liquidez corrente menor que um indica que os ativos circulantes da empresa não seriam suficientes para honrar seus compromissos de curto prazo. Anglo American e Renault se encontram nessa situação entre 2007 e 2009 e Sonae e Telefônica durante todo o período analisado.

Uma vez abordada a questão da liquidez, cabe também uma breve análise do ativo imobilizado, que representa efetivamente a capacidade produtiva da empresa. A Tabela 5 mostra a participação do imobilizado sobre o ativo total das empresas selecionadas. Percebem-se efetivamente poucas mudanças de tendência a partir da crise. Algumas empresas, inclusive, mostram tendência de aumento da participação do imobilizado a partir de 2008 (são os casos de Anglo American, Bunge e ThyssenKrupp). Como o imobilizado se relaciona a decisões de longo prazo, muitas vezes tomadas antes dos sinais da crise se tornarem evidentes, pode-se dizer que tal comportamento é esperado. Portanto, para as empresas que aumentaram sua proporção de disponibilidades, o ajuste se deu às custas de outros ativos, sejam circulantes ou realizáveis a longo prazo, que não o imobilizado.

Chamam atenção também na Tabela 5 os dados referentes às automobilísticas. As três empresas do setor (Honda, Renault e Volkswagen) apresentam uma proporção do imobilizado

relativamente pequena, chegando no máximo a 20%. Essa observação indica que tais empresas possuem diversas frentes de atuação, não se restringindo à produção de automóveis.

Tabela 5 - Participação do imobilizado sobre o ativo total (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	50,55	52,58	59,40	59,72	62,51
Basf	32,90	30,37	29,56	31,76	29,03
Bunge	24,02	19,17	19,62	25,12	20,43
Honda	nd	17,27	17,45	18,17	17,94
IBM	13,99	12,52	13,06	12,99	12,42
JFE	50,34	46,91	44,21	42,58	45,94
Nucor	36,23	32,90	29,78	31,93	27,67
Renault	19,12	19,14	20,08	19,22	16,41
Siemens	3,87	5,05	5,73	11,93	11,43
Sonae	nd	29,28	25,84	24,28	23,55
Telefônica	31,10	30,67	30,58	29,59	27,59
ThyssenKrupp	23,50	24,78	29,12	33,34	37,34
Volkswagen	14,89	13,30	13,77	13,80	12,96

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Se com relação ao imobilizado não foram observadas grandes diferenças no contexto da crise, o mesmo não se pode dizer a respeito da rentabilidade, mais especificamente do retorno sobre o ativo (ROA). De acordo com as informações expressas na Tabela 6, apenas duas empresas, IBM e Telefônica, não mostraram queda relevante de rentabilidade no ano de 2009. Nucor, Renault e ThyssenKrupp apresentaram, inclusive, rentabilidade negativa no referido ano. As demais se mantiveram com certa rentabilidade, porém em patamares inferiores aos de 2006 a 2008. Anglo American, Basf e Bunge, contudo, já mostraram uma significativa recuperação em 2010, voltando aos níveis anteriores à crise.

Tabela 6 – Retorno sobre o ativo – ROA (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	13,76	13,69	12,30	3,64	11,62
Basf	7,10	8,69	5,73	2,75	7,67
Bunge	3,89	4,05	6,55	1,57	9,18
Honda	nd	4,26	4,03	0,44	1,63
IBM	9,19	8,65	11,26	12,31	13,07
JFE	8,98	7,74	6,28	4,49	1,17
Nucor	22,29	14,98	13,20	-2,34	0,96
Renault	4,27	4,01	0,94	-4,80	0,50
Siemens	3,47	4,41	6,23	2,63	3,96
Sonae	nd	nd	nd	nd	nd
Telefônica	5,72	8,41	7,60	7,19	7,83
ThyssenKrupp	4,77	5,75	5,47	-4,53	2,12
Volkswagen	2,01	2,84	2,79	0,51	3,62

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Desta breve análise do ativo das 13 empresas selecionadas extrai-se que muitas delas aumentaram a liquidez de seus portfólios, com um crescimento da proporção das disponibilidades em seus ativos. A incerteza fortemente presente em um cenário de crise aliada à necessidade de fazer frente às obrigações de curto prazo assumidas são fatores que podem induzir a tal comportamento. Os impactos da crise foram evidenciados pela queda de rentabilidade sobre o ativo demonstrada por quase todas as empresas da amostra. Entretanto, poucos impactos foram percebidos com relação à parcela ocupada pelo imobilizado dentro do ativo total dessas empresas.

