

EVOLUÇÃO DAS EMPRESAS LÍDERES BRASILEIRAS NA DÉCADA DE 90

**FREDERICO ROCHA
DAVID KUPFER**

JANEIRO DE 2002

EVOLUÇÃO DAS EMPRESAS LÍDERES BRASILEIRAS NA DÉCADA DE 90*

FREDERICO ROCHA²
DAVID KUPFER[#]

JANEIRO DE 2002

SUMÁRIO

RESUMO

1	INTRODUÇÃO	1
2	NOTAS METODOLÓGICAS	4
3	MUDANÇA ESTRUTURAL NAS EMPRESAS E GRUPOS LÍDERES DA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 90	10
3.1	EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO SETORIAL DAS RECEITAS	10
3.2	EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS POR ORIGEM DO CAPITAL	11
3.3	ANÁLISE DE CONCENTRAÇÃO E LIDERANÇA	17
4	O PROCESSO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES COMO MEIO DE EXPANSÃO DAS EMPRESAS NO BRASIL	25
4.1	CARACTERIZAÇÃO DO PROCESSO DE TRANSFERÊNCIA PATRIMONIAL	25
4.2	DIREÇÃO DAS COMPRAS E VENDAS DE EMPRESAS	27
4.3	UMA TAXONOMIA	31
4.4	ASPECTOS RELACIONADOS COM A ORIGEM DO CAPITAL DAS EMPRESAS ADQUIRENTES	36
5	CONCLUSÃO	40
6	BIBLIOGRAFIA	42

ÍNDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

<u>TABELA 1: CLASSIFICAÇÃO SETORIAL ADOTADA</u>	6
<u>TABELA 2: NÚMERO DE EMPRESAS NA AMOSTRA POR SETOR E ORIGEM DO CAPITAL</u>	8
<u>TABELA 3: EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO SETORIAL (EXCLUSIVE SF)</u>	11
<u>TABELA 4: COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS SEGUNDO ORIGEM DO CAPITAL POR SETOR</u>	14
<u>TABELA 5: PERFIL SETORIAL POR ORIGEM DO CAPITAL (EXCLUSIVE SF)</u>	16
<u>TABELA 6: 20 MAIORES EMPRESAS EM 1991, 1996 E 1999 (EX-SF) NÚMERO, POSIÇÃO NO RANKING E MARKET-SHARE POR SETOR</u>	23
<u>TABELA 7: 20 MAIORES EMPRESAS EM 1991, 1996 E 1999 (EX-SF) NÚMERO, POSIÇÃO NO RANKING E MARKET-SHARE POR ORIGEM DO CAPITAL</u>	24

* Os autores agradecem a João Carlos Ferraz e José Carlos Miranda pela leitura atenta de versões anteriores e comentários relevantes feitos durante a elaboração do trabalho. Agradecemos também às estagiárias Ana Paula Meireles Silva e Mariana Lemos Alves, que foram decisivas para a construção dos bancos de dados.

Professores adjuntos do IE/UFRJ.

<u>TABELA 8 DISTRIBUIÇÃO DAS TRANSAÇÃO POR FAIXA DE COMPRA DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE ACORDO COM A ORIGEM DO CAPITAL, 1990-1999, BRASIL</u>	25
<u>TABELA 9 NÚMERO DE TRANSAÇÕES E VALOR DAS TRANSAÇÕES DE TRANSFERÊNCIA DE PROPRIEDADE POR SETOR, 1990 A 1999, BRASIL</u>	26
<u>TABELA 10 DISTRIBUIÇÃO DAS TRANSAÇÕES DE F&A EM GRANDES SETORES POR ORIGEM DO CAPITAL, BRASIL, 1990-1999</u>	27
<u>TABELA 11 INDICADORES DE DIVERSIFICAÇÃO DAS COMPRAS E DE DISPERSÃO DOS VENDEDORES DE SETORES SELECIONADOS, BRASIL, 1990-1999</u>	30
<u>TABELA 12 CLASSIFICAÇÃO DOS SETORES DE ACORDO COM O DESTINO DA COMPRA DE SUAS EMPRESAS E A ORIGEM DE SEUS COMPRADORES</u>	36
<u>TABELA 13 NÚMERO DE TRANSAÇÕES E NÚMERO EQUIVALENTE DE DIVERSIFICAÇÃO DAS F&A POR SETOR, DE ACORDO COM A NACIONALIDADE DA EMPRESA ADQUIRENTE</u>	39
<u>GRÁFICO 1: EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS DAS EMPRESAS LÍDERES (EXCLUSIVE SETOR FINANCEIRO) POR ORIGEM DO CAPITAL</u>	13
<u>GRÁFICO 2: EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE HERFINDAHL POR SETOR</u>	19
<u>GRÁFICO 3 EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE HERFINDAHL POR ORIGEM DO CAPITAL</u>	21

