

# FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) DE EMPRESAS NO BRASIL (1990-2006)

## *Mergers and Acquisitions (M & A) of Companies in Brazil (1990-2006)*

Recebido em 30.10.09 / Aceito em 01.02.10

**Pascoal José Marion Filho<sup>1</sup> e Gisele Magalhães Vieira<sup>2</sup>**

### **Resumo**

O artigo avalia a evolução das transações de fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil no período de 1990 a 2006 e mudanças no ambiente econômico nacional. O modelo analítico pressupõe que as mudanças na economia brasileira (causadas pela abertura comercial, liberalização financeira, desregulamentação da economia e privatizações) são potencializadoras do processo. A pesquisa permite concluir que houve uma aceleração nas transações de fusões e aquisições no país no período estudado e que elas foram pouco representativas internacionalmente, pois acompanharam a dinâmica mundial. Constatou-se também que a redução das tarifas de importação, as mudanças na legislação sobre capitais estrangeiros, as alterações na regulamentação da defesa da concorrência e a venda de empresas estatais favoreceram a evolução do processo. Além disso, verificou-se que as transações de F&A transfronteiriças ocorreram em número superior ao de transações domésticas, o que contribuiu para a maior internacionalização da economia, e que as indústrias de alimentos, bebidas e fumo tiveram o maior número de ações.

**Palavras-chave:** Fusões; Aquisições de Empresas; Brasil; Abertura Econômica; Reestruturação Patrimonial.

---

<sup>1</sup> Doutor em Economia Aplicada (ESALQ/USP). Professor Associado do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). Professor do Mestrado em Administração da UFSM. E-mail: pascoaljmarion@yahoo.com.br

<sup>2</sup> Graduada em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Santa Maria (UFSM). E-mail: giselemv@hotmail.com.

## **Abstract**

*The paper evaluates the progress of mergers and acquisitions transactions (M&A) of companies in Brazil from 1990 to 2006 and changes in national economic environment. The analytical model assumes that changes in the Brazilian economy (caused by trade liberalization, financial liberalization, deregulation of the economy and privatization) are enhanced the process. The research indicates that there was an acceleration in mergers and acquisitions transactions in the country during the study period and they were not representative internationally, therefore affecting the global dynamics. It was also that the reduction of import tariffs, changes in the law on foreign capital, changes in regulation of the protection of competition and the sale of state enterprises favored the evolution of the process. Furthermore, we found that the transactions of M&A cross-border transactions occurred in the higher number of domestic transactions, which contributes to the greater internationalization of the economy, and that the industries of food, beverages and tobacco had the largest number of shares.*

**Keywords:** Mergers; Acquisitions of Companies; Brazil; Economic Opening, Patrimonial Restructuration.

## **1 Introdução**

A onda de fusões e aquisições (F&A) ocorrida no Brasil a partir do início dos anos 1990 fez parte de um movimento mundial, desencadeado por diversas razões, dentre as quais se destacam a abertura econômica de vários países e a maior conexão da economia mundial por meio da liberalização de fluxos de capitais.

Na economia brasileira, transformações importantes iniciaram no final dos anos 1980, com a redução das restrições ao comércio internacional, e continuaram nos anos 1990, com o programa de privatizações, a liberalização financeira e a desregulamentação dos mercados. A partir dessas mudanças, o governo buscava reduzir o papel do Estado na economia, tornando-a mais atrativa para os investidores internacionais.

Diante desse novo quadro, as empresas instaladas no país viram-se expostas à concorrência internacional e foram obrigadas a mudar para aumentar a competitividade. Partindo dessa perspectiva, o artigo avalia a evolução das transações de fusões e aquisições de empresas ocorridas no Brasil no período de 1990 a 2006 e identifica as medidas adotadas pelo Estado que contribuíram para alterar a sua dinâmica.

O artigo está organizado em cinco seções, sendo esta introdução a primeira delas. A seção 2 traz a teoria e o modelo analítico utilizado na pesquisa. Na seção 3, abordam-se as mudanças estruturais ocorridas na economia brasileira a partir de 1990. Em seguida, na seção 4, avalia-se a evolução dos processos de fusões e aquisições no período de 1990 a 2006, assim como os setores privilegiados. Por fim, na seção 5, são apresentadas as conclusões da pesquisa.

## **2 A teoria e o modelo analítico**

As F&A estão cada vez mais presentes na economia globalizada e vêm alterando as relações entre as empresas e redesenhando as redes organizacionais. Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2003) afirmam que, no Brasil, como em muitas outras economias emergentes, o aumento no número de F&A acompanhou as alterações que ocorriam no ambiente econômico interno.

A definição legal para fusão, segundo Alves (2003, p.1), “é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova que lhes sucederá em direitos

e obrigações". A fusão de empresas é um instituto complexo que se apresenta com três elementos fundamentais e básicos:

- (i) a transmissão patrimonial integral e englobada, com sucessão universal; (ii) a extinção (dissolução sem liquidação) de, pelo menos, uma das empresas fusionadas; (iii) 'congeminação' dos sócios, isto é, ingresso dos sócios da sociedade ou das sociedades extintas na nova sociedade criada (ALVES, 2003, p.1).

Valverde (1984 apud ALVES, 2003) acrescenta que devido a esta natureza complexa as fusões têm sido reduzidas, já que a sua operacionalização é prejudicada por inúmeras formalidades e implicações fiscais.

Para UNCTAD (2000), a aquisição é a operação em que os ativos da empresa adquirida são incorporados aos ativos da empresa adquirente, desaparecendo apenas a primeira. Existem três tipos de aquisições que são habitualmente utilizadas: aquisição parcial (quando a compra atinge de 10 a 49% do capital votante na operação); aquisição de controle (de 50% a menos de 100% do capital votante) e aquisição total (quando todo o capital é adquirido). Se a transação envolver menos de 10% do capital votante, ela é considerada um investimento de portfólio e não uma aquisição.

As transações de F&A podem ser domésticas (quando envolvem apenas empresas de capital nacional) ou transfronteiriças (quando envolvem 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.

Segundo Dunning<sup>3</sup> (1988 apud CHUDNOVSKY; LÓPEZ, 1997), as firmas decidem fazer aquisições transfronteiriças para aproveitar as vantagens de localização de determinado país ou região e fazer uso de capacidades próprias, ou seja, 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* – investimentos orientados à exploração de recursos naturais ou de mão de obra não-qualificada; ii) *market seeking* – investimentos direcionados à exploração do mercado doméstico do país receptor; iii) *efficiency seeking* – 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; e iv) *strategic asset seeking* – 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 mercados regionais ou globais. Atualmente é a forma predominante de estratégia de inserção do IED.

Funcionalmente, as F&A podem ser classificadas como horizontais, verticais ou conglomeradas. As F&A horizontais ocorrem entre firmas da mesma indústria e têm como finalidade buscar sinergias e aumentar o poder de mercado; as F&A verticais ocorrem entre empresas posicionadas ao longo da cadeia de produção e objetivam reduzir os custos de transação; e as F&A conglomeradas acontecem entre companhias com atividades não relacionadas, entre agentes

<sup>3</sup> Os trabalhos de John Dunning resultaram no paradigma OLI (*Ownership, Location, Internalization*).

que buscam minimizar risco diversificando a produção e aprofundando economias de escopo (KNORST, 2007).

Diversas correntes do pensamento econômico esboçam caminhos interpretativos para a expansão das F&A. Vegro, Veiga Filho e Amaro (2003) afirmam que esta é uma problemática eminentemente microeconômica, embora sua expressão no agregado ganhe contornos muito mais amplos, que abrangem padrões tecnológicos e, mais notadamente, a questão da concorrência nos mercados.

Segundo Cano (2002), o capital financeiro monopolista potencializou o processo concorrencial ao imprimir forte acumulação de capital às economias desenvolvidas e vigoroso processo de inovações e ganhos de produtividade, acirrando a competição entre empresas. Como empresas oligopólicas não são facilmente elimináveis por simples força da concorrência, a fusão ou aquisição de empresas ou até mesmo a aquisição de todas as concorrentes (quando foi permitido), mostrou-se como excelente alternativa para as empresas financeiramente mais fortes. Deste modo, o capital financeiro monopolista potencializou os processos de F&A.

Magalhães et al. (2003) destacam que as F&A são as principais formas de reestruturação patrimonial de empresas e que estes processos se justificam pela melhoria da eficiência técnica e alocativa da firma, pois os custos administrativos e os gastos com esforço de vendas são reduzidos e pelas economias de escala e escopo que estas operações promovem. Outras motivações econômicas destas ações são a redução dos custos de transação e de P&D, além da ampliação do poder de mercado.

Entre os principais motivos apontados para a realização de F&A, segundo UNCTAD (2000), está 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 (ET). Entretanto, nos anos 1990, o principal meio de conquista de mercado dessas empresas passou a ser através de F&A transfronteiriças.

Pasin, Bucchi e Calais (2003) enfatizam que os processos de F&A entre empresas representam uma oportunidade rápida de penetração em novos mercados e países, pois o investidor compra uma empresa em operação com carteira de clientes, marca estabelecida e ativos em pleno funcionamento. A UNCTAD (2000) apresenta esta mesma abordagem, ressaltando que ao se obter uma empresa já existente é possível garantir sinergias e acesso a inovações tecnológicas e canais de distribuição de forma mais rápida do que seria no caso de instalar uma nova empresa. Ter acesso a ativos de propriedade, como conhecimento técnico, patentes e marcas, através de F&A, são importantes para que as empresas avancem e consigam vantagens estáticas ou dinâmicas no mercado.