3.2. *Endividamento e estrutura de capital*

De acordo com a abordagem minskyana, toda decisão de alocação de ativos em um portfólio traz consigo uma decisão de igual ou maior importância que é a de como tais ativos serão financiados. No momento das tomadas de decisão, as unidades econômicas precisam levar em conta que os fluxos gerados por seus ativos devem ser suficientes para o pagamento das dívidas assumidas. Dessa forma, a análise da estrutura de financiamento das empresas torna-se algo de grande relevância.

O primeiro passo na análise do financiamento é a identificação da estrutura de capital da empresa, entendida como a proporção do capital próprio (patrimônio líquido - PL) e do capital de terceiros (passivo) no total das fontes de financiamento. Na Tabela 7 podemos observar a participação do capital de terceiros (a participação do capital próprio é complementar). Percebe-se que dentre as empresas selecionadas apenas a Nucor apresenta uma proporção menor que 50% para o capital de terceiros em todo o período analisado. A Anglo American parece adotar o mesmo padrão, com exceção dos anos de 2008 e 2009. Por outro lado, Telefônica, ThyssenKrupp, Sonae e

IBM apresentam cerca de $\frac{3}{4}$ de sua estrutura de capital composta por capital de terceiros. Cabe ressaltar que três delas (Telefônica, Sonae e IBM) são empresas que concentram suas principais atividades no setor de serviços.

Tabela 7 – Participação do capital de terceiros no total das fontes de financiamento (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	41,64	45,65	56,26	57,89	32,57
Basf	58,98	57,06	63,19	63,70	61,85
Bunge	57,64	60,45	59,82	51,31	51,72
Honda	nd	62,76	63,98	65,05	61,68
IBM	72,39	76,36	87,71	79,13	79,58
JFE	63,90	64,33	65,67	68,05	63,83
Nucor	38,80	47,97	42,85	39,67	47,34
Renault	69,40	67,64	69,58	74,25	67,54
Siemens	70,42	67,64	71,02	71,25	71,70
Sonae	nd	77,04	78,61	77,50	75,35
Telefônica	81,65	78,41	80,42	77,55	75,59
ThyssenKrupp	75,02	72,56	73,57	76,56	76,24
Volkswagen	80,26	78,03	77,73	78,87	75,57

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

O caso da IBM chama atenção por um motivo em especial. Observa-se em 2008 um aumento substancial na proporção do capital de terceiros, resultado de uma queda relevante do patrimônio líquido da empresa. Em 2007 seu PL era de mais de 28 bilhões de dólares e em 2008 ficou em cerca de 13 bilhões, caindo para menos da metade de seu valor no ano anterior¹. Nas demais empresas, poucas mudanças foram observadas quanto à estrutura de capital no contexto da crise.

Já as informações expostas na Tabela 8 apontam algumas mudanças relevantes face à crise. O indicador mostrado na referida tabela se refere somente ao chamado passivo oneroso, composto principalmente por empréstimos bancários. O que se indica na tabela é a porcentagem desse endividamento oneroso que se caracteriza como obrigações de curto prazo. Observa-se que sete (Anglo American, Basf, Bunge, IBM, Renault, Siemens e ThyssenKrupp) das 13 empresas reduziram substancialmente seu endividamento de curto prazo em proporção ao endividamento oneroso total. A maior parte delas apresentou um aumento desse indicador em 2010, contudo, o comportamento da Bunge chama bastante atenção, pois o valor observado em 2010 (quase 48%) supera em muito os anos anteriores à crise.

¹ Fonte: IBM Annual Report (2008).

Tabela 8 – Endividamento de curto prazo como proporção do endividamento total (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	32,46	71,03	48,47	10,47	11,42
Basf	38,96	31,16	42,88	16,03	22,40
Bunge	17,51	24,46	15,38	5,16	47,74
Honda	nd	39,91	47,88	46,90	31,55
IBM	39,25	34,69	33,12	15,97	23,68
JFE	1,63	2,61	1,18	0,65	0,60
Nucor	0,00	1,01	0,28	0,06	0,31
Renault	40,62	21,89	47,48	29,71	39,05
Siemens	14,22	36,37	11,31	3,55	12,13
Sonae	nd	10,87	16,81	16,16	12,75
Telefônica	14,19	12,95	15,23	16,17	15,95
ThyssenKrupp	22,23	22,68	30,53	4,09	17,19
Volkswagen	51,10	49,45	52,07	52,33	51,75

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Outras empresas que apresentam valores chamativos são JFE e Nucor, que tem uma proporção extremamente pequena, quase insignificante, de endividamento oneroso de curto prazo.

