

A reestruturação patrimonial de empresas no Brasil: fusões e aquisições (1990-1999)

Pascoal José Marion Filho *
Aline Knorst **

Business patrimonial restructuring in Brazil: Mergers and acquisitions (1990-1999)

RESUMO

Este artigo avalia a reestruturação patrimonial de empresas no Brasil a partir das fusões e aquisições (F&A) ocorridas de 1990 a 1999. O modelo analítico utilizado pressupõe que as mudanças no ambiente econômico internacional e nacional são as principais determinantes do processo e as responsáveis pelas novas oportunidades de negócios. Na pesquisa, conclui-se que predominam as fusões e aquisições realizadas por empresas transfronteiriças, e isso evidencia a desnacionalização da economia brasileira. Verifica-se, ainda, que a evolução do processo está vinculada ao movimento internacional e que a segunda metade dos anos 1990 é o período de maior intensidade de F&A no mundo e no Brasil.

Palavras-chave: fusões e aquisições, abertura econômica, reestruturação patrimonial.

ABSTRACT

The article evaluates the patrimonial restructuring of companies in Brazil from mergers and acquisitions (M&A) that occurred from 1990 to 1999. The analytical model used presupposes that the changes in the international and national economic environment are the main determinant factors of the process and they are responsible for the new business opportunities. In the research we conclude that the mergers and acquisitions achieved by trans-boundary companies were predominant, which makes evident the denationalizing process in the Brazilian economy, and its evolution is linked to the international movement. This movement becomes more intense in the second half of the nineties, the period of major M&A intensity in Brazil and around the world.

Key words: mergers and acquisitions, economic opening, patrimonial restructuring.

Recebido em 12.08.2009. Aceito em 19.08.2009

* Doutor em Economia Aplicada (ESALQ/USP). Professor Associado do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Maria. Rua Marechal Floriano Peixoto, 611/303, Centro, 97.010-310, Santa Maria, RS, Brasil. E-mail: pascoaljmarion@yahoo.com.br.

** Mestre em Integração Latino-Americano pela UFSM. Av. Rio Branco, 261 – Centro, 96.610-000 - Encruzilhada do Sul (RS). E-mail: aline_knorst@yahoo.com.br.

JEL Classification: G34; G38.

1 Introdução

A onda de processos de reestruturação patrimonial ocorrida nos anos 1990, no Brasil, faz parte de um movimento mundial desencadeado por diversas razões. Destacam-se a abertura econômica de diversos países e a maior conexão entre esses na economia mundial por meio da liberalização de capitais.

Na economia brasileira, as transformações iniciaram no final dos anos 1980, com a abertura comercial, e continuaram com os programas de privatização, de liberalização financeira e de desregulamentação dos mercados. Com as mudanças, o governo pretendia reduzir o papel do Estado na economia, tornando o país mais atrativo para os investidores internacionais. Diante desse novo quadro, as empresas instaladas no país viram-se expostas à concorrência internacional e foram obrigadas a aumentar a sua competitividade para sobreviver.

Entre as possíveis alternativas para melhorar o desempenho de uma empresa está a reestruturação patrimonial, especialmente os processos de fusões e aquisições. Sua intensidade e abrangência dependem do que ocorre na economia doméstica e internacional. Como nesses ambientes as mudanças foram importantes no período de 1990 a 1999, triparte-se o problema de pesquisa nas seguintes questões: no período analisado, o número de fusões e aquisições de empresas no Brasil foi mais intenso do que o ocorrido no restante do mundo? Como cresceu o investimento externo direto no país? A quantidade de transações transfronteiriças superou as nacionais?

Para tanto, após a identificação de mudanças importantes no ambiente econômico nacional e mundial, a pesquisa avalia a evolução dos casos de fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil e determina a participação das empresas internacionais no processo nos anos 1990. Como procedimentos metodológicos, utilizam-se a pesquisa bibliográfica e o método descritivo de análise para os casos de fusões e aquisições.

O artigo está organizado em cinco seções. Esta introdução é a primeira; a seção 2 explicita a teoria e o modelo analítico utilizado no trabalho. Na seção 3, destacam-se as mudanças que mais contribuíram para acelerar o processo, ocorridas na economia mundial e brasileira nos anos 1990. Em seguida, na seção 4, analisa-se a dinâmica da reestruturação patrimonial no Brasil nos 1990. Por fim, na seção 5, são apresentadas as conclusões da pesquisa.

2 A teoria e o modelo analítico

Do ponto de vista econômico, conforme Magalhães *et al.* (2003), os processos de reestruturação patrimonial são representados pelos processos de fusão e aquisição (F&A). Tais processos são justificados pela melhoria na eficiência técnica e alocativa da firma, pois podem reduzir custos administrativos e promover ganhos de escala e de escopo. Podem também contribuir para reduzir custos de transação e gastos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), além de ampliar o poder de mercado e as especulações na bolsa de valores, cujo objetivo é valorizar as ações em relação ao valor pré-reestruturação.

Para a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD, 2000), a fusão é uma operação cujos ativos das empresas envolvidas são dissolvidos para formar uma nova empresa, enquanto a aquisição constitui uma operação em que os ativos da empresa adquirida são incorporados aos ativos da empresa adquirente, fato que implica o desaparecimento da primeira. A aquisição pode ser parcial (quando envolve de 10% a 49% do capital votante), de controle (acima de 50% do capital votante), ou total (quando todo o capital é adquirido). Quando a operação envolve a compra de menos de 10% do capital votante, ela é considerada um investimento de *portfolio*.