De acordo com Garcia, Gatarossa e Neves (2004, p. 3), as F&A constituem “uma alternativa interessante para a adequação do porte e da estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura econômica mundial”. Muitos investimentos diretos no país dão-se por meio de aquisições de empresas, pois, assim, a multinacional reduz custos com aprendizado, já entrando com participação de mercado e ativos em funcionamento. Segundo Ferrari (1996 apud GARCIA, GATAROSSA e NEVES, 2004, p. 4), os investimentos:

[...] a partir da estaca zero estão sendo substituídos pelas técnicas de F&A ou formação de *joint ventures*, de forma a diminuir os custos operacionais, por razões estratégicas, mercadológicas, culturais ou tecnológicas. [...] Os grupos econômicos ora se desfazem de ativos não rentáveis, ou fora do negócio central (*core business*), ora adquirem empresas com vistas à diversificação, sobreposição da concorrência ou verticalização, assim como motivações fundamentalmente tecnológicas.

Pelo exposto, verifica-se que existem inúmeros fatores que motivam a realização de transações envolvendo F&A. Entretanto, os mesmos adquirem importâncias distintas ao longo do tempo e estão intimamente ligados a estrutura preexistente no país. Por isso, avaliam-se na pesquisa as principais mudanças ocorridas na economia brasileira e determina-se a evolução das transações de F&A ocorridas no país entre 1990 e 2006.

A figura 1 mostra que as mudanças que ocorrem na economia nacional influenciam as operações de F&A. A intensidade com que ocorre a alteração no ambiente exige dos gestores de empresas agilidade para adaptar os negócios a nova realidade, sendo a reestruturação patrimonial da empresa a principal alternativa. É importante ressaltar que as mudanças ocorridas na economia mundial também afetam as estratégias de F&A e a economia brasileira. Entretanto, pressupõe-se que os fatores domésticos continuam sendo os principais determinantes do processo.

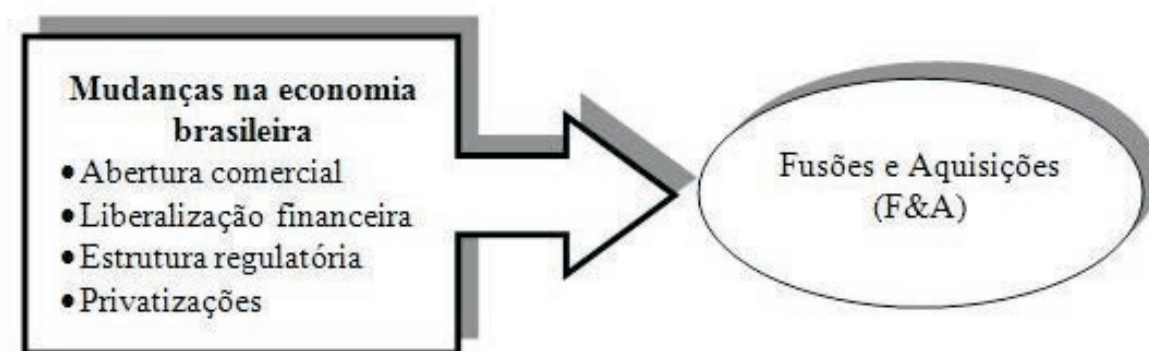


Figura 1 – Modelo analítico

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como as transações de F&A no Brasil acompanham as alterações que ocorrem no ambiente macroeconômico do país, faz-se necessário avaliar as principais ações do governo brasileiro no sentido de adequar a economia nacional a nova realidade internacional, tais como: a abertura comercial, iniciada no final dos anos 1980 e implementada com a redução de tarifas de importação; os processos de privatizações, que geram mudanças no setor produtivo e são responsáveis por parte da mudança patrimonial de empresas; a liberalização financeira, que facilita a entrada de IED; e a desregulamentação de setores da economia e/ou a regulamentação, que cria uma lacuna entre a lei de defesa da concorrência e a sua aplicação.

A análise dos processos de F&A 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). Ainda, os mesmos são conjugados, já que o número de fusões é pequeno quando comparado ao número de aquisições (UNCTAD, 2000).

### 3 Mudanças estruturais no Brasil de 1990 a 2006

Nas quatro décadas que se seguem ao pós-guerra, o Brasil assumiu uma política de desenvolvimento voltada para dentro, o Modelo de Substituição de Importações (MSI). Nesse modelo, a intervenção estatal é muito forte, sendo o Estado um importante produtor de bens e

serviços na economia. Como consequência dessa política, as empresas nacionais tornam-se pouco competitivas no 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 passaram a adotar as medidas sugeridas no Consenso de Washington<sup>4</sup>. Entre as medidas sugeridas estão:

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

A adoção de tais medidas objetivava estabilizar a economia e permitir a reinserção dos países em desenvolvimento na economia mundial, além de aumentar a concorrência e contribuir para acelerar a reestruturação patrimonial de empresas. Dentre as medidas adotadas pelo Brasil, destacam-se: a abertura comercial, a liberalização financeira, as privatizações e a desregulamentação dos mercados. Assim, a seguir, busca-se descrever como a adoção de tais medidas alterou a estrutura produtiva brasileira à medida que estas estimularam os processos de F&A no país.

### 3.1 Abertura comercial

A abertura comercial no Brasil foi um marco da evolução econômica pela qual o país passou ao longo dos anos 1990, pois implicou em uma grande mudança de caráter institucional e, posteriormente, estrutural da economia à medida que modificou a conduta e as estratégias das empresas que atuavam no ambiente econômico brasileiro.

Foi em 1988 que as primeiras medidas no sentido de reduzir alíquotas de importação e eliminar determinadas barreiras não-tarifárias foram adotadas. Markwald (2001) destaca que, em 1993, quando o processo de liberalização comercial estava praticamente concluído, o processo de privatização começava a dar os primeiros passos e a desregulamentação da economia não havia ainda começado.

De acordo com Rocha (2002, p. 6), com o prolongamento da crise nos anos 1980, a tese que identificava a “grande participação do Estado na economia e no fechamento do mercado

---

<sup>4</sup> Em 1989, foi elaborado um conjunto de propostas por economistas de instituições financeiras sediadas em Washington, como o FMI, o Banco Mundial e o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos, fundamentadas em um texto do economista inglês John Williamson, que abrangia desde o futuro da economia mundial às políticas de desenvolvimento e especificamente o papel do Estado na economia. Esse conjunto de propostas visava promover o ajustamento econômico dos países em desenvolvimento e foi denominado, em 1990, pelo economista norte-americano John Williamson de “Consenso de Washington”. Como destaca Nascimento (2000), além de processos de privatizações, liberalização financeira e comercial e desregulamentação da economia, o Consenso propunha: disciplina fiscal; priorização dos gastos públicos; reforma tributária; regime cambial e investimentos diretos estrangeiros.

interno ao comércio internacional” como motivo das restrições ao crescimento do país ganhou força e, seguindo orientações de instituições internacionais, a proposta de abertura comercial passou a ser implementada no Brasil. A extinção ou redução de determinadas barreiras comerciais marca, portanto, “a ruptura entre o regime fechado e protecionista herdado do modelo de industrialização baseado na substituição de importações e o regime de economia aberta que vem caracterizando o desenvolvimento econômico brasileiro nos últimos anos” (MARKWALD, 2001, p. 1).

Silber (2002) observa que a implantação da nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE) contribuiu para a inserção competitiva da economia brasileira no mundo. O autor também destaca que é possível identificar dois períodos na política brasileira no que tange a sua inserção internacional. O primeiro compreendeu os anos de 1974 a 1988 e foi caracterizado por um fechamento da economia, onde ocorreu o aumento das restrições não-tarifárias e das tarifas de importação, o que veio a tornar o Brasil uma das economias mais fechadas do mundo. O segundo teve início em 1988 e se notabilizou pela abertura econômica, quando o país eliminou os regimes especiais de importação (à exceção do *drawback*, acordos internacionais e Zona Franca de Manaus), os controles administrativos sobre as importações (restrições não-tarifárias) e a exigência de financiamento compulsório das importações e alterou o regime cambial do país (SILBER, 2002).

Com a posse do governo Collor (1990), a estrutura de controle e promoção do comércio exterior teve profundas alterações. No que se refere a tarifas, foi implementado um cronograma de redução de alíquotas de importação com o objetivo de promover a queda gradual das tarifas média, modal e de seu desvio padrão, entre janeiro de 1991 e dezembro de 1994 (AZEVEDO; PORTUGAL, 1998). A tabela 1 mostra a evolução da tarifa de importação, assim como o cronograma tarifário<sup>5</sup> utilizado pelo governo federal.

Tabela 1 – A evolução nominal da tarifa de importação e cronograma tarifário (%)

Ano		1991	1992	1993	1994
Tarifa de Importação	Média	25,3	20,8	16,5	14,0
	Moda	20	20	20	20
	Desvio Padrão	17,4	14,2	10,7	8,3
Cronograma Previsto de redução tarifária	Média	25,3	21,2*	17,1*	14,2*
	Moda	20	20	20	20
	Desvio Padrão	17,4	14,2	10,7	7,9

Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (apud AZEVEDO; PORTUGAL, 1998).

Notas: (\*) O cronograma tarifário previsto em 1991 foi posteriormente antecipado em 01/10/92, 01/07/93 e 01/10/94.