EVOLUÇÃO DAS EMPRESAS LÍDERES BRASILEIRAS NA DÉCADA DE 90

FREDERICO ROCHA
DAVID KUPFER

OUTUBRO DE 2001

RESUMO

O artigo analisa as mudanças ocorridas na estrutura de produção das empresas e grupos líderes da economia brasileira na década de 90. Destaca as modificações na composição setorial e por origem do capital da economia brasileira, no perfil setorial das empresas líderes, nos níveis de concentração setorial e nas mudanças na posição relativa das empresas líderes. O processo de fusões e aquisições é analisado a partir de uma estimativa da direção das aquisições de empresas por grupos nacionais e multinacionais e da capacidade de cada setor atrair empresas provenientes de outros segmentos produtivos ou novos entrantes no mercado nacional. Por intermédio destes elementos, foi possível construir uma taxonomia setorial sobre os tipos de estratégia de expansão perseguidas pelas empresas nacionais e estrangeiras e quais seus impactos sobre a estrutura produtiva brasileira. A análise dos impactos gerados pela transferência patrimonial na diversificação e concentração da estrutura produtiva corrobora os resultados sugeridos pela análise da evolução da composição setorial e por origem do capital das receitas das empresas líderes, reforçando a tese de que a década de 90 caracterizou-se por transformações muito mais relevantes na estrutura de propriedade das empresas (estatais, nacionais e multinacionais) do que na estrutura setorial da economia brasileira.

1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira passou por mudanças significativas durante a década de 1990. Os processos de liberalização financeira, abertura comercial, estabilidade de preços e privatização mudaram radicalmente o marco institucional do país, moldando novas condutas e redefinindo os padrões de desempenho dos principais agentes econômicos. Tal redefinição foi, também, influenciada pela dinâmica da concorrência empresarial e pelo reposicionamento do Brasil nas estratégias de divisão internacional do trabalho intra-filiais das empresas transnacionais. Todos esses fatores são reconhecidos pela totalidade dos economistas como as principais causas da reestruturação ocorrida no período.

Menos consensual, no entanto, é a avaliação que os mesmos economistas fazem da extensão alcançada pelo processo de reestruturação industrial na década de 90. Alguns insistem que o acirramento da competição eliminou empresas e setores menos capacitados, levando ao fortalecimento do setor produtivo. Para esses analistas, setores e empresas sobreviventes tornaram-se mais robustos e aptos a enfrentar a concorrência internacional (Mendonça de Barros e Goldenstein, 1997; Franco, 1999; e Moreira, 1999,

dentre outros). Outros avaliam que comportamentos defensivos adotados por grande número de empresas, baseados em estratégias de redução de custos minimizadoras de investimentos, propiciaram uma sobrevida às empresas menos competitivas às custas de uma redução do potencial de expansão da produção a longo prazo (Ferraz, Kupfer e Haguener, 1996; Coutinho, 1997, IEDI, 2000 e Laplane et alli, 2000, dentre outros). Ademais, a abertura comercial e financeira teria ampliado as assimetrias competitivas entre empresas locais e estrangeiras no acesso a tecnologias e capitais, tornando as primeiras mais vulneráveis a aquisições por parte das segundas, desincentivando também por essa via a realização de investimentos de maior prazo de maturação.