Outro indicador utilizado a respeito da estrutura de capital, mais ligado ao financiamento do ativo imobilizado é o de imobilização do patrimônio líquido, exposto na Tabela 9. Tal indicador mostra o quanto do PL da empresa está comprometido com o financiamento do ativo imobilizado. Nos casos em que o valor é maior que 100%, há uma parcela do imobilizado que está sendo financiada por capital de terceiros. Em tese, as empresas buscariam uma relação mais baixa de imobilização do PL a fim de reduzir sua necessidade de capital de terceiros para o financiamento de outros ativos, como os componentes do ativo circulante.

Tabela 9 – Imobilização do patrimônio líquido (%)

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	86,62	96,73	135,80	141,83	92,70
Basf	80,21	70,73	80,29	87,51	76,10
Bunge	56,70	48,48	48,83	51,59	42,31
Honda	nd	46,37	48,44	52,00	46,82
IBM	50,66	52,97	106,24	62,25	60,83
JFE	139,45	131,52	128,75	133,28	127,02
Nucor	59,19	63,23	52,11	52,92	52,55
Renault	62,48	59,16	66,02	74,64	50,55
Siemens	13,07	15,59	19,77	41,50	40,38
Sonae	nd	127,55	120,83	107,92	95,52
Telefônica	169,43	142,07	156,15	131,84	113,00
ThyssenKrupp	94,06	90,32	110,18	142,25	157,12
Volkswagen	75,45	60,55	61,84	65,31	53,06

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Na Tabela 9 percebe-se que algumas empresas (Anglo American, JFE, Sonae, ThyssenKrupp e Telefônica) apresentam este indicador maior ou muito próximo a 100%. Destas empresas, Anglo American e ThyssenKrupp aumentaram essa relação no período da crise, enquanto Sonae e Telefônica aparentemente buscaram diminuí-la.

Chama atenção também o caso da IBM, que teve a imobilização de seu PL na casa dos 50% ou 60%, mas com um valor muito elevado em 2008 (106%). Isso se deve, como expressado anteriormente, pela desvalorização do PL da referida empresa no ano em questão. De modo semelhante, porém em proporções muito menores, a Siemens apresenta até 2008 valores baixíssimos de imobilização do PL, que são mais que duplicados em 2009. Nesse caso, a variação se dá pelo aumento do ativo imobilizado, não pela redução do PL, corroborando a informação exposta na Tabela 3.

Sabe-se que indicadores como este podem variar de acordo com a estrutura do setor em que a empresa atua. Dessa forma, comparando as empresas automobilísticas, percebe-se que a Honda mantém cerca de 50% de seu PL imobilizado, enquanto Renault e Volkswagen mantém esta taxa entre 60% e 70%. Esta última, contudo, reduziu este valor para 53% no último ano analisado.

Prosseguindo com a análise dos passivos, a Tabela 10 mostra o Grau de Alavancagem Financeira (GAF) para as 13 empresas selecionadas. Esse indicador é dado pela divisão do ROE² pelo ROI³. Se o resultado dessa divisão for positivo, ou seja, se o ROE for maior que o ROI, pode-se dizer que a empresa apresenta alavancagem financeira positiva. Ou seja, a empresa tem acesso a um financiamento relativamente barato que permite aumentar o retorno sobre seu patrimônio. Observa-se na Tabela 9 que praticamente todos os valores expostos para o GAF são superiores a um, exceto o apresentado pela Renault em 2008 (0,97), pela ThyssenKrupp em 2010 (0,83), pela Volkswagen em 2009 (0,88) e pela Bunge também em 2009 (0,74). Percebe-se que todos esses valores são posteriores à crise.

² ROE: return on equity ou retorno sobre o patrimônio líquido. É dado pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido.

³ ROI: return on investment ou retorno sobre o investimento. É dado por (lucro líquido + despesas financeiras líquidas)/(PL + passivo oneroso).

Tabela 10 – Grau de Alavancagem Financeira

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	1,09	1,19	1,44	1,14	1,21
Basf	1,51	1,50	1,78	1,80	1,66
Bunge	1,05	1,09	1,13	0,74	1,23
Honda	nd	1,67	1,72	1,31	1,65
IBM	1,74	2,11	3,35	2,08	2,18
JFE	1,59	1,52	1,59	1,78	1,32
Nucor	1,19	1,44	1,39	1,41	1,59
Renault	1,29	1,16	0,97	2,10	0,62
Siemens	1,59	1,52	1,59	0,91	1,15
Sonae	nd	nd	nd	nd	nd
Telefônica	3,95	3,36	3,72	3,34	2,93
ThyssenKrupp	1,01	1,03	1,06	3,65	0,83
Volkswagen	2,02	2,01	2,06	0,88	1,99

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Ainda com relação ao GAF, destaca-se neste indicador o desempenho da IBM, que, com exceção de 2006, apresentou valores superiores a dois, indicando uma alavancagem financeira bastante positiva. Melhor desempenho ainda apresenta a Telefônica, com valores superiores ou muito próximos a três em todos os anos selecionados.