O cronograma de redução tarifária foi antecipado em 1992, 1993 e 1994 em função da utilização da abertura comercial como instrumento de controle da inflação, o que gerou insatisfação em setores prejudicados pela antecipação na redução das alíquotas. Constata-se também, na tabela 1, que a implementação do cronograma teve influência direta sobre a média e o

<sup>5</sup> O critério empregado para o cálculo da tarifa de importação separou cerca de 13.500 produtos em sete grupos, fixando a alíquota de importação entre zero e 40%. Entre os critérios utilizados para classificar os produtos por faixas tarifárias foi o grau de competitividade, a existência de produção doméstica e a própria estrutura tarifária vigente.

desvio padrão da tarifa efetiva de importação, pois entre os anos de 1991 e 1994 esta apresentou uma redução de 44,66%, seguindo a meta fixada pelo governo. Analisando a série histórica de 1990 a 2006 da tarifa nominal de importação (ver Gráfico 1), percebe-se que, após a abertura comercial, ocorreu uma redução de 73,91% da alíquota. Entretanto, entre os anos de 1995 e 1998 (Plano Real) a tarifa de importação apresentou uma reversão parcial da abertura comercial, explicada pela proteção da produção doméstica de bens duráveis, especialmente automóveis, eletrônicos, calçados, tecidos e brinquedos, motivada pela forte valorização do Real (SILBER, 2002, p. 6).

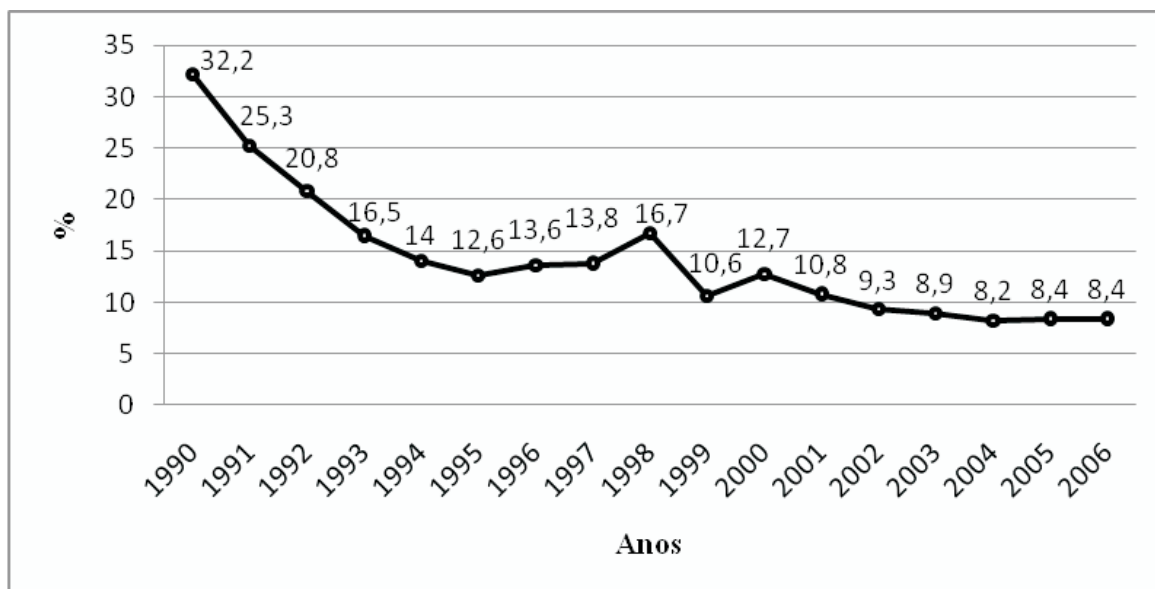


Gráfico 1 – Evolução nominal média das tarifas de importação brasileiras (em %) <sup>6</sup>

Fonte: Elaborado a partir de dados do Ministério da Fazenda.

Nota: A partir de 2000 o Ministério da Fazenda difere as tarifas em "s/acordo" (representa a Tarifa Externa Comum – TEC) e "c/acordo" (representa as tarifas estabelecidas pela Organização Mundial do Comércio – OMC -, pela Associação Latino America de Integração – ALADI – e pelo Mercado Comum do Sul – MERCOSUL). As percentagens apresentadas na tabela acima referem-se apenas as tarifas "s/acordo".

Com a abertura comercial, as importações passaram de um patamar de US\$ 20 bilhões ao ano em 1990 para mais de US\$ 90 bilhões em 2006, o que mostra, portanto, que a PICE alterou as regras do jogo econômico e transformou o Brasil em uma economia mais aberta. Kume (1996) afirma que, juntamente à abertura comercial, ocorreu uma redução gradativa do nível e do grau de proteção às atividades competitivas e, após vários anos de proibições às importações de produtos que competiam com os produtos locais, as indústrias brasileiras se viram expostas à concorrência internacional. Desta forma, a reorganização dos mercados provocou uma alteração nas estratégias das empresas que, após a liberalização comercial, passaram a preocupar-se com a aquisição de capacidade tecnológica e eficiência produtiva.

A partir da crescente entrada de produtos importados no Brasil, a demanda por produtos nacionais sofreu uma queda acentuada e as empresas nacionais que apresentavam desvantagens tecnológicas e de capital frente às empresas estrangeiras acabaram se unindo a estas para

<sup>6</sup> O nível efetivo de proteção à indústria nacional pode ser calculado, segundo o Ministério da Fazenda, de duas maneiras: uma através da alíquota média calculada nominal, obtida a partir do quociente entre o imposto calculado (TEC nominal) e o total tributável; outra é a alíquota média real, encontrada a partir da divisão entre o valor efetivamente pago pelo total tributável. Os valores apresentados no gráfico 1, como destacado, referem-se à alíquota média calculada nominal.



produzir de maneira competitiva. Almeida (1999) destaca que a reorganização dos mercados como consequência da abertura comercial esteve caracterizada pela entrada de muitas empresas estrangeiras que, ao contrário das empresas nacionais, eram capazes de realizar investimentos. Assim, difundiu-se um novo padrão tecnológico por meio de F&A no mercado brasileiro.

### 3.2 Liberalização financeira

A inserção financeira do Brasil na economia mundial teve início no final dos anos 1980. Como expõe Sicsú (2006), alguns preferem chamá-la de integração financeira, pois com ela o sistema financeiro nacional tornou-se integrante de um sistema composto por inúmeros mercados domésticos. Outros optam pelo termo conversibilidade (ou abertura) da conta de capitais do balanço de pagamento, ou seja, a moeda nacional passou a ser livremente conversível em moeda de outros países, o que elimina todas as restrições à entrada e saída de recursos ao exterior.

A liberalização financeira da década de 1990 difere daquela realizada pelo país na década de 1950 e 1970, pois tanto o cenário financeiro internacional quanto as políticas internas haviam sido alteradas no decorrer deste período. Nos anos 1950, em termos nacionais, a prioridade era o Plano de Metas e, do lado externo, a regulação financeira de controle de capitais e as taxas fixas de câmbio do Sistema *Bretton Woods*<sup>7</sup> (SBW) era o que prevalecia. Quando em 1970 o SBW entra em crise, o país ainda consegue desenvolver o seu Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico – ancorado por empresas estatais, privadas e também por empresas multinacionais. Já os anos 1990 caracterizaram-se por um livre movimento de capitais e taxas de câmbio flexíveis, ou seja, o que prevalece é o regime de globalização financeira. No ambiente interno, o desenvolvimento econômico é diretamente influenciado pelas forças de mercado, consequência direta da prática de abertura financeira (CORAZZA, 2004).

Durante parte do século XX as transações financeiras domésticas eram estritamente regulamentadas. A imposição de limites às taxas de juros, as regras para operações cautelosas dos bancos e outras instituições financeiras, os limites aos tipos de negócios que podiam ser empreendidos por cada instituição financeira e as normas para proteger os investidores das manipulações no mercado por agentes financeiros eram aspectos comuns a qualquer economia capitalista. A ideia de liberalização financeira ganhou força quando surgiu o temor de que sistemas financeiros controlados diminuíssem os rendimentos de seus poupadores, levando, assim, a poupanças menores, ou seja, sugeria-se que os mercados eram melhores na alocação de recursos do que os governos. Assim, o Estado deveria “liberar” os empreendedores privados em toda parte, incluindo o mercado financeiro (IBASA, 2007).

A abertura financeira do Brasil para o exterior e o retorno do país ao mercado internacional de capitais foram traços marcantes do governo de Fernando Collor de Mello. Como ressalta Loureiro (2007), a eleição de Collor para presidente nas eleições de 1989 representou a vitória dos defensores das reformas neoliberais no país. A partir de então, a abertura econômico-financeira tornou-se um verdadeiro “projeto de Estado”. Já nos primeiros meses como governante, Collor deu início a um conjunto de medidas liberalizantes com o intuito de, segundo ele, transformar as “carroças” produzidas no país em “carros” (OLIVEIRA, 2002 apud LOU-

---

<sup>7</sup> Bretton Woods é uma localidade de New Hampshire (EUA) e nela se reuniram 730 delegados de 44 países aliados na Segunda Guerra Mundial (em julho de 1944). A reunião tinha como objetivo desenhar um sistema monetário que regulasse o comércio mundial após o fim da guerra.

REIRO, 2007). Esta metáfora automobilística demonstrava a necessidade de modernização da indústria brasileira. Outro fator considerado decisivo para a implantação da liberalização financeira no país era a grande dificuldade que existia para obtenção de financiamento externo, situação que havia sido agravada com a crise da dívida externa de 1982.

Assim, para atrair capital estrangeiro<sup>8</sup> para o país, o governo brasileiro incentivou a entrada de capitais através de uma política de liberalização financeira, onde, entre as principais medidas, destacam-se:

- a) início da concessão de financiamentos do BNDES, a partir de 1991, a EMNs; b) redução do poder regulatório do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), responsável pela aprovação de acordos de transferência de tecnologia; c) fim da Lei de Informática em 1992; d) autorização, em 1991, para que as EMNs passem a usar lucros financeiros para constituir aumento de capital registrado; e) permissão, em 1991, para pagamento de *royalties* das EMNs para suas matrizes; f) redução do Imposto de Renda sobre remessas; e g) autorização de remessas de dividendos associadas a capital ainda em vias de registro no Banco Central do Brasil (CANUTO, 1993 apud NONNENBERG, 2003, p. 30).