As fusões e aquisições podem ser domésticas ou transfronteiriças. No caso de processos domésticos, envolvem-se apenas empresas de capital nacional, enquanto, no caso dos processos transfronteiriços, envolvem-se empresas com sede em outros países. As F&A transfronteiriças ocorrem quando uma empresa estrangeira realiza um investimento em um país hospedeiro por meio de Investimento Externo Direto (IED), adquirindo ou fundindo-se com uma empresa local. Funcionalmente, as F&A podem ser classificadas como horizontais, verticais ou conglomeradas. As horizontais ocorrem entre firmas da mesma indústria e têm como finalidade buscar sinergias e

aumentar o poder de mercado. As verticais ocorrem entre empresas posicionadas ao longo da cadeia de produção e objetivam reduzir os custos de transação. As conglomeradas concretizam-se entre companhias com atividades não relacionadas. Neste caso, as empresas procuram diversificar o risco e aprofundar as economias de escopo.

A forma de condução das fusões e aquisições pode ser amigável (*friendly takeover*) ou hostil (*hostile takeover*). As F&A amigáveis podem ser definidas como mudanças na propriedade sem consequência sobre o controle administrativo, enquanto as hostis ocorrem com a tomada do controle, ação que resulta na substituição da administração da firma alvo.

Entre os principais motivos apontados para a realização de fusões e aquisições, segundo a UNCTAD (2000), encontra-se a estratégia de internacionalização das empresas em busca de uma forma mais rápida de garantir ou ampliar sua posição competitiva e, assim, garantir vantagens diversas diante de um ambiente de mudanças. Miranda e Martins (2000) comentam que, até os anos 1980, a instalação de novas plantas no exterior era a forma usual de conquistar mercados das empresas transnacionais (ETs). Entretanto, nos anos 1990, o principal meio de conquista de mercado dessas empresas foram as F&A transfronteiriças.

Ao obter uma empresa já existente, de acordo com a UNCTAD (2000), é possível garantir sinergias e acesso a canais de distribuição e inovações tecnológicas de maneira mais rápida do que com a instalação de uma nova empresa. O acesso aos ativos de propriedade, como conhecimento técnico, patentes e marcas, mediante F&A, é importante para as empresas conseguirem vantagens no mercado.

As mudanças no ambiente econômico são apontadas como responsáveis pela intensificação dos processos de F&A. Entre elas, estão as mudanças tecnológicas, as ocorridas na estrutura regulatória dos países e no mercado de capitais. A rapidez com que muda a tecnologia gera pressões competitivas entre as empresas líderes e aumenta os custos e os riscos da inovação. Para manter a liderança sobre inovações, as empresas são compelidas a entrar em processos de fusões e aquisições transfronteiriças, a fim de partilhar os custos de inovação e acessar novos ativos tecnológicos (UNCTAD, 2000).

Gonçalves (1999) afirma que as mudanças no ambiente econômico mundial foram aceleradas pelo aumento de liquidez financeira internacional, ocasionado pelo declínio da taxa de juros norte-americana e pela recessão de alguns países desenvolvidos. Este fato refletiu a saturação dos mercados e tornou atrativos os investimentos nos países em desenvolvimento. Para a UNCTAD (2000), as mudanças no ambiente econômico mundial resultaram de vários fatores: a liberalização do IED e dos regimes de comércio, a integração econômica regional, a privatização e a desregulamentação de várias indústrias. Tais fatores oportunizaram mais espaço para a expansão do sistema internacional de produção, inclusive por meio das F&A.

A liberalização do IED ocorreu em muitos países para atrair novos investimentos diretos, não apenas com a remoção de restrições, mas mediante o aumento da proteção legal e das garantias para os investidores. Entre as remoções legais mais importantes para os processos de F & A identifica-se a retirada de requerimentos compulsórios para *joint ventures*, de restrições a sócios majoritários e de requerimentos de autorização.

A liberalização comercial iniciou nos anos 1980 e se estendeu ao longo dos anos 1990, com a conclusão da Rodada Uruguai. As medidas adotadas alteraram profundamente o cenário competitivo e favoreceram os investidores internacionais, enquanto as firmas locais passaram a enfrentar a concorrência internacional (UNCTAD, 2000).

A formação de áreas regionais de livre comércio facilitou a entrada de investimentos *greenfield*¹ e a realização de F&A transfronteiriças. A vantagem obtida com a formação de áreas de livre comércio para os investidores está no aumento imediato do tamanho do mercado, além das facilidades proporcionadas pela união das moedas nacionais, que reduzem os custos de transação das operações transfronteiriças. Da perspectiva das ETs, a necessidade de estabelecer uma presença local é especialmente forte, se a área de integração introduzir uma tarifa externa comum (TEC) (UNCTAD, 2000).

O avanço da reestruturação produtiva para as filiais de empresas estrangeiras em busca de aumento de produtividade e de redução de custos de transação foi outro fator que acelerou os

processos de fusão e aquisição nos anos 1990. Carvalho *et al.* (2002) acrescentam que as mudanças na estrutura regulatória dos países desenvolvidos permitiram que os capitais circulassem mais livremente, estimulando os processos de fusão e aquisição.

A UNCTAD (2000) acrescenta que as mudanças no mercado de capitais também agilizaram a realização de F&A transfronteiriças. A liberalização do movimento de capitais, as novas tecnologias da informação (que facilitaram o tráfego de informações e interligaram os mercados) e os novos instrumentos financeiros tiveram um profundo impacto sobre a atividade de fusões e aquisições mundiais. A liberalização do mercado de capitais ao longo dos anos 1990 auxiliou o crescimento das F&A transfronteiriças, quando muitos países desenvolvidos completavam a liberalização da conta capital, com facilidades irrestritas para empréstimos e créditos transfronteiriços, depósitos correntes estrangeiros e investimentos de *portfolio*.

Os países em desenvolvimento, a exemplo das economias desenvolvidas, ingressaram em um processo de liberalização das transações financeiras. Muitas fusões e aquisições foram oportunizadas pelo crescimento do mercado de ações e pela ampla liquidez do mercado de capitais. Essa liquidez no cenário internacional permitiu o crescimento do montante de dinheiro por intermédio de bancos e da emissão de títulos. Com o Euro, essa liquidez foi acentuada pela criação de títulos corporativos europeus (UNCTAD, 2000).