Esse artigo procura adicionar conhecimento a esta discussão através de uma exploração mais aprofundada de três tópicos:

- (i) a compreensão da evolução da composição dos grupos empresariais brasileiros, no que se refere a sua atuação setorial e origem do capital;
- (ii) os efeitos das transformações produtivas dos grupos empresariais sobre sua competitividade e concentração de mercado; e
- (iii) a direção do crescimento dos grupos empresariais, por intermédio do estudo do processo de fusões e aquisições.

Para concretizar esses objetivos, o artigo desdobra-se em duas partes. A primeira parte dedica-se à análise das transformações estruturais ocorridas no setor produtivo brasileiro na década de 90, tomando como base o conjunto das empresas líderes de setores industriais e de serviços. A preocupação central é descrever a evolução da estrutura produtiva em termos de setores e origens do capital, visando reunir elementos para o exame dos impactos dos ajustes macroeconômicos sobre o desempenho empresarial. Na segunda parte do artigo é feito um estudo do processo de fusões e aquisições no Brasil, enfatizando seus impactos sobre a direção do crescimento e a estrutura dos mercados envolvidos.

O estudo das mudanças estruturais na composição setorial e na origem de capital foi feito por intermédio de uma base de dados composta de informações sobre grupos econômicos e empresas líderes brasileiras extraídas do Balanço Anual da Gazeta Mercantil. O foco do estudo é a análise da evolução recente do conjunto formado pelos grupos econômicos e empresas líderes no Brasil estruturada em sete setores de atividades - construção civil, indústrias produtoras de *commodities*, indústrias produtoras de bens de maior conteúdo tecnológico; indústrias tradicionais; serviços financeiros; serviços de infra-estrutura e outros serviços - e três origens do capital - estatal, multinacional e nacional. Especial ênfase é conferida à evolução do *market-share* das empresas líderes, isto é, ao valor das receitas de cada empresa em relação à receita total da amostra. Como é estabelecido na literatura correlata, valores absolutos e variações do *market-share* das empresas podem ser interpretadas como indicadores de competitividade microeconômica em um determinado mercado. Nesse marco analítico, a competitividade é vista como um desempenho - a competitividade revelada, expressa justamente pela estrutura do *market-share* e sua evolução no tempo³. São também

apresentadas evidências a respeito da evolução do grau de concentração econômica dos grupos empresariais.

A segunda parte do artigo é dedicada ao exame do processo de expansão das firmas. Com esse objetivo, faz-se um estudo das estratégias de crescimento das empresas a partir de dados sobre fusões e aquisições ocorridas no período, que ganhou grande importância durante a década de 90, sendo um dos principais vetores do processo de reorganização produtiva e patrimonial por que passou a economia brasileira na década de 90. Motivadas pela abertura da economia e pela privatização de uma série de empresas da indústria de transformação e dos serviços de infra-estrutura, grupos empresariais nacionais e multinacionais se reestruturaram e novos grupos internacionais emergiram no cenário nacional impactando a estrutura industrial nacional. Por conseqüência, o estudo do processo de fusões e aquisições (F&A) pode ser um bom indicador das transformações sofridas pelos grupos empresariais e das direções por eles tomadas. Isto é importante por duas razões. Primeiro, a reestruturação empresarial no Brasil definiu um novo papel para os grupos privados nacionais e multinacionais, com a saída de empresas de alguns segmentos e entrada em outros. Segundo, recente evidência sobre a direção do crescimento (Miranda e Tavares 1999) indica a prevalência de estratégias de especialização dos grupos nacionais, o que sugere saída de alguns setores e provavelmente um potencial de crescimento da empresa inferior ao potencial de crescimento do setor e, portanto, um desempenho mais pobre dos grupos nacionais.