Dessa forma, ingressaram, durante o governo Collor, em empréstimos intraempresas, emissão de títulos de dívida, empréstimos e financiamento de organismos internacionais e fornecedores, operações de *leasing* e investimento direto em bolsa de valores, cerca de US\$ 29,5 bilhões (NASCIMENTO, 2000).

Já no governo Fernando Henrique Cardoso, após a implantação do Plano Real, em 1994, e a consequente manutenção da estabilidade econômica (caracterizada pela eliminação de “ganhos inflacionários e pela maior competitividade dos bancos no mercado de crédito e prestação de serviços”), a exigência de uma sensível reestruturação do sistema financeiro permanecia, de modo que era necessário adaptá-lo às novas condições do mercado (BACEN, 1996). Nonnenberg (2003) destaca que, em 1995, novas medidas foram adotadas para favorecer a entrada de investimentos diretos no país, onde se destacam: a eliminação, em termos constitucionais, da separação entre empresas nacionais e estrangeiras e a nova lei de propriedade industrial.

Em 1996, foi reconhecida pelo governo brasileiro como de interesse nacional a participação do capital estrangeiro no sistema financeiro, sendo através da constituição de novas instituições ou para o reforço de capitais já existentes. Na prática, este conceito representa a “ampliação na utilização de poupança externa e, principalmente, ganhos econômicos decorrentes da introdução de avançadas tecnologias de gerenciamento de recursos e inovação de produtos e serviços, possibilitando maior eficiência alocativa dos agentes econômicos” (BACEN, 1996).

Atualmente, as relações financeiras do Brasil com o exterior são exercidas, em sua maioria, pelo Banco Central do Brasil (BACEN), que é órgão responsável pela correta aplicação das leis e normas no que tange às relações econômicas multilaterais do país. O Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio do BACEN (antigo FIRCE) é o local onde deve ser registrado todo o investimento ou reinvestimento estrangeiro realizado no país, de forma a garantir proteção ao retorno do capital e o envio de rendimentos (ADI, 2006 apud KNORST, 2007). Em termos jurídicos, não há distinção entre o capital nacional e capital estrangeiro, porém:

<sup>8</sup> Segundo a Lei 4131/62, são considerados capitais estrangeiros “os bens, máquinas e equipamentos, entrados no Brasil sem dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens ou serviços, bem como os recursos financeiros ou monetários, introduzidos no país, para aplicação em atividades econômicas desde que, em ambas as hipóteses, pertençam a pessoas físicas ou jurídicas residentes, domiciliadas ou com sede no exterior”.

[...] existem restrições à participação de capital estrangeiro nos setores vinculados à energia nuclear, indústria aeroespacial, transporte aéreo de cabotagem, serviços de correio e telégrafos, assistência à saúde, propriedade de terras e atividades comerciais em áreas de fronteira, propriedade e gerência de comunicação (ADI, 2006 apud KNORST, 2007).

Com a adoção dessas medidas, os fluxos de IED (líquido) em direção ao Brasil tornaram-se expressivos a partir da implementação do Plano Real (1994), como pode ser visto a partir do gráfico 2. De acordo com Knorst (2007), a relevância dos fluxos de IED para o Brasil encontra-se no fato deste ser capaz de dinamizar a economia do país. Este fator é importante diante da pouca capacidade que o Estado tem de investir, além de facilitar ao país o acesso à tecnologia de ponta, a financiamento externo e a canais de comercialização externos.

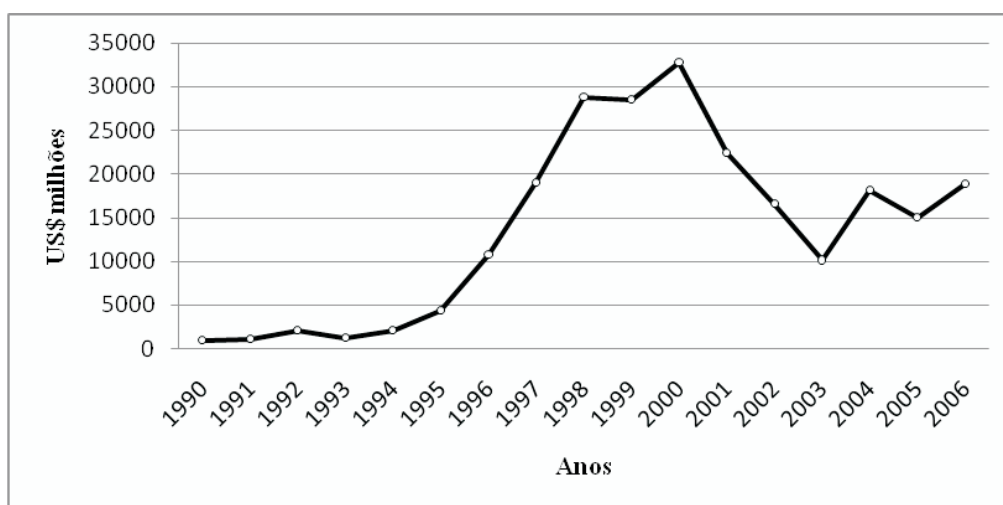


Gráfico 2 – Fluxos de IED, 1990-2006 (em US\$ milhões)

Fonte: Banco Central do Brasil - Balanço de pagamentos.

O aumento de IED no período de 1994 a 2000 é explicado por dois motivos (NONNENBERG, 2003): o primeiro está relacionado à globalização financeira, liberalização dos regimes de IED em muitos países e as crescentes transações de F&A, incluindo nelas os processos de privatizações; e o segundo tem a ver com as alterações de políticas econômicas ocorridas a partir de 1990, como as privatizações e a desregulamentação da economia, que proporcionaram novas oportunidades para os investidores externos.

De 2000 a 2003, o total de ingressos externos no país apresentou uma queda de 69,05%, chegando a um patamar inferior ao de 1996, quando o fluxo de IED para o Brasil foi de cerca de US\$ 10 bilhões. Este movimento não ocorreu só no Brasil, mas em toda América Latina, e a principal causa levantada foi a instabilidade política e econômica da região, com crises políticas na Venezuela, estagnação econômica na Argentina (devido a supervalorização do peso até 2001) e insegurança na Colômbia. Para o Brasil, as causas apontadas para a queda do IED foram a desvalorização do Real (em 1999) e o esgotamento das privatizações<sup>9</sup> (UNCTAD, 2004).

<sup>9</sup> A UNCTAD (2004) destaca que esta acentuada redução de IED pouco afetou a produtividade das empresas nacionais, prejudicando apenas aqueles setores que direcionaram a produção para a exportação, porque tiveram que competir no mercado externo. Isto ocorreu porque os investimentos foram destinados, principalmente, para o setor de serviços, tais como: bancos, distribuidoras elétricas e de gás, telecomunicação e transportes.

A liberalização financeira, portanto, criou um ambiente mais favorável para as empresas transnacionais (ETN) que estavam estabelecidas no país e também para aquelas que aqui desejavam atuar, uma vez que eliminou as restrições ao uso de recursos do sistema financeiro nacional e estimulou a entrada de capital estrangeiro. Assim, o total de F&A no país aumentou gradativamente após a liberalização financeira, pois, como destaca Carcanholo (2001), o IED é utilizado geralmente para aquisição de estatais e em processos de F&A.

### 3.3 Estrutura regulatória

Toda e qualquer forma de F&A que visa a aumentar a concentração econômica tem efeitos positivos e negativos sobre o bem-estar econômico. Os efeitos positivos derivam de economias de escala, de escopo e de redução dos custos de transação, enquanto os negativos surgem a partir de uma eventual concentração de poder de mercado, gerando aumento excessivo dos preços, queda na qualidade, pequena diferenciação dos produtos e redução dos investimentos em P&D. Dessa forma, como ressalta Gama (2005), cabe aos órgãos de regulamentação realizar uma análise dos custos e dos benefícios gerados pelos atos de concentração, aprovando aqueles que gerarem efeitos líquidos positivos e reprovando ou adotando medidas corretivas àqueles que gerarem efeitos líquidos negativos para o bem-estar da economia.

Assim, o movimento pela reestruturação do Estado brasileiro, no decorrer na década de 1990, teve como uma das propostas fundamentais promover a descentralização decisória e de controle do governo sobre diversas áreas da economia, sobretudo a partir das agências reguladoras setoriais. Como destaca Leal (2003, p. 3):

[...] a redefinição do Estado aponta para a sua função não mais de promotor do desenvolvimento econômico e social, mas passa a assumir a atribuição de provedor e regulador desse desenvolvimento, inclusive incentivando um reordenamento do campo normativo-jurídico de sua estrutura, como a criação de agências reguladoras para apoiá-lo na tarefa de regular ambientes altamente competitivos onde circulam grandes quantidades de capitais estrangeiros.

Para Garcias (2003), a existência de imperfeições no mercado brasileiro tornava difícil o sucesso de políticas de valorização do consumidor, assim como de incentivo à concorrência através da desindexação dos preços. Monopólios e oligopólios estatais presentes em diversos setores da economia coíbiam o bom funcionamento de mecanismos de livre concorrência e se revelavam uma barreira para o alcance da eficiência econômica e de seus respectivos benefícios.