A expansão das fusões e aquisições tem sido uma alternativa para a adequação do porte e da estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura econômica mundial. Rodrigues (*in Garcia et al.*, 2004) vê a fusão e aquisição como uma via de reestruturação e de crescimento das grandes corporações. Dessa forma, os grupos econômicos podem se desfazer de ativos não rentáveis ou fora do seu negócio central, podem adquirir empresas com vistas à diversificação, sobreposição da concorrência ou verticalização, bem como podem agir por motivações fundamentalmente tecnológicas. Como resultado dessa dinâmica, as F&A desembocam na maior concentração de capital e se transformam em uma forma de crescimento importante para muitos grupos estrangeiros. Para Matias e Pasin (*in Garcia et al.*, 2004), a aquisição de empresas também permite reduzir custos de aprendizagem, pois a compradora já entra com participação no mercado e em pleno funcionamento.

Segundo Dunning (*in* Chudnovsky e López, 1997), as firmas decidem fazer aquisições transfronteiriças, por meio do Investimento Externo Direto (IED), para aproveitar as vantagens de localização de determinado país ou região e fazer uso de capacidades próprias. Isso significa ter vantagens de propriedade, o que permite um melhor posicionamento da empresa compradora perante os demais investidores do mercado receptor. Segundo o autor, as motivações para a realização desses investimentos podem ser classificadas em quatro grupos: (i) *resource seeking*, que se realiza por investimentos orientados a exploração de recursos naturais ou de mão de obra não qualificada; (ii) *market seeking*, concretizado por investimentos direcionados à exploração do mercado doméstico do país receptor; (iii) *efficiency seeking*, realizado por intermédio de investimentos caracterizados pela busca da racionalização da produção visando à obtenção de economias de escala. Com frequência, os investimentos do tipo *efficiency seeking* seguem os investimentos *market seeking*. Essa estratégia é favorecida pelos processos de integração regional, de redução dos custos de transporte e pelos avanços das telecomunicações. O grupo de investimento (iv) *strategic asset seeking* é uma estratégia que busca adquirir recursos e capacidades para a empresa investidora, com a finalidade de contribuir para a sobrevivência da empresa e o crescimento das capacidades produtivas em mercado regionais ou globais. Atualmente, é a forma predominante de estratégia de inserção do IED.

Seguindo essa linha de pensamento, o processo de reestruturação patrimonial (Fusões e Aquisições) resulta das mudanças no ambiente econômico, conforme é apresentado na Figura 1.



Figura 1: Modelo analítico proposto.
Figure 1: Analytical model proposed.

A Figura 1 mostra que as mudanças na economia mundial afetam as economias nacionais, que, por sua vez, alteram a dinâmica dos processos de fusões e aquisições de empresas. A intensidade com que ocorrem essas mudanças nos ambientes exige dos gestores agilidade para

adaptar os negócios à nova realidade. Nesse cenário, a reestruturação patrimonial da empresa aparece como uma importante alternativa. Por isso, inicia-se este estudo com uma avaliação bibliográfica das mudanças na economia mundial: (i) da liquidez financeira internacional e da dinâmica de crescimento das principais economias desenvolvidas, as que mais levam investimentos às economias em desenvolvimento; (ii) da liberalização de investimentos de países desenvolvidos além de suas fronteiras (por meio de alterações na estrutura regulatória), que permite a expansão das ETs; (iii) dos processos de reestruturação produtiva, já em estágio avançado nas economias desenvolvidas, estendidos às filiais das ETs estabelecidas nas economias em desenvolvimento; e (iv) dos processos de integração regional, que oportunizam a realização de investimentos e a expansão das empresas, aproveitando a ampliação do mercado.

Com base nos ambientes externo e interno, os agentes nacionais e do resto do mundo se posicionam em suas organizações. Nesse quadro, as políticas locais são importantes e determinantes da velocidade com que as decisões são tomadas. Logo, faz-se necessário, na pesquisa, avaliar as principais ações do governo brasileiro, no sentido de adequar a economia local às novas exigências internacionais, entre as quais destacam-se: a abertura comercial, iniciada no final dos anos 1980, a qual oportuniza a reestruturação dos processos de produção e deixa a economia mais competitiva; os processos de privatizações, que geraram mudanças na economia e são responsáveis por parte da mudança patrimonial; a liberalização financeira, que permitiu a entrada do IED que alavancou os processos de F&A; e a desregulamentação de setores da economia e/ou a regulamentação, que tornou o ambiente mais confiável para a realização de negócios.

A análise dos processos de reestruturação patrimonial apresenta uma dificuldade prática, já que inexistem uma base de dados ampla e homogênea sobre as operações concretizadas. Os dados geralmente são apresentados por empresas de consultoria e/ou auditoria, não padronizados (Bonelli, 2000; Magalhães *et al.*, 2003). A dificuldade em encontrar dados estatísticos sobre as outras formas de reestruturação produtiva limitou o estudo aos casos de F&A, que, por sua vez, são conjugados. A adoção desse padrão, de acordo com a UNCTAD (2000), ocorre porque o número de fusões é pequeno, quando comparado ao número de aquisições.

3 Mudanças na economia mundial e brasileira nos anos 1990

3.1 Mudanças na economia mundial

Segundo Cano (2002), as ondas de fusão e aquisição ocorrem de maneira pró-cíclica, ou seja, quanto maior o ritmo e o período de crescimento, maior é o número de negócios realizados. Essas transformações decorrem do fato de as empresas acumularem capitais a uma velocidade superior à capacidade de investimento no próprio mercado a cada período, devido ao baixo crescimento desse, aos elevados ganhos de produtividade ou ao acirramento da concorrência capitalista.