Quanto à estrutura de financiamento das empresas selecionadas pode-se dizer, portanto, que houve uma forte preocupação em fugir dos compromissos onerosos de curto prazo, embora não tenham ocorrido mudanças significativas nas estruturas de capital. Além disso, mesmo com grande parte das empresas financiando mais da metade de seus ativos com a utilização de capital de terceiros, o que se observou foi que estas conseguiram uma alavancagem positiva, potencializando o retorno sobre seu patrimônio.

3.3. Postura e fragilidade financeira

O último ponto analisado aqui a respeito dos indicadores oriundos dos demonstrativos financeiros das 13 empresas selecionadas diz respeito à sua postura financeira, partindo da tipologia criada por Minsky⁴. O referido autor entende que qualquer decisão referente à alocação de ativos em um portfólio vem associada a uma decisão de como financiar tais ativos. Dessa forma, os fluxos de renda gerados pelos ativos devem ser suficientes para fazer frente aos compromissos financeiros assumidos, caso contrário a empresa estará frágil financeiramente.

Levando em conta os recebimentos e pagamentos, Minsky desenvolve uma tipologia dos fluxos de caixa. Uma determinada unidade econômica se encontra em situação *hedge* quando os

⁴ A tipologia aqui apresentada pode ser encontrada em diversos trabalhos do referido autor. Adotamos como referência Minsky (2010).

fluxos gerados por seus ativos são suficientes para o pagamento de suas obrigações financeiras, entendidas como juros e amortizações. Se os fluxos gerados forem insuficientes para o pagamento das amortizações, mas conseguirem honrar o pagamento dos juros, a postura desta unidade econômica recebe a denominação de *speculative*. Por fim, se os fluxos gerados forem insuficientes para os pagamentos de juros, levando muitas vezes à necessidade de refinanciamento para o pagamento de suas obrigações de prazo mais curto, a postura financeira desta empresa é classificada como *ponzi*.

É importante ressaltar que tais posturas se referem a um determinado momento no tempo, podendo se alterar em virtude de algum acontecimento interno ou externo à empresa. Por exemplo, em um cenário de crise os bancos tendem a preferir mais liquidez, isto é, cobrar juros mais elevados para concessão de empréstimos. Essa mudança de comportamento dos bancos pode alterar a postura financeira das empresas, que podem passar de *hedge* para *speculative* ou ainda *ponzi*.

As tabelas 11 e 12 apresentam-se de forma complementar na análise da postura financeira das empresas selecionadas. Na Tabela 11 é apresentado o índice de fragilidade financeira, dado pela relação dos serviços financeiros (juros acrescidos das amortizações) pelos fluxos gerados (a *proxy* aqui utilizada é o EBITDA⁵). Quando este índice apresentar um valor menor que um, a empresa não se encontra, no momento analisado, em condição de fragilidade financeira, ou seja, pode-se dizer que sua postura no momento seja *hedge*. Percebe-se que antes de 2008 nenhuma empresa dentre as que possuem informações disponíveis encontrava-se em situação de fragilidade. A única exceção foi a Volkswagen em 2006. Em 2008 e/ou 2009, contudo, diversas empresas passaram a se encontrar frágeis financeiramente. IBM e JFE seriam as únicas exceções, que não se mostraram frágeis em nenhum dos anos analisados.

⁵ Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

Tabela 11 – Índice de fragilidade financeira

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	0,38	0,26	0,27	1,67	0,28
Basf	nd	nd	nd	nd	nd
Bunge	0,41	0,79	1,32	2,45	0,79
Honda	nd	0,60	0,61	1,51	1,32
IBM	0,31	0,76	0,64	0,75	0,44
JFE	0,65	0,46	0,60	0,48	0,78
Nucor	nd	nd	nd	nd	nd
Renault	0,16	0,21	0,00	7,71	0,25
Siemens	nd	nd	nd	0,63	0,38
Sonae	nd	nd	nd	nd	nd
Telefônica	nd	nd	nd	nd	nd
ThyssenKrupp	0,39	0,34	0,30	-6,89 ⁶	0,75
Volkswagen	1,29	0,85	0,87	1,98	0,97