A legislação de defesa da concorrência no Brasil foi criada em 1938, quando todos os tipos de F&A que visassem impedir a concorrência eram considerados delito. Em 1962 foi criada uma legislação antitruste baseada na *Sherman Act* (EUA) e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), órgão vinculado à Presidência da República, foi nomeado para reprimir o abuso do poder econômico (GAMA, 2005). Porém, como destaca Garcias (2003), foi apenas em 1994 que o CADE começou a atuar como autarquia, ficando vinculado à Secretaria de Direito Econômico (SDE) no Ministério da Justiça. Com a transformação do CADE em autarquia federal criou-se melhores condições para execução de funções relacionadas ao controle preventivo e abuso do poder econômico. Juntamente com a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), que possui a responsabilidade de executar trabalhos de perícia técnica e econômica, as atuações do CADE abrangem:

a) controle das estruturas de mercado, ao avaliar as aquisições e fusões entre empresas; b) controle de condutas ou práticas anti-concorrenciais. No controle de estruturas, o Cade aprecia 'se determinada concentração ou acordo entre empresas pode causar efeitos anti-concorrenciais danosos à concorrência. Preocupa-se com o grau de concentração da oferta, utilizando como bases para análise, dentre outros, o mercado relevante (produtos e geográfico), as barreiras à entrada de potenciais competidores e os produtos substitutos' (Relatório SEAE, 1997, p.2). O controle de condutas, por sua vez, 'consiste na apuração de comportamentos abusivos de empresas que detêm poder sobre determinado mercado, dos quais são exemplos a venda casada por empresa que domine determinado mercado, ou o conluio para fixar preços entre empresas que formam oligopólio em algum mercado' (RELATÓRIO SEAE, 1997, p.3 apud GARCIAS, 2003, p. 16).

O CADE desempenha, portanto, três papéis principais: o preventivo, no qual o objetivo é analisar as alterações estruturais do mercado que afetem negativamente a concorrência; o repressivo, reprimindo os negócios considerados prejudiciais à livre concorrência através de alienação total ou parcial dos ativos envolvidos na operação ou até mesmo determinar a desconstituição total da operação; e o papel educativo, através da difusão do ideal de livre concorrência (CADE, 2007).

Apesar das reformulações na estrutura regulatória brasileira terem como objetivo torná-la mais eficaz, durante a década de 1990 nenhuma transação de F&A foi impedida de ser concretizada no país. Como destaca Cano (2002), o máximo que o CADE conseguiu foi impor algumas restrições aos processos, como, por exemplo, exigir que a compradora se desfizesse de alguma unidade produtiva ou impedir a utilização da marca da empresa adquirida pela compradora (caso Colgate, quando adquiriu a Kolynos). A inoperância do CADE em relação à F&A nos anos 1990 também é atribuída a sua submissão ao governo federal, que apoiava e incentivava este tipo de transação por defender que estas levavam a ganhos de escala, capital e tecnologia, além de financiar o balanço de pagamentos do país mediante a entrada de capital estrangeiro.

### 3.4 Privatizações

O Brasil vem experimentando, já há alguns anos, uma nova etapa do processo de retirada do Estado da exploração direta de atividades econômicas, funções essas que o governo assumira diretamente ou através das chamadas empresas estatais. A atuação do Estado surgiu diante da insuficiência de recursos por parte do setor privado, por fatores relacionados a setores estratégicos para a economia nacional, por nacionalismo econômico e/ou socorro a empresas privadas em dificuldade. Historicamente, a participação do Estado em atividades econômicas privadas pode ser identificada com a criação do Banco do Brasil S/A, primeira sociedade de economia mista, seguindo em ordem cronológica pela criação do Banco do Estado de São Paulo S/A, do Banco Mineiro da Produção e do Banco de Crédito da Borracha. Cyrino (2001) destaca que o Estado-empresário, que teve atuação decisiva em determinada etapa da vida nacional ao levar adiante a industrialização acelerada, expandiu-se a tal ponto no regime militar que, no final dos anos 1970, o controle estatal sobre as atividades produtivas não encontrava equivalente em nenhuma outra economia do mundo.

A privatização entrou formalmente na pauta brasileira de debates em 1979, com a criação do Programa Nacional de Desburocratização, que tinha entre seus objetivos estabelecer a venda de empresas estatais. Pêgo Filho, Lima e Pereira (1999) afirmam que existiram dois aspectos fundamentais que influenciaram a realização de privatizações, um de natureza interna

e outro de natureza externa. O primeiro fator refere-se à perda da capacidade de investimento do Estado brasileiro, provocada pela crise da dívida externa iniciada no final do anos 1970. O gráfico 3 mostra o acentuado aumento da dívida externa brasileira que, em 1990, era de US\$ 123.438,50 milhões, chegando a US\$ 241.644,07 milhões em 1998.

O aspecto externo que influenciou a realização das privatizações no Brasil está relacionado à ampla repercussão dos programas de liberalização anunciados pela Grã-Bretanha e outros países (que incluíam a desregulamentação e a privatização). Pêgo Filho, Lima e Pereira (1999) acrescentam que desde que a onda de privatizações teve início mais de quinze mil empresas foram privatizadas no mundo, a grande maioria depois de 1990.

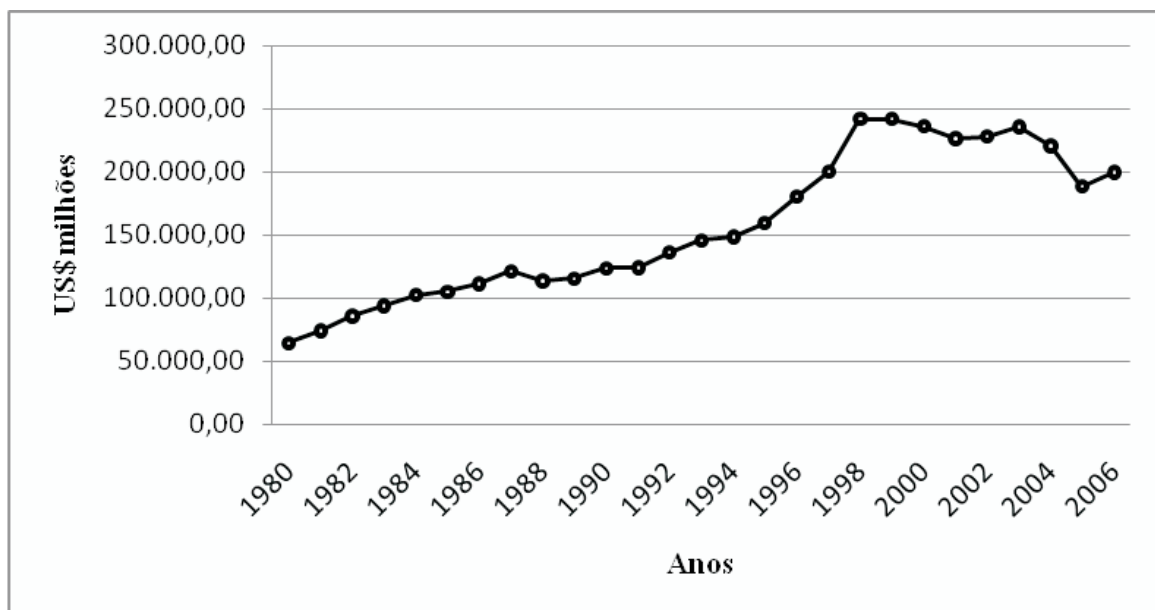


Gráfico 3 – Dívida Externa Total (em US\$ milhões)

Fonte: IPEADATA.

O programa de desestatização foi iniciado no governo Collor, inibido no governo Itamar e acelerado no governo Fernando Henrique Cardoso. Em março de 1990, foi enviado ao Congresso Nacional a Medida Provisória nº. 115, contendo o que viria a ser a base legal do Programa Nacional de Desestatização (PND). A MP destacava a intenção do executivo em usar as privatizações como mecanismo para reduzir a dívida pública e consolidar o plano de estabilização da economia. Quando o PND foi lançado, o governo pretendia privatizar rapidamente grandes empresas, projetando uma receita de US\$ 9 bilhões só em 1990, cifra reduzida para US\$ 7 bilhões ainda em maio, chegando a apenas US\$ 4 bilhões em julho. Porém, a ligação entre privatizações e programa de estabilização foi muito prejudicada, pois 1990 acabou sem nenhuma empresa privatizada (PINHEIRO; FUKASAKU, 2000).

Quando, em setembro de 1992, Collor sofre o *impeachment* e é substituído por Itamar Franco, muitos temiam pelo futuro do PND, pois o novo presidente já havia se declarado contra a venda da Usiminas, primeira empresa estatal privatizada. Contudo, Pinheiro e Fukasaku (2000) destacam que o governo deu continuidade ao processo de privatização, vendendo empresas do setor petroquímico e todas as estatais dos setores de siderurgia e fertilizantes.

Durante o governo Fernando Henrique Cardoso, de acordo com Pinheiro e Fukasaku (2000), teve início a fase mais longa, mais difícil e mais importante da privatização, abrangendo

os setores elétrico, financeiro e as concessões das áreas de transporte, rodovias, saneamento, portos e telecomunicações. Neste período o programa se estendeu a estados e municípios, e a mudança no papel do governo na economia atingiu um grau nunca antes visto. A tabela 2 mostra a receita obtida com as privatizações, assim como o montante de dívida transferida para empresas privadas, tanto em âmbito federal quanto estadual. O que fica evidente na tabela é o acentuado aumento ocorrido entre 1995-2002, o qual se deve, fundamentalmente, pelo fim dos monopólios das telecomunicações, da distribuição de gás por duto e do setor petrolífero, além da eliminação entre a distinção entre empresas nacionais e estrangeiras, que estimulou a privatização dos setores de mineração e geração de eletricidade.