No início dos anos 1990, conforme Gonçalves (1999), as economias desenvolvidas encontravam-se em recessão – exceto a dos Estados Unidos – e, desde os anos 1980, já vinham utilizando a estratégia de buscar novos mercados internacionais de bens, serviços e capitais. Essa busca era promovida pelos governos e pelas empresas transnacionais (ETs), em resposta à insuficiência de demanda agregada nas economias maduras. Além disso, as empresas e bancos tinham capital para investir e, como as taxas de juros norte-americanas também estavam em queda, as economias em desenvolvimento tornaram-se atrativas para o capital (Cano, 2002). O crescimento dos mercados financeiros e o aumento da concorrência entre as instituições financeiras promoveram a busca por mercados mais rentáveis, apesar de haver riscos maiores.

Cintra (2000) afirma que o mercado financeiro atual, pautado na liberalização monetária e na desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, pelo processo de securitização e pelos instrumentos derivativos, criou um espaço global, ordenado a partir do sistema financeiro americano. Nesse novo circuito financeiro, de acordo com Gonçalves (1999), há maior participação de agentes econômicos, como ETs e investidores institucionais. Os grupos transnacionais passaram a atuar diretamente no sistema financeiro, por intermédio de instituições próprias, enquanto os investidores institucionais adotaram estratégias de diversificação de *portfolio* em bases geográficas, atuando nos mercados de seu interesse por meio de instituições financeiras internacionais.

A ampliação dos mercados de capitais fora do âmbito dos países desenvolvidos também faz parte do novo cenário do sistema financeiro internacional. Junto à insuficiência de demanda agregada, Bonelli (2000) destaca que a crescente liquidez internacional (cuja origem está no processo de globalização da produção e das finanças) e a criação e disseminação de novos instrumentos financeiros são os principais responsáveis pelo crescimento dos processos de fusão e aquisição no mundo inteiro nos anos 1990. Tavares e Melin (1998) também afirmam que a desregulamentação nos países capitalistas avançados permitiu o avanço dos capitais financeiros para diversos lugares.

As recentes alterações promovidas na estrutura regulatória dos Estados Unidos e da União Europeia, bem como de diversas economias em desenvolvimento, atuaram como um estímulo para os processos de fusão e aquisição. Araújo Jr. (1999) relata que a política antitruste norte-americana passou por fases distintas. Na primeira, de 1890 até o início dos anos 1970, o âmbito da política era interno, visava fiscalizar a conduta das grandes empresas e restringir a formação de cartéis, protegendo os consumidores e os pequenos produtores. Na segunda fase, entre os anos 1970 e 1980, o foco da política antitruste foram as distorções do processo de competição, geradas por barreiras à entrada, pelas assimetrias de informação e pelo poder de mercado. No período, cai a proteção aos pequenos produtores e ganham destaque os direitos dos consumidores. A partir de 1990, tem início a terceira fase, caracterizada pela ampliação da importância da política antitruste além do nível doméstico. As ações do governo que afetam as condições de concorrência, como políticas de comércio exterior, políticas de investimento, regulação de monopólios, regulação da propriedade fiscal, entre outros, também começam a ser avaliadas. Desse modo, além do setor privado, o setor público é regulado pela agência antitruste.

A evolução da política antitruste no resto do mundo se consolidou nas últimas décadas do século XX. Segundo Gama (2005), a Europa, o Japão e a Austrália adotaram leis de defesa da concorrência semelhantes às norte-americanas. Nos países em desenvolvimento, as políticas antitrustes são muito recentes e ainda estão evoluindo. Araújo Jr. (1999) comenta que a internacionalização da política de concorrência nos anos 1990 foi estimulada por três fatores: a convergência de visões sobre as políticas de concorrência, a celeridade da difusão de políticas antitrustes e o aumento de casos registrados ao redor do mundo.

A consolidação e criação de blocos regionais na economia mundial, como a União Europeia, o Nafta, o Mercosul, o Pacto Andino, o Mercado Comum Centro-Americano e muitos outros, também contribuíram para o crescimento mundial dos processos de fusões e aquisições, pois estes facilitam a entrada de investimentos para operações transfronteiriças e permitem, imediatamente, a ampliação do mercado para as empresas (UNCTAD, 2000). Segundo Dunning (*in* Chudnovsky e López, 1997) e Bonelli (2000), a formação de mercados regionais facilita os processos de racionalização da produção e do comércio, o que favorece os investimentos de ETs.

A ampliação das fusões e aquisições em nível mundial, nos anos 1990, também foi favorecida pelo crescimento da reestruturação produtiva. No entendimento de Cano (2002), o processo estava avançado nas economias desenvolvidas, já que iniciara na década anterior, e foi estendido às filiais das empresas nas economias em desenvolvimento, para atuarem de maneira integrada às matrizes. O crescimento do fluxo de capitais, especialmente de IED, nos setores de petróleo, indústrias química e automobilística; além de serviços, como telecomunicações e instituições financeiras, contribuíram para dinamizar o processo (OMC, 2000).

Segundo a UNCTAD (2000), o setor terciário dos EUA concentrou a maior parte dos negócios de compra e venda de F&A nos anos 1990. Na União Europeia (EU), as vendas se concentraram, no setor secundário, entre 1990 e 1994; no setor terciário, entre 1995 e 1999. No Japão, o comportamento das vendas foi similar ao da UE, enquanto as compras se concentraram no setor terciário por quase todo o período. Nos países em desenvolvimento, a identificação dos setores que predominam os negócios de F&A não é tão clara como nos países desenvolvidos. Isto porque os negócios estão diretamente relacionados às políticas de liberalização e desregulamentação da economia. Mesmo assim, nesses países, há uma tendência para o deslocamento da realização dos negócios de F&A do setor secundário para o setor terciário, assim como no mundo todo.