A forma tomada pelo processo de F&A – horizontal, vertical, diversificante relacionada ou conglomerada – também pode ser indicativa dos possíveis impactos gerados pelo processo de transferência patrimonial sobre a estrutura industrial. A literatura internacional sobre o assunto associa o processo de F&A à concentração industrial (ver Scherer e Ross 1990, Chandler 1990). Isto só seria, no entanto, verdadeiro se as transações envolverem empresas do mesmo setor (horizontal). Na medida em que empresas egressas de outros setores estejam envolvidas como compradoras, os impactos concentradores podem ser eliminados e até mesmo a competição dentro das indústrias pode ser acirrada. Grandes empresas, líderes consolidados em seus respectivos setores, podem estar sofrendo nova concorrência de empresas de tamanho similar provenientes de outros segmentos. Os efeitos seriam mais ou menos semelhantes, se houvesse predominância de entrantes que, ainda que atuantes no mesmo setor produtivo, fossem originários de mercados geográficos diferentes. Finalmente, principalmente no caso de privatizações, o desmantelamento de empresas antes compostas de inúmeras unidades pode gerar ainda maior nível de desconcentração.

O artigo está organizado em quatro seções além dessa introdução. A próxima seção registra algumas notas metodológicas a respeito da construção do banco de dados e do tratamento dado às estatísticas utilizadas. A seção 3 analisa a evolução da composição das receitas por setor e origem do capital, bem como de indicadores de concentração e liderança, através da comparação da estrutura de participação na receita global das

3 Veja-se a esse respeito Haguenaer (1991) entre outros.

empresas líderes dos diversos setores e origens do capital nos anos de 1991, 1996 e 1999, selecionados para o estudo. A quarta seção examina o processo de fusões e aquisições como meio de expansão das empresas no Brasil. Contém uma caracterização do processo de transferência patrimonial, seguida de uma análise da direção das compras e vendas de empresas. A partir daí, propõe-se uma taxonomia setorial do tipo de estratégia utilizada pelas empresas e uma descrição dos impactos das F&A sobre a concorrência. Realiza-se ainda um controle da análise anterior, dividindo-se as empresas adquirentes de acordo com a origem de seu capital. A quinta seção traz as conclusões.

1 NOTAS METODOLÓGICAS

A análise empírica é baseada em dois bancos de dados. O primeiro reúne informações publicadas no Balanço Anual da Gazeta Mercantil sobre as maiores empresas e grupos econômicos brasileiros. Essas informações alimentaram uma base de dados construída especificamente para esse estudo, compilando receita, patrimônio, lucro, setor de atuação e origem de capital. O segundo banco de dados construído para esse estudo é o de fusões e aquisições (F&A), composto a partir das informações de Thomson Financial Securities Data (TFSD).

A apresentação dos dados da TFSD segue classificação setorial mais desagregada do que a do banco Gazeta Mercantil. Foi, assim, necessário um trabalho de integração dos sistemas de classificação para que se pudesse cruzar os resultados de ambos os bancos de dados. Entretanto, cada um desses conjuntos de dados tem um sistema próprio de classificação, cuja compatibilização não é automática nem trivial e, no caso presente, só pode ser realizada com perda do nível de desagregação desejável. O trabalho de refinamento dos dados utilizados, nesse sentido, é preliminar, requerendo aprimoramento.

Os anos selecionados para a construção do “banco de dados empresas” foram 1991, 1996 e 1999. A escolha desses anos busca reproduzir as duas fases experimentadas pelo processo de fusões e aquisições, ou seja, a predominância, até 1996, de transações na indústria de transformação, e no segmento de serviços, de 1997 em diante. Coincidentemente, esses anos demarcam também os dois períodos diferentes do processo de privatização, o primeiro direcionado à venda de empresas da indústria de *commodities* e o segundo voltado para os setores de infra-estrutura.