Tabela 2 – Privatizações - valores acumulados (em US\$ milhões)

Período	Receita de Venda	Dívidas Transferidas	Resultado Total	Porcentagem
1990-1994	8,608	3.266	11.874	11,2%
1995-2002	78.614	14.810	93.424	88,8%
Total	87.222	18.076	105.298	100%

Fonte: BNDES (2002).

De acordo com Pinheiro, Giambiagi e Moreira (2001), a ampliação das privatizações no governo de Fernando Henrique Cardoso foi importante para sustentação do Plano Real, especialmente no seu primeiro mandato. O auge das privatizações, ocorrido em 1997 e 1998, atraiu fluxos de IED para o Brasil, o que contribuiu para o financiamento do *deficit* em conta corrente do país. Outro fator providencial das privatizações foi o de evitar uma explosão da dívida pública. Carvalho (2000 apud PINHEIRO; GIAMBIAGI; MOREIRA, 2001) afirma que devido às receitas das privatizações serem usadas para o abatimento da dívida pública, em dezembro de 1999, esta representava 8,4% do PIB.

O programa de privatização representou um importante meio de crescimento dos processos de F&A no país. O gráfico 4 mostra uma comparação entre o total de privatizações e de processos de F&A para os anos de 1991 a 1998 (início e auge das privatizações, pois, em 1999, estas não chegaram a 12% do total de 1998).

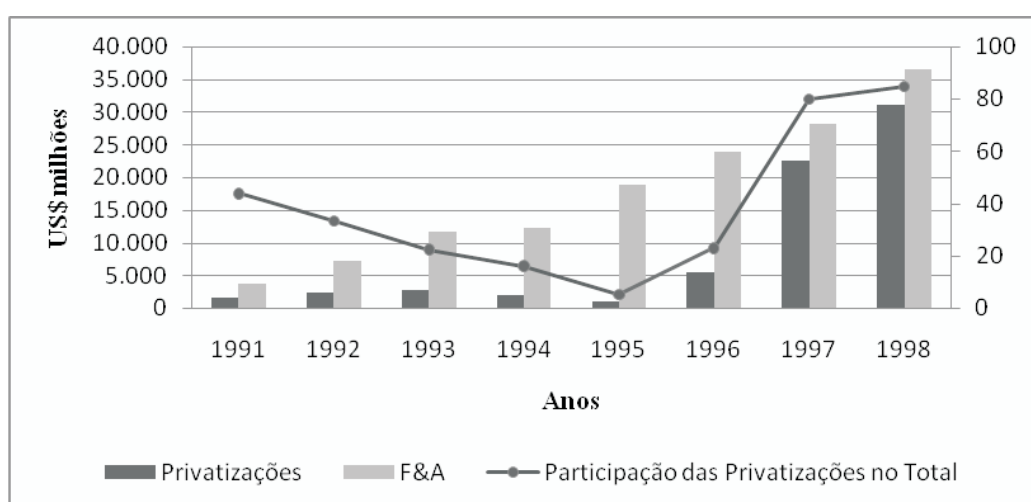


Gráfico 4 – Participação das privatizações nas F&A (em US\$ milhões)

Fonte: Siffert Filho e Silva (1999, p. 384).

Nota-se que a partir de 1995, quando o número de privatizações aumentou, o total de F&A também cresceu consideravelmente. As grandes privatizações ocorridas entre 1997 e 1998, ao atrair IED para o país, alavancaram as F&A à medida que estas passaram de uma modesta cifra de US\$ 3.677 milhões, em 1991, para US\$ 36.515, em 1998, sendo que, entre 1995 e 1998, a participação das privatizações no total de F&A cresceu 93,25%.

#### 4 As fusões e aquisições de empresas no Brasil

Os processos de fusão e aquisição no Brasil passou 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), estão à inserção do país na economia global competitiva, com a realização da abertura econômica e financeira, as privatizações, o fim de monopólios e a modernização institucional.

Nas operações de F&A ocorridas no Brasil a participação de empresas nacionais é inferior ao de empresas estrangeiras (ver Tabela 3). Entre 1992 e 2006, das 4.032 operações registradas, 1.803 foram transações domésticas (42,55%), contra 2.434 transações transfronteiriças (57,45%). Verifica-se também que em dois períodos (1992 - 1993 e 2002 - 2003), respectivamente, períodos que antecedem ao Plano Real e a eleição do Governo Lula, momentos de maior incerteza na economia, as transações de F&A domésticas superaram as transfronteiriças (veja os destaques).

Tabela 3 - Número de operações de F&A no Brasil (1992-2006)

Ano	Domésticas (A)	Transfronteiriças (B)	Total (C)	A/C (%)	B/C (%)
1992	37	21	58	<b>63,79</b>	36,21
1993	82	68	150	<b>54,67</b>	45,33
1994	81	91	172	47,09	52,91
1995	82	130	212	38,68	61,32
1996	161	167	328	49,09	50,91
1997	168	204	372	45,16	54,84
1998	130	221	351	37,04	62,96
1999	101	208	309	32,69	67,31
2000	123	230	353	34,84	65,16
2001	146	194	340	42,94	57,06
2002	143	84	227	<b>63,00</b>	37,00
2003	116	114	230	<b>50,43</b>	49,57
2004	100	199	299	33,44	66,56
2005	150	213	363	41,32	58,68
2006	183	290	473	38,69	61,31
Total	1.803	2.434	4.237	42,55	57,45

Fonte: Elaborada a partir de KPMG (2007, p. 10) e Siffert Filho e Silva (1999, p. 382).

Este processo contribuiu, segundo Laplane e Sarti (2002), para o aprofundamento da internacionalização da economia brasileira. Na Tabela 4, pode-se constatar que apenas em 2004 e 2006 as vendas de empresas brasileiras foram inferiores as compras, consequência de transações atípicas, como a compra da mineradora de níquel Inco (do Canadá) pela empresa Vale do Rio Doce (em 2006), que sozinha envolveu cerca de US\$ 14,6 bilhões. Assim, a UNCTAD (2000) destaca que enquanto nos países desenvolvidos o processo se caracterizou por uma “via de mão-dupla”, ou seja, empresas nacionais foram compradas dentro de seu território e também compraram empresas estrangeiras no exterior, no Brasil o processo foi predominantemente de “mão única”, pois pouquíssimas empresas brasileiras realizaram operações no exterior, ao



mesmo tempo em que foi elevado o número de desnacionalização de empresas brasileiras.

Apesar da intensificação das F&A no Brasil, especialmente na segunda metade dos anos 1990, as operações transfronteiriças tiveram pouca representatividade no volume total mundial e seguiram uma tendência global.

Tabela 4 - Vendas e compras por F&A transfronteiriças no Brasil, 1990-2006 (em milhões de dólares)

Ano	Total mundial (A)	Vendas (B)	B/A (%)	Compras (C)	C/A (%)
1990	150.576	217	0,14	nd	nd
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	9.357	1,30	1.908	0,26
2000	1.143.816	23.013	2,01	429	0,04
2001	593.960	7.003	1,18	2.774	0,47
2002	369.789	5.897	1,59	1.302	0,35
2003	296.988	5.271	1,77	3.065	1,03
2004	380.598	6.639	<b>1,74</b>	9.124	<b>2,39</b>
2005	716.302	5.800	0,81	3.848	0,54
2006	880.457	10.035	<b>1,14</b>	20.445	<b>2,32</b>

Fonte: UNCATAD (2000, p. 242 e p. 246); UNCATAD (2004, p. 413 e 417) e UNCATAD (2007, p. 272).  
nd: dado não disponível.

Em termos de vendas, as F&A transfronteiriças cresceram significativamente e passaram a ter uma maior participação no total mundial de transações a partir de 1996 (com o início da venda das maiores estatais brasileiras e o maior volume de entrada de IED), consequência da pós-liberalização financeira. Quanto às compras de empresas estrangeiras por brasileiras, percebe-se que estas tiveram pouca representatividade em termos globais.

Os setores da economia brasileira que mais tiveram operações de F&A entre 1992 e 2006 podem ser visualizados no Gráfico 5.

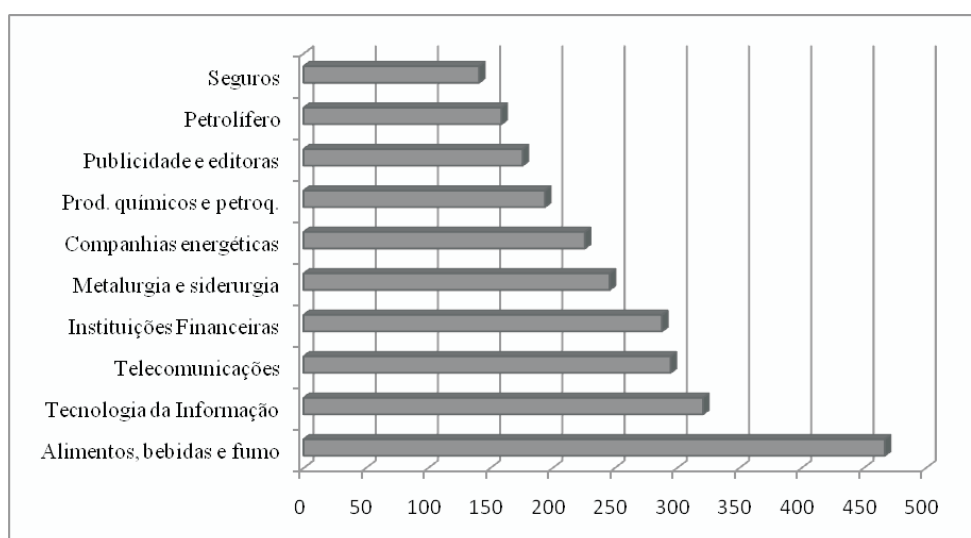


Gráfico 5 – Número de F&A setoriais de 1992 a 2006

Fonte: Fonte: Elaborado a partir de KPMG (2007, p.10 e 11) e Siffert Filho e Silva (1999, p.383).