3.2 Mudanças na economia brasileira

Durante muitos anos, o Brasil assumiu uma política de desenvolvimento voltada para dentro: o Modelo de Substituição de Importações (MSI). Neste modelo, a intervenção estatal é muito forte, e o Estado é um importante produtor de bens e serviços da economia. Como consequência dessa política, as empresas nacionais tornam-se pouco competitivas em relação ao mercado mundial e sofrem com a defasagem dos processos produtivos e a obsolescência do parque industrial.

As crises do petróleo e o choque dos juros dos EUA, nos anos 1970, prejudicaram o andamento do MSI e, nos anos 1980, a situação geral era de crise, marcada por baixo crescimento econômico, dificuldade de financiamento externo e processo inflacionário crescente. Diante de tal situação, pressionados pelos organismos multilaterais e pela necessidade de financiamento externo, os governos adotaram as medidas sugeridas no Consenso de Washington. Entre as medidas sugeridas, estão:

(i) políticas anti-inflacionárias e de ajuste; (ii) reforma tributária com o objetivo de reduzir o déficit público; (iii) abertura comercial/adesão às regras da OMC; (iv) liberalização financeira; (v) privatizações; (vi) reforma previdenciária; (vii) reforma do mercado de trabalho (Britto, 2002, p. 6).

A adoção de tais políticas objetivava estabilizar a economia, bem como permitir a re inserção dos países em desenvolvimento na economia mundial. Essas medidas afetaram a concorrência entre as empresas e contribuíram para acelerar a reestruturação patrimonial. Dentre elas, destacam-se: a abertura comercial, as privatizações, a liberalização financeira e a desregulamentação dos mercados.

Britto (2002) distingue o processo de abertura comercial e suas consequências sobre a economia brasileira em três fases. A primeira fase tem início no final de 1988 e foi marcada por alterações tarifárias e pela política de liberalização comercial, além da política industrial e de comércio externo (PICE), que propunha um cronograma de liberalização gradativa de 1990 até 1994 (implementado até 1992). A segunda fase foi marcada pela estabilização monetária alcançada com o Plano Real, em que a política comercial se destaca como um instrumento

importante para garantir a estabilidade. Entre 1994 e 1999, ocorreram várias crises em países em desenvolvimento, como a mexicana, em 1995; a asiática, em 1997; e a russa, em 1998. Tais eventos levaram o governo brasileiro a retroceder na sua política de abertura, por meio do aumento na tarifa de importação de alguns bens e da criação de uma lista de exceções à tarifa externa comum (TEC)². A última fase da abertura iniciou em janeiro de 1999, quando ocorreu a desvalorização cambial e foi introduzido um regime de câmbio flutuante.

Cano (2002) cita que parte das F & A pode ser explicada pela abertura da economia e pela entrada de empresas estrangeiras no Brasil. Para as firmas nacionais, a abertura representou um grande choque de competitividade, pois se encontravam em um mercado protegido de produtos e concorrentes externos. Com a crescente entrada de produtos importados, caiu a demanda por produtos nacionais, o que levou algumas empresas brasileiras com desvantagem tecnológica e de capital a optar pela união com empresas estrangeiras. Tal estratégia favoreceu a realização de F & A e facilitou a entrada de empresas transnacionais (ETs) no mercado nacional.

Nos anos 1990, as F&A também foram favorecidas pelas privatizações. O Programa Nacional de Desestatização (PND) teve início com o governo Collor (em 1990), apesar das limitações da Constituição de 1988³ e da falta de compromisso político com a privatização. Segundo Pinheiro (2000), a primeira venda do Programa foi realizada no final de 1991 e, mesmo após o *impeachment* de Collor e a posse de Itamar Franco, contrário ao PND, o programa teve continuidade.

No entanto, é com a posse, na presidência, de Fernando Henrique Cardoso (em 1º de janeiro de 1995) que as privatizações se aceleraram no Brasil. Segundo Pinheiro (2000), estas foram ampliadas por dois movimentos simultâneos: o fim do monopólio do setor público em infraestrutura e os programas de privatização estaduais. Com a estabilização da economia, obtida a partir do Plano Real (1994), foi possível estender o programa de privatização para os setores de telecomunicações e gás e facilitar o seu progresso nos segmentos de mineração e energia elétrica. A necessidade de o governo manter a disciplina fiscal para sustentar a estabilidade de preços foi um fator importante no processo, pois limitou a sua capacidade de investimento e o acesso das estatais aos financiamentos internos e externos.

A regulamentação do capital estrangeiro no país passou por mudanças nos anos 1990, facilitando as F&A. A Constituição de 1988 alterou a legislação que tratava do IED (a Lei do Capital Estrangeiro) e das atividades das empresas estrangeiras. Nos anos 1990, foram removidos os mecanismos que apresentavam obstáculos à saída de capitais (Laplane e Sarti *in* Chudnovsky e López, 1999). Segundo Scherer (2004), a eliminação da distinção constitucional entre empresas estrangeiras e nacionais também favoreceu a reestruturação patrimonial. Além disso, a estabilização econômica, o rápido crescimento da demanda e a possibilidade de ganhos em uma moeda estável e valorizada, atraíram as empresas estrangeiras e o IED.

Para Nonnenberg (2003), o crescimento do IED no Brasil, na década de 1990, pode ser explicado sob duas dimensões, uma externa e outra interna. Na dimensão externa, contabiliza-se que, desde o início da década de 1990, os fluxos de ingresso de investimentos diretos apresentaram um crescimento nunca registrado em outras épocas, para a maioria dos países. Esse aumento dos investimentos diretos é consequência da globalização financeira, da liberalização dos regimes de IEDs na maior parte dos países e da atual onda de F&A, aí incluído o processo de privatizações. Desse modo, o aumento dos ingressos de IED no Brasil fez parte de uma circulação mais ampla, que contemplou países mais desenvolvidos e em desenvolvimento de renda média. Na dimensão interna, as mudanças na política econômica a partir do início da década, como a privatização e a desregulamentação, tiveram um importante papel na retomada dos fluxos para o Brasil, fator que abriu oportunidades de negócios para os investidores externos.