A variável escolhida para medida de tamanho das empresas foi a receita operacional bruta. A principal razão que justifica a escolha feita é a melhor qualidade desse dado do que o disponível para patrimônio líquido. Enquanto nas atividades industriais a receita operacional bruta é uma medida adequada de tamanho das empresas, isso já não ocorre no caso de empresas financeiras, para as quais essa variável corresponde às receitas da intermediação financeira, muito sensíveis às taxas de juros e de inflação de cada momento. Nunca é demais lembrar que a utilização da receita operacional bruta introduz distorções na comparação entre as receitas das empresas financeiras e as demais empresas. No caso brasileiro, em especial no ano de 1991 quando a inflação era ainda

muito elevada, o tamanho das empresas financeiras aparece sobre-estimado. Em vista desse problema, para fins de compilação dos dados foi definida uma agregação denominada Ex-SF, que exclui o setor financeiro.

As empresas foram enquadradas em setores de atividades de acordo com uma classificação setorial específica, apresentada na Tabela 1. A classificação foi estruturada em três classes – Construção Civil, Indústria e Serviços. Essas duas últimas classes foram divididas em três setores. Em razão de problemas na base de dados da Gazeta Mercantil, associados à apuração da receita operacional das empresas financeiras, dividiu-se a análise em dois conjuntos – um sem setor financeiro e outro com setor financeiro isoladamente

TABELA 1:
 CLASSIFICAÇÃO SETORIAL ADOTADA

GERAL	CLASSE S	SETORES	PRINCIPAIS GÊNEROS
Ex-SF	CC	CC Construção Civil	Construção
	I	IC Indústria de Commodities	Materiais de Construção Metalurgia e Siderurgia Mineração Celulose e Papel Petróleo, Gás e Refino Químico e Petroquímico
		ID Indústria Difusora de Tecnologia	Equipamentos Eletro-eletrônicos Material de Transportes Farmacêutico Maquinaria
		IT Indústria Tradicional	Alimentos e Bebidas Borracha e Plásticos Impressão e Edição Têxtil, Vestuário e Calçados Móveis
	S	SP Serviços de Infra-estrutura	Distribuição de Gás e Água Geração e Distribuição de Energia Elétrica Distribuição de Derivados de Petróleo Telecomunicações
		SS Outros Serviços	Comércio Atacadista Comércio Varejista Propaganda, Rádio e Televisão Serviços Profissionais

SF	SF	SF Serviços Financeiros	Bancos Comerciais Seguros
----	----	-------------------------	------------------------------

Para a classificação setorial das empresas na tipologia proposta adotou-se a regra de predominância. No caso de grupos econômicos mais diversificados, essa opção é bastante distante da ideal, que seria considerar em separado as receitas obtidas em cada setor. Os dados disponíveis, no entanto, não são compatíveis com esse tipo de tratamento.

A origem do capital das empresas foi definida pelas características do controlador. Apenas três origens do capital foram consideradas: Estatal (E), Multinacional (M) e Privada Nacional (N)⁴, sem se levar em consideração a existência de empresas de capital misto. Para a maioria das empresas, a informação contida no Balanço Anual era suficiente para essa caracterização. Para as demais empresas foi feita uma pesquisa específica visando identificar a nacionalidade do capital controlador.

Para a montagem da amostra foram selecionadas todas as empresas registradas nos Balanços anuais da Gazeta Mercantil nos anos de 1991, 1996 e 1999 que apresentaram receita média dos três períodos maior que US\$ 35 milhões. A amostra de empresas líderes é descrita na Tabela 2. Pode-se verificar que o número total de empresas é de 324 empresas em 1991, 396 empresas em 1996 e 365 empresas em 1999. Dessas, 190 aparecem nos 3 anos, 140 aparecem em dois anos e cerca de 160 aparecem em apenas um ano.

Cabe observar que, considerando-se o conjunto formado pelos 3 anos, o número total de empresas na amostra ultrapassa a casa de 500. A variação do número de empresas líderes ocorrida de ano para ano deve ser atribuída a uma série de razões, algumas das quais são esperadas enquanto outras decorrem de problemas típicos da fonte de informação utilizada.