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Entretanto, o índice de fragilidade financeira por si só não indica com precisão a postura financeira segundo a tipologia de Minsky. Para tanto, utilizando metodologia inspirada em Bacic (1990), pode-se identificar com mais clareza tais posturas. Partindo das definições dadas acima para as posturas financeiras, o que se adotou neste trabalho foi considerar como *hedge* a empresa que, em cada ano, apresentou o EBITDA maior que o montante gasto com juros e amortizações. Foi considerada *speculative* a empresa que obteve um EBITDA maior que as despesas com juros, porém menor que a soma dos juros com as amortizações. Por fim, nos casos em que as despesas com juros excederam o EBITDA considerou-se que a empresa encontrava-se em situação *ponzi*⁷.

Na Tabela 12 observa-se claramente que todas as empresas que apresentaram índice de fragilidade financeira menor que um foram classificadas como *hedge*. Nota-se também que das oito empresas com informações disponíveis apenas três (IBM, JFE e Siemens) permaneceram *hedge* em 2009, ano de auge da crise.

⁶ O valor negativo aparece aqui por conta do EBITDA negativo apresentado pela empresa neste ano.

⁷ A metodologia adotada aqui é distinta da apresentada em Bacic (1990) para que pudéssemos identificar as posturas do maior número possível de empresas, dadas as informações presentes nos relatórios anuais.

Tabela 12 – Posturas financeiras segundo tipologia de Minsky

	2006	2007	2008	2009	2010
Anglo American	H	H	H	S	H
Basf	nd	nd	nd	nd	nd
Bunge	H	H	S	S	H
Honda	nd	H	H	S	S
IBM	H	H	H	H	H
JFE	H	H	H	H	H
Nucor	nd	nd	nd	nd	nd
Renault	H	H	H	P	H
Siemens	nd	nd	nd	H	H
Sonae	nd	nd	nd	nd	nd
Telefônica	nd	nd	nd	nd	nd
ThyssenKrupp	H	H	H	P	H
Volkswagen	S	H	H	S	H

Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Chamam bastante atenção os casos da Renault e da ThyssenKrupp que foram *hedge* durante praticamente todo o período e em 2009 se tornaram *ponzi*, sem sequer passar pela posição de *speculative*.

Portanto, a análise das posturas e da fragilidade financeira leva a uma conclusão importante: o argumento de Minsky a respeito da possibilidade de mudança na postura em virtude de acontecimentos externos à empresa, como uma crise econômica internacional, pode ser observado na prática. Observou-se também que empresas em situação *hedge* podem chegar a *ponzi* de um ano para o outro, principalmente por conta de uma redução drástica nos fluxos gerados, como foi o caso de ThyssenKrupp e Renault.

4. Efetivação dos Investimentos

Esta seção imbuí-se, primeiramente, de mostrar um panorama, em termos agregados, do que ocorreu no Brasil em relação à entrada de IDE nos últimos anos. Em segundo lugar, objetiva-se apresentar informações que suportem (ou não) as expectativas de realização de investimento das empresas tratadas na seção 3, pautadas na análise de seus indicadores contábeis.

Nesse sentido, observa-se que do ponto de vista agregado, a crise econômica mundial não teve impactos contínuos no Brasil no sentido de deprimir os fluxos de IDE direcionados a esse país. Na verdade, é possível dizer que o impacto negativo foi momentâneo, pois, em 2008, o total de IDE recebido no Brasil totalizou um montante próximo a US\$ 45 bilhões – valor superior ao montante de 2009, mas inferior aos anos de 2010 a 2012. Não cabe no escopo deste trabalho enveredar nos fatores que explicam esta dinâmica do IDE no Brasil. No entanto, grosso modo, pode-se dizer que,

em sua maioria, os fluxos direcionados a este país buscaram recursos naturais e mercados (em função do crescente mercado consumidor e da perspectiva de crescimento econômico).