No que tange à defesa da concorrência no país, mesmo com as alterações realizadas em junho de 1994, quando foi promulgada a Lei 8.884, que deixou a legislação antitruste brasileira semelhante às dos países desenvolvidos, esta área ainda é considerada frágil. Cano (2002) considera que a legislação antitruste brasileira não é rígida e que a fiscalização do mercado realizada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)⁴ foi ineficaz ao longo dos anos 1990. O vínculo direto do CADE com o governo facilitou a realização de F&A, pois, para o governo, tais processos levam a ganhos de escala e capital, melhoram a gestão e proporcionam avanços tecnológicos para as empresas.

4 A reestruturação patrimonial de empresas no Brasil nos anos 1990

A onda de fusão e aquisição mundiais iniciou nos países desenvolvidos e atingiu também as economias em desenvolvimento. No Brasil, os processos de F&A passaram a ter maior força a partir dos anos 1990, quando mudanças estruturais e estratégicas foram adotadas na economia. Entre essas mudanças, de acordo com Kupfer (2001), ressaltam-se a inserção do país na economia global competitiva, com a realização da abertura econômica e financeira, as privatizações, o fim dos monopólios e a modernização institucional. A avaliação dos efeitos dessas mudanças sobre as empresas é controversa. De um lado, há uma corrente que defende que o acirramento da competição levou ao fortalecimento do setor produtivo, por meio da eliminação de empresas e de setores menos capacitados. De outro, estão os que afirmam que as empresas menos competitivas adotaram um comportamento defensivo diante das mudanças, baseado na redução de custos e de investimentos, ação que possibilitou uma sobrevivência à custa de uma redução do potencial de ampliação da produção a longo prazo.

Nas operações de F&A ocorridas no Brasil, a participação das empresas é inferior à das empresas estrangeiras. Entre 1992 a 1999, das 1.955 operações registradas, 842 foram transações domésticas (43,1%), contra 1.113 transações transfronteiriças (56,9%), como pode ser visualizado na Tabela 1. O maior número de negócios ocorreu em 1997, quando foram realizadas 372 operações, das quais 168 eram domésticas, e 204, transfronteiriças.

Tabela 1: Número de F&A no Brasil (1992-1999).
Table 1: F&A numbers in Brazil (1992-1999).

Ano	Domésticas	Transfronteiriças	Total
1992	37	21	58
1993	82	68	150
1994	81	94	175
1995	82	130	212
1996	161	167	328
1997	168	204	372
1998	130	221	351
1999	101	208	309
Total	842	1.113	1.955
Participação percentual (%)	43,1	56,9	100,0

Fonte: Elaborada a partir de KPMG (2002, p. 10) e Siffert Filho e Silva (1999, p. 382).

Segundo Laplane e Sarti (2002), no período demarcado na Tabela 1, ocorreu um processo de internacionalização da economia brasileira, caracterizado pela transferência da propriedade de empresas nacionais para investidores estrangeiros. Apesar da intensificação das F&A no Brasil, especialmente na segunda metade dos anos 1990, as operações transfronteiriças tiveram pouca representatividade no total mundial (ver Tabela 2).

Tabela 2: Vendas e compras por F&A transfronteiriças no Brasil, 1990-1999 (em milhões de dólares).

Table 2: Sales and purchases M&A by trans-border companies in Brazil, 1990-1999 (in millions of dollars).

Ano	Total Mundial	Vendas	Participação no total (%)	Compras	Participação no total (%)
1990	150.576	217	0,14	-	-
1991	80.713	158	0,20	45	0,06
1992	79.280	174	0,22	63	0,08
1993	83.064	624	0,75	439	0,53
1994	127.110	367	0,29	158	0,12
1995	186.593	1.761	0,94	379	0,20
1996	227.023	6.536	2,88	1.167	0,51
1997	604.848	12.064	1,99	2.357	0,39
1998	531.648	29.376	5,53	3.517	0,66
1999	720.109	9.396	1,30	1.901	0,26

Fonte: Adaptado de UNCTAD (2000, p. 242-246).

Verifica-se, na Tabela 2, que, no país, as vendas por F&A transfronteiriças seguem a tendência mundial. Embora seja pouco expressiva a participação do Brasil no total mundial, ela aumentou entre 1990 e 1993 e de 1995 a 1996. Portanto, em um total de sete anos, somente 1994 teve queda de participação, justificada por ser ano da eleição para Presidência da República, quando cresce a incerteza e diminui o investimento. Em 1998, o país teve o maior volume de vendas por F&A, nos anos 1990, e a maior participação no total mundial, US\$ 29.376 milhões e 5,53%, respectivamente. O rápido crescimento das vendas do Brasil por fusões e aquisições, de 1995 até 1998, coincide com a maior entrada de IED destinado à compra de empresas nacionais e à privatização das maiores estatais brasileiras (KPMG, 2002). Em 1999, os negócios mundiais registraram o maior volume do período, US\$ 720.109 milhões, mas internamente caíram para US\$ 9.396 milhões. Quanto às compras por F&A, verifica-se que as empresas brasileiras quase

não realizaram transações além da fronteira nacional e que o maior volume de compras realizadas pelas empresas do país ocorreu em 1998, com US\$ 3.517 milhões, que representou apenas 0,66% do total mundial.

Os setores da economia que mais realizaram operações de fusões e aquisições no Brasil, entre 1992 e 1999, conforme dados da KPMG (2002) e Siffert Filho e Silva (1999), são: alimentos, bebidas e fumo (com 193 operações); instituições financeiras (146); telecomunicações (110); produtos químicos e petroquímicos (98); metalurgia e siderurgia (87); seguros (81); partes e peças automotivas (75); tecnologia da informação (70); elétrico e eletrônicos (67); e publicidade e editoras (55).