Dentre as razões esperadas estão as diferenças de dinamismo entre empresas, a entrada de novas empresas e o fechamento de outras ou, ainda, a ocorrência de fusões e aquisições ou desmembramentos de empresas existentes. Nesses casos, a flutuação do número de empresas líderes é justamente o que se quer identificar na análise

Entretanto, em certos casos, empresas entram ou saem da amostra devido apenas a falhas ou imprecisões no registro das informações. Estão nessa situação empresas que não divulgaram o balanço a tempo de serem incluídas na publicação ou, ainda, empresas que, em função de mudanças nas suas políticas corporativas ou dos critérios utilizados pela publicação ao longo do período analisado, tiveram seus balanços desmembrados ou incorporados aos dos grupos econômicos controladores⁵. Nesses casos, evidentemente,

⁴ Ao longo do relatório, referida simplesmente como Nacional

⁵ Para diversas empresas foi possível corrigir o problema reagregando a posteriori as receitas das subsidiárias. Não foi possível, obviamente, determinar quantas empresas “escaparam” dessa crítica,

não há como controlar adequadamente as distorções porventura introduzidas na análise

TABELA 2:
NÚMERO DE EMPRESAS NA AMOSTRA POR SETOR E ORIGEM DO CAPITAL

SETOR	1991				1996				1999			
	E	M	N	Total	E	M	N	Total	E	M	N	Total
CC			15	15	1		12	13			9	9
IC	12	32	45	89	1	40	52	93	2	36	44	82
ID	1	27	22	50		38	28	66	1	42	16	59
IT		12	34	46		21	44	65		17	33	50
SF	13	7	24	44	15	11	29	55	14	16	20	50
SP	40	4	6	50	49	5	10	64	41	13	14	68
SS	3	3	24	30	8	3	29	40	9	7	31	47
Total	69	85	170	324	74	118	204	396	67	131	167	365

Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros

Origem do Capital: E – Empresa Estatal; M – Empresa Multinacional; N – Empresa Privada Nacional

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

Para a análise do grau de concentração setorial foi utilizado o índice de Herfindahl-Hirschmann, que consiste do somatório dos quadrados dos valores referentes ao *market-share* de cada empresa⁶. Esse índice é comumente utilizado como medida de concentração embora, como registrado na literatura correlata, pode dar margem a certas ambiguidades de interpretação. Cabe registrar que, no caso específico da presente pesquisa, foram também calculados as razões de concentração CR4, CR5 e CR10 (que equivalem, respectivamente, ao *market-share* acumulados das 4, 5 e 10 maiores empresas do setor). Em linhas gerais, esses índices mostraram resultados semelhantes aos gerados pelo índice de Herfindahl-Hirschmann, razão pela qual considerou-se ocioso apresentá-los. A análise de liderança limitou-se a considerar setores de atuação e origens do capital das 20 maiores empresas líderes em cada um dos anos cobertos pela pesquisa.

O banco de dados da Thomson Financial Securities Data (TFSD) reúne 1149 transações de transferência de propriedade total ou parcial. Destas, 435 foram realizadas entre 1990 e 1996 e 714 entre 1997 e 1999. O menor número de transações ocorre em 1990, quando apenas 13 foram registradas. A quantidade de transações anuais cresceu paulatinamente até alcançar um máximo de 287, em 1998, e 256, em 1999. A importância que este processo adquiriu é atestada pelo fato de que, de acordo com a Pesquisa Industrial Anual do IBGE para o ano de 1996, 326 das 604 empresas da indústria de transformação transacionadas no período de 1990 a 1999 respondiam por 21,3% do valor líquido de vendas da indústria de transformação (Rocha, Iootty e Ferraz, 2001).

razão pela qual não há como estimar a representatividade dessas no conjunto.

⁶ O valor máximo para o índice de Herfindahl-Hirschman é a unidade, correspondente a um mercado formado por uma única empresa (um monopólio). Em estruturas muito pulverizadas, a medida se aproxima de zero.