Tabela 13 – Entrada de IDE no Brasil, por região (US\$ milhões e %)

	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Total	31 679	52 583	69 530	60 543	100%	100%	100%	100%
Estados Unidos	4.902	6.144	8.909	12.310	15,5%	11,7%	12,8%	20,3%
Países Baixos	6.515	6.702	17.582	12.213	20,6%	12,7%	25,3%	20,2%
Luxemburgo	537	8.819	1.867	5.965	1,7%	16,8%	2,7%	9,9%
Chile	1.027	941	830	2.013	3,2%	1,8%	1,2%	3,3%
Suíça	380	6.445	1.194	4.333	1,2%	12,3%	1,7%	7,2%
Japão	1.673	2.502	7.536	1.471	5,3%	4,8%	10,8%	2,4%
Espanha	3.424	1.524	8.593	2.523	10,8%	2,9%	12,4%	4,2%
França	2.141	3.479	3.086	2.155	6,8%	6,6%	4,4%	3,6%
Canadá	1.372	751	1.789	1.950	4,3%	1,4%	2,6%	3,2%
Reino Unido	1.032	1.030	2.749	1.978	3,3%	2,0%	4,0%	3,3%
Alemanha	2.473	538	1.125	826	7,8%	1,0%	1,6%	1,4%
Itália	232	300	457	986	0,7%	0,6%	0,7%	1,6%
Portugal	384	1.203	491	551	1,2%	2,3%	0,7%	0,9%
Coréia do Sul	132	1.045	1.075	875	0,4%	2,0%	1,5%	1,4%
Bélgica	93	75	420	656	0,3%	0,1%	0,6%	1,1%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

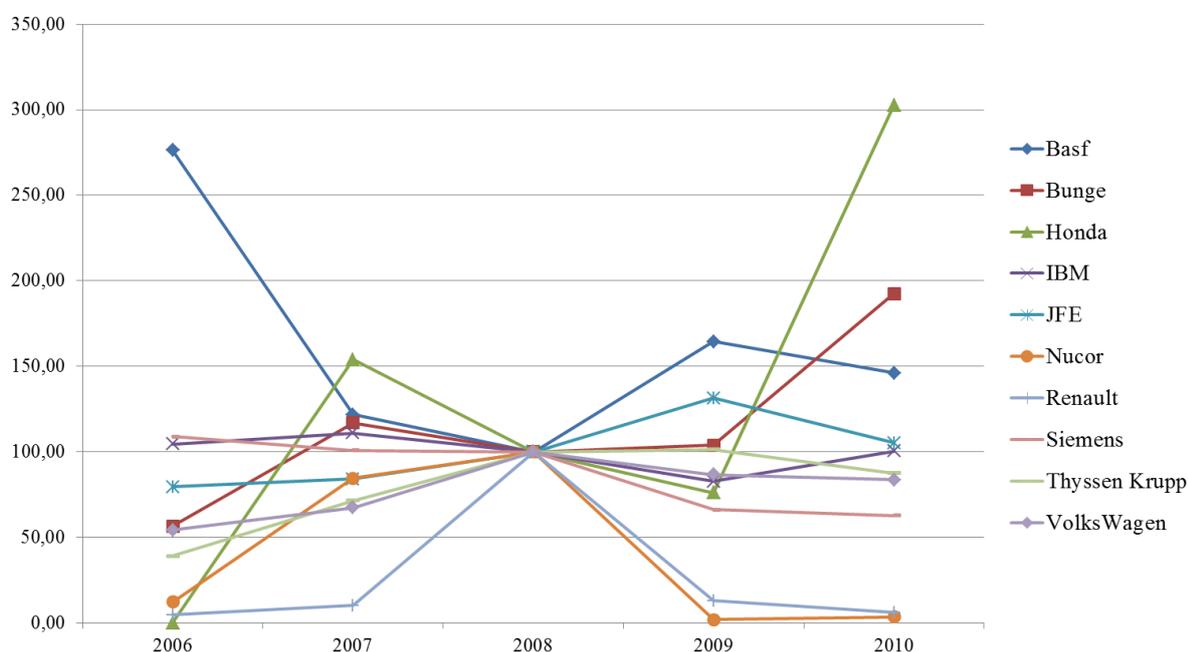
Traçando um paralelo da Tabela 13 com o Gráfico 2, observa-se que dos 14 países no gráfico, que indica os países que mais anunciaram IDE do tipo *greenfield* para o Brasil entre 2003 e 2012, 12 constam na Tabela 13, apenas não estando presentes Venezuela e Noruega. Tal informação é um indício de que existe uma conexão entre os investimentos anunciados e os realizados.

Com relação às empresas apresentadas nesse trabalho, algumas fornecem, em seus relatórios anuais, dados sobre o dispêndio realizado para aquisição de ativos fixos, como edifícios e maquinário, em seus demonstrativos de fluxo de caixa. Uma vez em que os valores das diferentes empresas variam em ordem de grandeza em função de suas diferentes indústrias e históricos, optou-se por analisar os dados de investimento (Gráfico 3) por meio de número-índice, tendo 2008 como ano-base, de forma a se poder averiguar as variações de investimentos anteriores e posteriores à crise.