De acordo com Rodrigues (1999), a liderança do setor de alimentos, bebidas e fumo no total de F&A foi motivada pela expansão da demanda interna neste período, pela estabilização da economia e pelo alto potencial de crescimento do mercado, no médio e longo prazos, em comparação à tendência de estagnação das vendas nas economias desenvolvidas. Na economia brasileira a elasticidade-renda da demanda por alimentos, que depende do nível de renda per capita e da estrutura de distribuição da renda nacional, é maior do que a observada nas economias avançadas. Em função da má distribuição de renda e da baixa renda per capita do povo brasileiro, os produtos oferecidos por este setor tem um importante peso no orçamento familiar, sendo que um pequeno aumento da renda implica em forte crescimento na demanda por alimentos.

Sobre a onda de fusões e aquisições ocorridas no Brasil a partir de 1990, Suen e Kimura (1997) afirmam que ela 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, pois ela afeta as decisões de investimento das empresas. Segundo os autores, para atingir o mercado doméstico as empresas transnacionais (ET) se valeram, através 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 a desnacionalização da economia brasileira ocorreu em duas fases. A primeira, de 1991 a 1996, deve-se à venda da maior parte das empresas estatais para as empresas estrangeiras. A segunda, entre 1996 e 1999, ocorreu quando as empresas estrangeiras compraram as empresas privadas nacionais. Ainda segundo o autor, as transnacionais avançaram tanto em número quanto para setores em que antes não atuavam. As empresas privadas nacionais foram deslocadas, primeiramente, da indústria para o setor de serviços e, posteriormente, dentro deste, para os serviços de infraestrutura. Uma característica interessante desse processo de mudança de propriedade é que não ocorreu concentração econômica, mas desconcentração, decorrente do fracionamento das empresas estatais e da entrada de um grande número de novas empresas estrangeiras no país.

O sucesso de uma operação de fusão ou aquisição ocorre quando a transação cria valor para o acionista, ou seja, após a sua realização a empresa obtém um aumento de receita, redução dos custos, melhoria das instalações e/ou aumento do retorno sobre o investimento (MORAES, 2008). Fazer com que uma F&A funcione é uma tarefa difícil, pois é necessário pessoal qualificado para implantá-la. A conclusão de Guarita (2002) reforça a afirmação, pois menciona que 75% das F&A realizadas no Brasil entre 1988 e 2000 não atingiram os seus objetivos e 58% delas destruíram valor. Como causa do insucesso, cita as diferenças culturais entre as empresas, a “perda de memória” da empresa adquirida, que implica em dificuldades relacionadas às pessoas e a gestão, e a imposição da cultura da empresa compradora sobre a adquirida.

## 5 Conclusões

Desde o início da década de 1980, a indústria brasileira encontrava-se submetida a tensões oriundas dos desequilíbrios macroeconômicos, agravadas pelo esgotamento do processo de substituição de importações como modelo básico de desenvolvimento nacional. Para solucionar o problema, o Estado brasileiro promoveu algumas mudanças na economia visando assim modificar a situação do país, como: a abertura comercial, a liberalização financeira, mudanças na estrutura regulatória e privatizações.

A abertura comercial foi um importante evento, pois com a redução das tarifas de importação e a conseqüente entrada de inúmeros produtos importados no mercado nacional, submeteu as indústrias brasileiras a pressões competitivas para as quais estas não estavam preparadas. Para sobreviver ao novo padrão de concorrência, a estratégia de F&A foi o caminho encontrado por várias empresas.

Já a liberalização financeira contribuiu para o aumento de F&A na medida em que facilitou a entrada de capital estrangeiro no Brasil, em especial o IED. Como consequência de tal política, a opção por realizar uma fusão ou aquisição (*strategic asset seeking*) ao invés de construir novas plantas industriais foi a característica marcante, especialmente na década de 1990.

A ausência de lei antitruste rígida no Brasil também teve influência direta sobre a realização de F&A. A lacuna existente entre a lei e a sua aplicação acabou facilitando a realização das transações. Além disso, a desregulamentação de setores permitiu a entrada de empresas que até então estavam impedidas de atuar, especialmente as de capital estrangeiro.

Os programas de privatizações implantados pelos governos, que surgiu como um dos instrumentos necessários para ajudar a estabilizar a economia e gerar um crescimento sustentado no país também foi responsável por grande parte das mudanças patrimoniais na década de 1990.

Portanto, vê-se que as políticas adotadas na economia brasileira contribuíram para que, no período de 1990 a 2006, ocorresse um aumento no número de F&A. No entanto, a evolução das mesmas seguiu a tendência mundial, sugerindo que outras economias também adotaram medidas semelhantes às sugeridas no Consenso de Washington, e a participação de empresas brasileiras no processo foi inferior ao das empresas estrangeiras, aumentando a desnacionalização da economia.

Os setores alvo das transações de F&A no Brasil são diversos e as mesmas variam de acordo com as características e as peculiaridades de cada período, influenciadas especialmente pelas privatizações. O setor de alimentos, bebidas e fumo lidera o *ranking* desde o início da década de 1990, seguido pelo de tecnologia da informação e de telecomunicações.

Finalizando, as transações de F&A que iniciaram de forma tímida em 1990, onde as incertezas quanto ao futuro restringiam a agressividade das empresas e a inflação era um obstáculo a qualquer tipo de planejamento, tanto de empresas nacionais quanto internacionais, chegou a 2006 com um expressivo volume de operações, sendo atualmente uma das principais formas de absorção de tecnologia e de ingressos de IED no país. ♦♦

## Referências bibliográficas

- ALMEIDA, Eduardo Simões de. Mudança institucional e estrutural na economia brasileira do início dos anos noventa. **Análise Econômica**, Porto Alegre, n.31, 1999.
- ALVES, Adler Anaximandro de Cruz e. A legalidade da fusão, cisão e incorporação de empresas como instrumentos de planejamento tributário. **Jus Navigandi**, Teresina, a. 7, n. 61, jan. 2003. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=3583>>. Acesso em: 30 ago. 2008.
- AZEVEDO, André Filipe Zago de; PORTUGAL, Marcelo Savino. Abertura comercial brasileira e instabilidade da demanda de importações. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 08, n. 01, p. 37-63, 1998.
- BACEN. Banco Central do Brasil. **Boletim do Banco Central do Brasil**. Brasília, 1996. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/Banual96/banualc2.asp#sisfinan>>. Acesso em: 05 set. 2008.
- BACEN. Banco Central do Brasil. **Balanco de Pagamentos: conta financeira – investimento brasileiro direto e investimento estrangeiro direto**. Disponível em:

< <http://www.bcb.gov.br/?SERIEBALPAG>>. Acesso em: 17 set. 2008.

BNDES. **Privatização no Brasil: 1990-1994 e 1995-2002**. 2002. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/Priv\\_Gov.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/Priv_Gov.pdf)>. Acesso em: 10 set. 2008.

BONELLI, R. **Fusões e aquisições no Mercosul**. Texto para Discussão n. 718. Rio de Janeiro: IPEA, abr. 2000. Disponível em: < [http://www.ipea.gov.br/pub/td/td\\_2000/td0718.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_2000/td0718.pdf) >. Acesso em: 22 out. 2008.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Relatórios de Importação**. Brasília, 1808. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Historico/Aduana/Importacao/default.htm>>. Acesso em: 01 set. 2008.

BRITTO, G. **Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes do comércio**. 2002. 142f. Dissertação (Mestrado em Economia)–Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Relatório Anual 2007**. Brasília, 2007. Disponível em: < <http://www.cade.gov.br/Default.aspx?3efe010f1dfb3c1e361c> >. Acesso em: 07 set. 2008.

CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 2002. 163f. Dissertação (Mestrado em Economia)–Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

CARCANHOLO, M. D. Desregulamentação e abertura financeira: repercussões sobre a autonomia de política econômica e as crises cambiais. **Economia ensaios**, Uberlândia, v. 15, n. 2, p. 125-150, 2001.

CHUDNOVSKY, D.; LÓPEZ, A. **La inversión extranjera directa en la Argentina en los años 1990: tendencias, determinantes y modalidades**. {S.1}, nov.1997. Disponível em: <<http://www.fundcenit.org.ar/Descargas/iedenarg.pdf>>. Acesso em: 25 out. 2008.

CORAZZA, Gentil. A inserção do Brasil na globalização financeira. In: CONGRÈS INTERNATIONAL MARX, 2004, Paris, 2004. Disponível em: <<http://netx.u-paris10.fr/actuelmarx/m4corra.htm>>. Acesso em: 04 set. 2008.

CYRINO, Arthur Garcia A. A. Privatizações no contexto neoliberal. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 05, n. 51, out. 2001. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=2201>>. Acesso em: 08 set. 2008.

GAMA, Marina Moreira da. **A teoria antitruste no Brasil: fundamentos e estado da arte**. Texto para discussão n. 257. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2005. Disponível em:

< [www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20257.pdf](http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20257.pdf) >. Acesso em: 06 set. 2008.