Para a análise do processo de F&A na expansão das empresas, os registros da Thomson Financial Securities Data (TFSD) foram organizados em dois prismas:

O primeiro tem por unidade básica de análise o setor da empresa adquirente. Nesse prisma é possível averiguar o nível de diversificação produtiva empreendido pelas empresas de um determinado setor. Dois tipos de indicadores foram elaborados:

- (i) a participação de empresas vendidas do próprio setor no total de compras do setor r , ou seja, p_r . Este indicador pode obter valor máximo de 1, caso todas as compras realizadas por empresas pertencentes ao setor de referência, “ r ”, também sejam empresas do setor “ r ” e valor mínimo 0, quando nenhuma das compras das empresas do setor “ r ” for de empresas pertencentes ao setor r ; e
- (ii) o número equivalente do nível de diversificação das compras das empresas

pertencentes ao setor de referência r , definida por
$$NEC = \frac{1}{\sum_{i=1}^n p_{ir}^2}$$
, em que p_{ir} é a participação do setor i no número total de empresas compradas por empresas pertencentes ao setor de referência r . Este indicador assume valor 1 se as empresas do setor “ r ” apenas comprarem empresas de um setor. Quanto maior o nível de diversificação das compras, maior deverá ser o valor NEC⁷.

O segundo prisma considera o setor das empresas adquiridas, permitindo examinar a origem setorial das empresas que realizam aquisições em determinado setor. Para identificá-los foram elaborados dois indicadores:

- (i) a participação de empresas adquirentes do setor de referência “ r ” no total das vendas de empresas do setor “ r ”, ou seja, s_r ; e
- (ii) o número equivalente do nível de diversificação das empresas compradoras em

cada setor,
$$NEV = \frac{1}{\sum_{i=1}^n s_{ri}^2}$$
, em que s_{ri} é a participação do número de transações de venda total ou parcial de empresas pertencentes ao setor de referência (r) compradas por empresas do setor i no total de transações de venda do setor r .

A análise do processo de expansão das empresas por intermédio desses indicadores apresenta uma limitação relacionada com a classificação setorial utilizada

⁷ Assim como o Índice de Herfindahl equivalente (o inverso do índice de Herfindahl antes definido), o NEC assumirá o valor n se as compras estiverem uniformemente distribuídas por “ n ” setores. Caso, por exemplo, o indicador assumo o valor 2, ainda que a atuação das empresas se dê em mais de 2 setores e de modo não uniforme, dir-se-á que a empresa exerceu suas compras em 2 setores.

que merece registro. Conforme ressaltado em Teece et al. (1994), o nível de agregação escolhido pode ser amplo demais em alguns casos ou muito restrito, em outros. Este problema se torna ainda mais relevante pelo fato de a classificação utilizada pela TFSD não ser equivalente a nenhuma classificação setorial de fonte oficial (CNAE 1995, US SIC 1987, US NAICS 1997, ou ISIC, qualquer versão)⁸.

Em razão destas dificuldades para propiciar a composição de indicadores minimamente representativos, foi adotado um critério para a seleção dos setores a serem analisados: só estão presentes aqueles que tiveram participação ativa no processo de F&A, ou seja, em que foram registradas aquisições de pelo menos 10 empresas por empresas pertencentes ao setor. Assim, dos 56 setores inicialmente existentes na base de dados, restaram apenas 27.

A definição da nacionalidade das empresas adquirentes sofreu uma elaboração adicional. Constatou-se que, em alguns casos, empresas adquirentes subsidiárias de multinacionais que tinham atuação prévia no país eram classificadas como nacionais. Para corrigir esse problema utilizou-se o CD-ROM Who Owns Whom (WOW), para 2000, da Dun and Bradstreet para identificar a nacionalidade da matriz, que foi então adotada para definição do critério de nacionalidade.