Depreende-se do Gráfico 3 que foram poucas as empresas, dentre as que forneceram os dados em seus relatórios anuais, que apresentaram queda brusca de investimento nos dois anos posteriores ao início da crise econômica de 2008. São elas Nucor e Renault. Não coincidentemente,

a Renault foi uma das duas empresas que apresentaram a mudança de situação *hedge* para *ponzi*. A Nucor, por sua vez, apresentou, posteriormente à crise, um aumento na liquidez corrente e uma queda no retorno sobre o ativo substanciais que, em parte, explicam a diminuição nos níveis de investimento agregado da empresa. Para além de Renault e Nucor, após a crise de 2008, não houve empresas que diminuíssem bruscamente seus investimentos. Ao contrário, sete das 10 transnacionais, às quais se teve informações, comparativamente a 2008, aumentaram seus investimentos agregados em 2009 e/ou 2010.

Gráfico 3 – Aquisição de ativos fixos por empresas selecionadas, número índice (base 2008=100)



Fonte: Elaboração própria a partir dos relatórios anuais.

Para além dos valores agregados de investimento, é possível para algumas empresas conseguir informações sobre o andamento de alguns de seus projetos a partir da leitura dos seus relatórios anuais. Observou-se, a partir destes relatórios, por exemplo, que o projeto “Barro Alto” da empresa Anglo American, no Brasil, anunciado em 2006, estava 80% concluído em 2009 e 99% concluído em 2010, o que denota ser um projeto de longo prazo ao qual a crise não impactou negativamente, mesmo a empresa tendo passado, de 2008 para 2009, da categoria *hedge* para a *speculative*.

A Bunge, que se manteve *speculative* em 2008 e 2009, porém *hedge* para os outros anos entre 2006 e 2010, aumentou seus ativos de 2008 para 2009 em um valor muito superior ao que tinha de investimentos anunciados. Para se ter uma ideia, a variação dos ativos permanentes da empresa no Brasil, de 2008 para 2009, foi de US\$ 2,6 bilhões para US\$ 3,97 bilhões, sendo que o

total de investimento anunciados pela empresa para este país, de 2003 até 2008, foi próximo de US\$ 700 milhões. É claro que a variação dos ativos de uma empresa não contempla a variação do ativo imobilizado, porém, a partir desta variação é possível ter uma ideia da dinâmica do investimento.

A Honda, que passou de *hedge* para *speculative* de 2008 para 2009, contrariamente a Bunge, apresentou uma variação de ativos muito inferior ao seu volume anunciado de investimento. De 2008 a 2010 a variação dos ativos da empresa, no Brasil mais Austrália, foi de US\$ 34 milhões, enquanto o anúncio de investimento feito em 2008 para o Brasil previa o gasto de US\$ 310,5 milhões.

A ThyssenKrupp, por sua vez, que passou da posição *hedge* diretamente para a posição *ponzi* de 2008 para 2009, mas que voltou a *hedge* logo em 2010, anunciou um investimento de US\$ 6,5 bilhões em 2008. Esta empresa, apesar da instabilidade apresentada no seu balanço, relatou em um de seus relatórios anuais que as operações deste seu investimento anunciado em 2008 iniciaram em 2010, com um dispêndio de 5,2 bilhões de euros no ínterim entre o anunciou e a finalização do investimento.

Portanto, conclui-se que, a despeito de alguns casos particulares, como o da Honda, grosso modo, ao se atentar para a evolução do IDE agregado direcionado ao Brasil, para a dinâmica de investimento agregado das empresas analisadas e para as informações contidas nos relatórios anuais de algumas destas empresas, observa-se que a crise econômica mundial não impactou nas transnacionais mais relevantes para o Brasil de forma a comprimir os investimentos destas empresas planejados para este país. Essa não causalidade da crise em relação à dinâmica do IDE existiu, apesar de alguns indicadores contábeis terem apontado um aumento da fragilidade financeira de algumas das 13 empresas analisadas.

5. Considerações Finais

No presente trabalho, objetivou-se analisar a relação entre as condições financeiras de uma empresa (em outras palavras, a sua estrutura financeira) com a realização de seus projetos de IDE. O recorte temporal foi de 2006 a 2010, de forma a tentar buscar os impactos da crise econômica mundial iniciada em 2008 na relação, acima descrita, entre estrutura financeira (passivo) e realização de investimentos (ativo). Com relação ao recorte espacial, o país escolhido para a análise foi o Brasil, sendo as empresas transnacionais mais relevantes para o Brasil os agentes a serem estudados.