Suen e Kimura (1997) afirmam que a onda de fusões e aquisições que ocorreram no Brasil, nos anos 1990, foi ocasionada por circunstâncias estruturais: a abertura da economia, a liberalização das importações e a estabilidade econômica. No entanto, Laplane *et al.* (2000) acreditam que a ampliação do mercado interno é o principal motivo para essa demanda, pois afeta as decisões de investimento de empresas. Segundo os autores, para atingir o mercado doméstico, as transnacionais (ET) se valeram, por meio do IED, da utilização da estratégia *asset seeking*. Assim, aproveitaram a posição de mercado da empresa adquirida e beneficiaram o investidor com o acesso a ativos intangíveis.

Kupfer (2001) entende que o período de 1991 a 1996 representou a fase de desestatização da economia, quando ocorreu a maior parte das transferências de empresas estatais para empresas privadas. Entre 1996 e 1999, deu-se a fase de desnacionalização da economia, em que as empresas estrangeiras compraram as empresas nacionais. As multinacionais (transnacionais) avançaram numérica e espacialmente e, neste último critério, para setores em que antes não atuavam. As empresas privadas nacionais, por sua vez, foram deslocadas, primeiramente, da indústria para o setor de serviços e, posteriormente, dos serviços para os serviços de infraestrutura. Uma característica interessante desse processo de mudança de propriedade é que não ocorreu concentração, mas desconcentração econômica, decorrente do fracionamento das empresas estatais e da entrada de grande número de novas empresas multinacionais no país.

5 Conclusões

O movimento de fusões e aquisições de empresas ocorrido no Brasil nos anos 1990 está atrelado a um movimento mundial e se articula com o modelo de desenvolvimento adotado pelo país no final da década de 1950, com forte presença do estado na economia e elevada proteção do mercado doméstico. O aumento das taxas de juros nos EUA (em 1978) e os choques do petróleo (1973 e 1979) também contribuíram para o processo, já que essas mudanças levaram a um baixo dinamismo econômico nos anos 1980, e o estado perdeu a sua capacidade investir. Diante do problema, o governo brasileiro seguiu as recomendações contidas no Consenso de Washington e promoveu mudanças como privatizações, abertura comercial, liberalização financeira e desregulamentação de mercados.

Para algumas empresas, a adoção das políticas liberalizantes motivou a realização de fusões e aquisições, já que se encontravam diante de novos paradigmas de competitividade. Com a abertura comercial, as empresas brasileiras foram obrigadas a fazer uma reestruturação produtiva defensiva, pois não conseguiam competir com os produtores internacionais. O aumento das importações destruiu cadeias produtivas, devido à substituição de componentes nacionais por importados, e passou a exigir, de imediato, investimento em pesquisa e desenvolvimento (P & D). Esta necessidade também facilitou a entrada de empresas estrangeiras no mercado nacional e contribuiu para aumentar o número de processos de F&A.

A liberalização financeira, por sua vez, favoreceu a entrada de capitais estrangeiros, em especial de IED. Este tipo de investimento foi utilizado, em grande parte, para a realização de fusões e aquisições de empresas e não para o investimento *greenfield*, destinado à construção de novas plantas, que inibiu o dinamismo econômico.

As privatizações foram responsáveis pelas maiores mudanças na estrutura patrimonial das empresas e por grande parte da entrada de IED no Brasil nos anos 1990. A desregulamentação de setores da economia, principalmente o de infraestrutura, permitiu que o setor privado ingressasse em áreas nas quais só o Estado até então atuava.

A formação do Mercosul também é apontada como um dos principais motivos de atração de IED para as empresas na economia brasileira, já que o comércio regional cresceu, potencializou o tamanho do mercado e possibilitou ganhos de escala e maior racionalização na produção e na distribuição.

Finalizando, esta pesquisa identifica vários fatores domésticos e internacionais que contribuíram para o aumento das fusões e aquisições de empresas no Brasil e mostra que esse processo cresceu continuamente, em número, até 1997. Entretanto, as vendas por F&A, em dólares, aceleraram-se entre 1995 e 1998, período que coincide com o aumento no ingresso de IED destinado à compra de empresas nacionais e à privatização das maiores estatais brasileiras. Além disso, constatou-se que o país teve baixa participação mundial, tanto nas compras como nas vendas por F & A, mesmo quando cresceu o total mundial. Tal fato mostra que o Brasil apenas seguiu o movimento mundial. O trabalho não avaliou as motivações que levaram as empresas a realizar as fusões e aquisições: se isso se concretizou para racionalizar a produção, para explorar recursos naturais, inovações tecnológicas, para tomada de controle, entre outras motivações. Por essa razão, estes aspectos constituem relevante possibilidade de futuros trabalhos.

Referências

ARAÚJO JR, J. T. de. 1999. *A política econômica externa dos Estados Unidos nos anos 90*. Instituto de Pesquisa de Relações Internacionais do Ministério das Relações Exteriores. Disponível em: <http://www.dttc.oas.org/trade/staff_article/tav99_pol90.asp>. Acesso em: 03/05/2007.

BONELLI, R. 2000. Fusões e aquisições no Mercosul. *Texto para Discussão n. 718*. Rio de Janeiro, IPEA, 52 p.

BRITTO, G. 2002. *Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes do comércio*. Campinas, SP. Dissertação de Mestrado. Universidade Estadual de Campinas, 142 p.

CANO, M. 2002. *O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira*. Campinas SP. Dissertação de Mestrado. Universidade Estadual de Campinas, 163 p.

CARVALHO, C.E.; STUDART, R.; ALVES JR., A.J. 2002. Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência brasileira recente. *Texto para Discussão n. 882*. Brasília, IPEA, 75 p.

CHUDNOVSKY, D.; LÓPEZ, A. 1997. *La inversión extranjera directa en la Argentina en los años 1990: tendencias, determinantes y modalidades*. Disponível em: <<http://www.fundcenit.org.ar/Descargas/iedenarg.pdf>>. Acesso em: 21/06/2006.