GARCIA, S. F. A.; GATAROSSA, Â. A. L. B.; NEVES, M. F. O ambiente institucional e as decisões de marketing em fusões: o caso da indústria de cerveja. In: **SEMEAD**, 7., 2004, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2004. Disponível em:

< [http://www.ead.fea.usp.br/Semead/7semead/paginas/artigos%20recebidos/marketing/MKT53\\_-\\_0\\_Ambiente\\_Inst\\_dec\\_mkt\\_em\\_fus%F5es.PDF](http://www.ead.fea.usp.br/Semead/7semead/paginas/artigos%20recebidos/marketing/MKT53_-_0_Ambiente_Inst_dec_mkt_em_fus%F5es.PDF) >. Acesso em: 20 out. 2008.

GARCIAS, Paulo Mello. Mudança institucional e estratégia empresarial no Brasil nos anos 90. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE HISTÓRIA ECONÔMICA, 5., CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DE HISTÓRIA DE EMPRESAS, 6., 2003, Caxambu. **Anais eletrônicos...** Caxambu: ABPHE, 2003. Disponível em:

< [www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe\\_2003\\_46.pdf](http://www.abphe.org.br/congresso2003/Textos/Abphe_2003_46.pdf) >. Acesso em: 07 set. 2008.

GUARITA, Sérgio. Fusões e aquisições no Brasil: evolução do processo. **Revista FAE Business**, São Paulo: n.3, p. 24-26, set. 2002. Disponível em:

< [www.fae.edu/.../revista\\_fae\\_business/n3\\_setembro\\_2002/ambiente\\_economico4\\_fusoes\\_e\\_aquisicoes\\_no\\_brasil.pdf](http://www.fae.edu/.../revista_fae_business/n3_setembro_2002/ambiente_economico4_fusoes_e_aquisicoes_no_brasil.pdf) > Acesso em: 23 abr. 2008.

IBASA. **Quem controla o sistema financeiro?** Rio de Janeiro, 2007. Disponível em:

< [http://www.ibase.br/userimages/livro\\_versao\\_final.pdf](http://www.ibase.br/userimages/livro_versao_final.pdf) >. Acesso em: 24 set. 2008.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA (IPEA). **Dívida externa**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?Tick=900222921>>. Acesso em: 09 set. 2008.

- KNORST, Aline Solange. **Reestruturação patrimonial de empresas no Brasil e na Argentina (1990-1999)**. 2007. 118f. Dissertação (Mestrado em Integração Latino-americana)–Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, 2007.
- KPMG, **Pesquisa de fusões e aquisições 2007: 1º trimestre**. 2007. Disponível na Internet em: <[http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes\\_aquisicoes/2007/fusoes\\_2007\\_1trim.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2007/fusoes_2007_1trim.pdf)>. Acesso em: 24 set. 2008.
- KUME, Honório. **A política de importação no Plano Real e a estrutura de proteção efetiva**. Texto para discussão n. 423. IPEA: Brasília, 1996. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/1996/td\\_0423.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/1996/td_0423.pdf)>. Acesso em: 31 ago. 2008.
- KUPFER, D. **Mudança estrutural entre empresas e grupos líderes na economia brasileira na década de 90**. Instituto de Economia da UFRJ, dez. 2001. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/2001-1\\_Kupfer.pdf](http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/2001-1_Kupfer.pdf)>. Acesso em: 26 out. 2008.
- LAPLANE, M. F.; SARTI, F. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v.11, n.1(18), p.63-94, jan./jun. 2002.
- LAPLANE, M.; SARTI, F.; HIRATUKA, C.; SABBATINI, R. **Empresas transnacionais no Brasil nos anos 90: fatores de atração, estratégias e impactos – Estudo Nacional**. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, 20 out. 2000.
- LEAL, Sayonara. O papel das agências reguladoras no Brasil: os paradoxos da atuação da Agência Nacional de Telecomunicações - Anatel. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CIÊNCIAS DA COMUNICAÇÃO, 26., 2003, Belo Horizonte. **Anais eletrônicos...** Belo Horizonte: INTERCOM, 2003. Disponível em: <[www.intercom.org.br/papers/nacionais/2003/www/pdf/2003\\_NP10\\_leal.pdf](http://www.intercom.org.br/papers/nacionais/2003/www/pdf/2003_NP10_leal.pdf)>. Acesso em: 07 set. 2008.
- LOUREIRO, Felipe Pereira. Desenvolvimentismo às avessas: o processo de desindustrialização brasileiro sob a égide neoliberal (1990-1999). **Revista de Economia Política e História Econômica**, São Paulo, n.8, p. 33-66, 2007.
- MAGALHÃES, L. C. G. de et al. **Estratégias empresariais de crescimento na indústria farmacêutica brasileira: investimentos, fusões e aquisições, 1988-2002**. Texto para discussão n. 995. IPEA: Brasília, nov. 2003. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td\\_0995.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td_0995.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2008.
- MARKWALD, Ricardo A. O impacto da abertura comercial sobre a indústria brasileira: balanço de uma década. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, Rio de Janeiro: 2001. Disponível em: <<http://www.funcex.com.br/bases/68-Integra%E7ao-RM.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2008.
- MIRANDA, J. C.; MARTINS, L. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n. 14, p. 67-88, jun. 2000.
- MORAES, Carlos Roberto Menezes de. **Fusões e aquisições: uma experiência de integração com sucesso**. 2008. 95f. Dissertação (Mestrado em Administração)–Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Metodista de São Paulo. Disponível em: <[http://biblioteca.universia.net/html\\_bura/ficha/params/id/34271013.html](http://biblioteca.universia.net/html_bura/ficha/params/id/34271013.html)>. Acesso em: 19 out. 2008.
- NASCIMENTO, Rangel S. da Silva. **A política econômica externa do governo Collor: uma análise da liberalização comercial e financeira no período 1990-92**. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas)–Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, São Paulo, 2000.
- NONNENBERG, M. J. B. **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, ago. 2003. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td\\_0969.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td_0969.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2008.
- PASIN, Rodrigo Maimone; BUCCHI, Wadico Waldir; CALAIS, Gilson de Oliveira Silva. O processo de internacionalização de grandes grupos empresariais brasileiros através das fusões e aquisições transacionais. In: **SEMEAD**, 6., 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 25 e 26 mar. 2003. Disponível em:

<<http://www.fundacaofia.com.br/labfin/pesquisa/artigos/arquivos/215.doc>> Acesso em: 14 out. 2008.

PÊGO FILHO, Bolívar; LIMA, Edilberto Carlos Pontes; PEREIRA, Francisco. **Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil**. Texto para discussão n. 668. Brasília: IPEA, 1999. Disponível em: <[www.ipea.gov.br/pub/td/td\\_99/td\\_668.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_99/td_668.pdf)>. Acesso em: 08 set. 2008.

PINHEIRO, Armando Castelar; FUKASAKU, Kiichiro. **A privatização no Brasil: o caso dos serviços de utilidade pública**. Rio de Janeiro: BNDE/OECD, 2000.

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. **O Brasil na década de 90: uma transição bem-sucedida?** Texto para discussão n. 91. BNDES: Rio de Janeiro, 2001. Disponível em: <[www.bndes.gov.br/conhecimento/td/td-91.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/td/td-91.pdf)>. Acesso em: 09 set. 2008.

ROCHA, Gustavo de Britto. **Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes de comércio**. 2002. 150f. Dissertação (Mestrado em Economia)–Universidade Estadual de Campinas, Campinas. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=vtls000276235>>. Acesso em: 23 out. 2008.

RODRIGUES, Rute Imanishi. **Empresas Estrangeiras e Fusões e Aquisições: Os Casos dos Ramos de Autopeças e de Alimentação/Bebidas em Meados dos Anos 90**. Texto para discussão n. 622. Brasília: IPEA, 1999. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/td\\_99/td\\_622.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_99/td_622.pdf)>. Acesso em: 20 out. 2008.

SICSÚ, João. Rumos da liberalização financeira brasileira. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 26, p. 364-380, 2006.

SIFFERT FILHO, N.; SILVA, C. S. e. As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças. In: GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, p. 375-410, 1999. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90\\_11.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90_11.pdf)>. Acesso em: 26 out. 2008.

SILBER, Simão Davi. **Mudanças estruturais na economia brasileira (1988-2002): abertura, estabilização e crescimento**, 2002. Disponível em:

<[www.usp.br/prolam/simao.pdf](http://www.usp.br/prolam/simao.pdf)>. Acesso em: 02 set. 2008.

SUEN, A. S.; KIMURA, H. **Fusão e aquisição como estratégia de entrada (entre mode) no mercado brasileiro**. Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo: Programa de Pós-Graduação da FEA/USP, 1997. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Cad-pesq/arquivos/c5-art7.pdf>>. Acesso em: 26 out. 2008.

UNCTAD. **World Investment Report 2000: cross-border mergers and acquisitions and development**. United Nations: New York and Geneva, 2000. Disponível em: <[http://www.unctad.org/en/docs/wir2000\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf)> Acesso em: 14 out. 2008.

UNCTAD. **World Investment Report 2004: the shift towards services**: New York and Geneva, 2004. Disponível em: <[http://www.unctad.org/en/docs/wir2004\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2004_en.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2008.

UNCTAD. **World Investment Report 2007: transnational corporations, extractive industries and development**: New York and Geneva, 2007. Disponível em:

<[http://www.unctad.org/en/docs/wir2007\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2007_en.pdf)>. Acesso em: 11 set. 2008.

VEGRO, C. L.; VEIGA FILHO, A.; AMARO, A. A. Fusões e aquisições na indústria de alimentos e bebidas: os segmentos de café, sucroalcooleiro e sucos cítricos. In: ENCONTRO DE ECONOMISTAS DA LÍNGUA PORTUGUESA, 5., 2003, Recife. **Anais...** São Paulo: IEA, 2003.

WOOD JUNIOR, Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P. Fusões e aquisições no Brasil. **Rae Executivo**, v.2, n.4, nov. 2003.