Anteriormente ao estudo da estratégia do grupo de transnacionais selecionadas, foram apresentados dados mais gerais sobre a dinâmica do IDE desde 2003. Nesse sentido, o que se observou foi que, posteriormente à crise de 2008, houve uma queda drástica e praticamente

contínua do IDE do tipo *greenfield* – modalidade de investimento mais característica da variável investimento tratada por Keynes. Além disso, em uma análise regional, observou-se que, apesar de ter havido uma queda maior no IDE *greenfield* para as Economias em Desenvolvimento, o volume direcionado para estas economias ainda é 50% superior aos das Economias Desenvolvidas. Outra informação importante relatada é que, apesar do IDE sul-sul estar crescendo, o Brasil ainda é muito dependente do IDE proveniente dos EUA e da Europa.

A escolha das empresas a serem analisadas foi realizada a partir de uma base de dados de intenções de investimentos. Pelo recorte das empresas que mais anunciaram projetos de IDE para o Brasil, tanto por volume como por número de projetos, chegou-se a uma amostra de 35 empresas, que foram submetidas a um segundo crivo, pela existência ou não de dados contábeis em seus relatórios anuais, de forma que se chegou a uma amostra final de 13 empresas.

Com relação aos indicadores contábeis, foi possível perceber que, apesar de não haver uniformidade no comportamento das empresas, muito em virtude de seus ramos de atuação e padrões de concorrência, a crise de 2008/2009 apontou para uma busca por maior liquidez nos balanços. Do mesmo modo, procurou-se, de maneira geral, fugir do endividamento oneroso de curto prazo face à incerteza do momento. A busca por posições de maior liquidez, identificada para boa parte das empresas, poderia se traduzir em redução dos fluxos de IDE para países como o Brasil, considerando-se também que algumas das empresas analisadas se encontravam mais frágeis financeiramente. Contudo, não foi isso que se observou para a maior parte das empresas.

Posteriormente à análise contábil, buscou-se estudar a realização dos investimentos das 13 transnacionais selecionadas para a seção 3. Por um olhar mais panorâmico, primeiramente, verificou-se que o IDE direcionado ao Brasil não apresentou uma trajetória na qual a crise econômica de 2008 tenha impactado de forma consistente. Ao contrário, de 2010 em diante se atingiu valores de entrada de IDE superiores aos de pré-crise. Atentando-se diretamente às empresas selecionadas, observou-se que o investimento agregado destas, em sua maioria, ou decresceu marginalmente ou aumentou após 2008. Uma vez que estas empresas foram classificadas como as mais relevantes para o Brasil, é possível entender essa dinâmica de investimento agregado como um bom sinal. Além disso, foram apresentados dados do IDE realizado no Brasil por algumas das empresas estudadas neste trabalho, que corroboraram para a ideia de que, apesar de algumas delas apresentarem posteriormente à crise sinais de fragilidade financeira, o IDE planejados para o Brasil por elas, grosso modo, não foi tolhido pela crise.

Sabemos que as análises aqui apresentadas possuem limitações, especialmente por carência de informações mais precisas sobre a realização dos investimentos anunciados e pela grande quantidade de indicadores que podem ser extraídos dos demonstrativos financeiros e que não foram

utilizados. No entanto, pretendeu-se utilizar indicadores que pudessem ser relevantes para o entendimento do comportamento das empresas em questão e que pudessem balizar suas decisões de investir.

Referências

ANGLO AMERICA. Annual Reports, vários anos.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. São Paulo, Atlas, 2012.

BACIC, M. J. **Fragilidade financeira e alavancagem**: Uma aplicação no segmento das maiores empresas no Brasil: 1980-1987. Dissertação de Mestrado. IE/Unicamp, 1990.

BASF. Annual Reports, vários anos.

BUNGE. Annual Reports, vários anos.

DUNNING, J. H. **The determinants of international production**. Oxford Economic Papers, 25:289–325, 1973.

HONDA. Annual Reports, vários anos.

IBM. Annual Reports, vários anos.

JFE. Annual Reports, vários anos.

MINSKY, Hyman P. **Estabilizando uma economia instável**. Osasco: Novo Século Editora, 2010.

NUCOR. Annual Reports, vários anos.

RENAULT. Annual Reports, vários anos.

SIEMENS. Annual Reports, vários anos.

SONAE. Annual Reports, vários anos.

TELEFONICA. Annual Reports, vários anos.

THYSSENKRUPP. Annual Reports, vários anos.

VOLKSWAGEN. Annual Reports, vários anos.

UNCTAD (2013) **World Investment Report 2013**: Global Value Chains: Investment and Trade for Development. Switzerland: United Nations Publication.