CHUDNOVSKY, D.; LÓPEZ, A. 1999. As estratégias das empresas transnacionais na Argentina, no Brasil e no Uruguai: o que há de novo nos anos 90? In: D. CHUDNOVSKY (org.), *Investimentos externos no Mercosul*. Campinas, Papyrus/Instituto de Economia da Unicamp, p. 13-98.

CINTRA, M.A.M. 2000. A dinâmica financeira internacional e a tendência à dolarização das economias latino-americanas. *Revista Análise Econômica*, **18**(34):127-152.

GAMA, M.M. da. 2005. A teoria antitruste no Brasil: fundamentos e estado da arte. *Texto para Discussão n. 257*. Belo Horizonte, UFMG/Cedeplar, 24 p.

GARCIA, S.F.A.; GATAROSSA, Â.A.L.B.; NEVES, M.F. 2004. O ambiente institucional e as decisões de marketing em fusões: o caso da indústria de cerveja. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO (SEMEAD), 7, 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo, USP, 2004. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/.../pagina/artigos%20validos/marketing/MKT53_-O_ambiente_inst_dec_mkt_em_fus% f5%.es.PDF>. Acesso em: 19/01/2007.

GONÇALVES, R. 1999. *Globalização e desnacionalização*. São Paulo, Vozes, 237 p.

KPMG. 2002. KPMG Corporate Finance. *Pesquisa de fusões e aquisições: transações realizadas no Brasil. 1º trim. 2002*. Disponível em: <http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2002/fa1_trim2002.pdf>. Acesso em: 04/08/2006.

KUPFER, D. 2001. *Mudança estrutural entre empresas e grupos líderes na economia brasileira na década de 90*. Instituto de Economia da UFRJ. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/2001-1_Kupfer.pdf>. Acesso em: 13/12/2006.

LAPLANE, M.F.; SARTI, F. 2002. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. *Revista Economia e Sociedade*, **18**(1):63-94.

LAPLANE, M.; SARTI, F.; HIRATUKA, C.; SABBATINI, R. 2000. *Empresas transnacionais no Brasil nos anos 90: fatores de atração, estratégias e impactos – Estudo Nacional*. Campinas, Universidade Estadual de Campinas, 34 p.

MAGALHÃES, L.C.G. de; LEAL, J.C.; SAFATLE, L.P.; AUREA, A.P.; TOMICH, F.A.; SILVEIRA, F.G.; BARBOSA, L.C.; CASTRO, B.R. de. 2003. Estratégias empresariais de crescimento na indústria farmacêutica brasileira: investimentos, fusões e aquisições, 1988-2002. *Texto para discussão n. 995*. Brasília, IPEA, 39 p.

MIRANDA, J.C.; MARTINS, L. 2000. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. *Revista Economia e Sociedade*, **14**:67-88.

NONNENBERG, M.J.B. 2003. Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no Brasil: as décadas de 1970 e 1990. *Texto para discussão n. 969*. Rio de Janeiro, IPEA, 68 p.

OMC. 2000. *Estadísticas del comercio internacional 2000*. Organização Mundial do Comércio. Disponível em: <<http://www.wto.org/stats2000.pdf>>. Acesso em: 07/07/2007.

PINHEIRO, A.C. 2000. *A experiência brasileira de privatização: o que vem a seguir? Texto para discussão n. 87*. Rio de Janeiro, BNDES, 35 p.

SCHERER, A.L.F. 2004. Investimento direto estrangeiro, fusões e aquisições e desnacionalização da economia brasileira: um balanço da década do Plano Real. *Indicadores Econômicos FEE*, **32**(2):107-128.

SIFFERT FILHO, N.; SILVA, C.S. e. 1999. As grandes empresas nos anos 90: Respostas estratégicas a um cenário de mudanças. In: F. GIAMBIAGI; M.M. MOREIRA, *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro, BNDES, p. 375-410. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90_11.pdf>. Acesso em: 26/01/2007.

SUEN, A.S.; KIMURA, H. 1997. Fusão e aquisição como estratégia de entrada (*entre mode*) no mercado brasileiro. *Caderno de Pesquisas em Administração*. Disponível em: <<http://www.minhacarreira.com.br/financial/FUS%D5ES%20E%20AQUISI%C7%D5ES.pdf>>. Acesso em: 26/01/2007.

TAVARES, M. da C.; MELIN, L.E. 1998. A reafirmação da hegemonia norte-americana In: TAVARES, M. da C.; FIORI, J.L. (orgs.), *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Vozes, p. 55-85.

UNCTAD. 2000. *World Investment Report 2000: cross-border mergers and acquisitions and development*. New York/Geneva, United Nations. Disponível em: <http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf> Acesso em: 28/07/2006.

¹ Investimentos destinados à construção de novas plantas industriais.

² A tarifa externa comum (TEC) é um imposto aplicado aos produtos importados de países não integrantes do MERCOSUL. A sua aplicação visa proteger a indústria regional e estimular o comércio entre os países-membros.

³ A Constituição de 1988 estabelecia o monopólio público nos setores de telecomunicações, petróleo e distribuição de gás, além de impor barreiras ao controle estrangeiro dos setores de minerais e energia elétrica, dificultando a realização da privatização nesses setores. A rejeição ao processo de privatização pode ser observada ainda em 1989, quando foi rejeitada a Medida Provisória 26, que sujeitava todas as estatais à privatização, exceto aquelas que não podiam ser vendidas por causa de restrições constitucionais (Pinheiro, 2000).

⁴ O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) é uma autarquia vinculada ao Ministério da Justiça. Suas atribuições estão previstas na Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994. Ele tem a finalidade de orientar, fiscalizar, prevenir e apurar abusos de poder econômico, exercendo papel tutelador da prevenção e repressão desse poder.