2 MUDANÇA ESTRUTURAL NAS EMPRESAS E GRUPOS LÍDERES DA ECONOMIA BRASILEIRA NA DÉCADA DE 90

2.1 EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO SETORIAL DAS RECEITAS

Confirmando resultados obtidos em outros estudos (por exemplo, Kupfer, 1998), não se constatou mudança acentuada na distribuição setorial das receitas das empresas líderes ao longo da década de 90. Serviços de infra-estrutura e indústria de *commodities* mantiveram-se em toda o período como os dois setores de maior peso na estrutura da receitas, apresentando até mesmo um ligeiro crescimento entre 1991 e 1999. Destaca-se a significativa queda do setor de construção civil, que se reduziu a cerca de 1/5 do seu tamanho relativo ao início da década. O *market-share* perdido pela construção civil distribuiu-se de modo uniforme pelos demais setores. A indústria difusora de tecnologia apresentou um crescimento importante no período, passando de 14,5% para 18,0% enquanto a indústria tradicional expandiu o *market-share* de 11,8% para 13,7% entre 1991 e 1996 mas recuou para apenas 10,4% das receitas totais em 1999. Outros serviços mantiveram sua participação praticamente inalterada no período. É interessante observar que no sub-período 1991-1996 houve um crescimento do *market-share* da indústria um pouco mais acentuado que o experimentado pelo conjunto dos setores de serviços. Já no sub-período 1996-1999, deu-se o oposto, com as empresas líderes do setor serviços avançando sobre a participação das empresas industriais.

⁸ Adicionalmente há erros de classificação que não podem ser corrigidos porque a TFSD utiliza critérios próprios, não divulgados.

TABELA 3:
EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO SETORIAL (EXCLUSIVE SF)

Setor	em %		
	1991	1996	1999
CC	12,8	3,6	2,8
Indústria	50,4	58,2	55,2
IC	24,1	25,4	26,8
ID	14,5	19,1	18,0
IT	11,8	13,7	10,4
Serviços	36,8	38,2	41,8
SP	25,8	25,8	29,5
SS	11,0	12,4	12,3
Total	100,0	100,0	100,0

Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros

Origem do Capital: E – Empresa Estatal; M – Empresa Multinacional; N – Empresa Privada Nacional

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

2.2 EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS POR ORIGEM DO CAPITAL

• Evolução do Total da Amostra

Ao contrário da distribuição setorial, a composição das receitas segundo origem do capital sofreu uma profunda transformação no período analisado. Como pode ser observado no Gráfico 1, o *market-share* das empresas líderes estatais, multinacionais e nacionais mostraram a seguinte evolução:

- Estatais – reduziram muito a participação de 44,6% em 1991 para 24,3% em 1999, com a maior parte dessa queda (15,2 pontos percentuais) tendo ocorrido no primeiro sub-período (1991-1996) e apenas uma menor parte (5,3 pontos percentuais) no segundo sub-período (1996-1999).
- Multinacionais – cresceram a participação de modo intenso de 14,8% para 36,4% entre 1991 e 1999, de forma relativamente homogênea nos dois sub-períodos (11,6 e 10 pontos percentuais, respectivamente)
- Nacionais – mantiveram a participação quase inalterada entre 1991 e 1999, (40,6% e 39,3% respectivamente), embora tenham apresentado um pequeno crescimento no primeiro sub-período (3,5 pontos percentuais) e uma queda ligeiramente superior no segundo sub-período (4,8 pontos percentuais).

O cruzamento desses dados permite concluir que a mudança na composição por origem do capital do conjunto de empresas líderes percorreu um processo em duas etapas.

- Na primeira etapa, correspondente ao sub-período 1991-1996, houve transferência de receita das empresas estatais para as empresas privadas, independentemente da

nacionalidade. É a etapa da desestatização

- Na segunda etapa, correspondente ao sub-período 1996-1999, houve transferência de receita das empresas nacionais, independentemente da natureza pública ou privada, para as empresas multinacionais. É a etapa da desnacionalização.
- **Evolução Setorial**

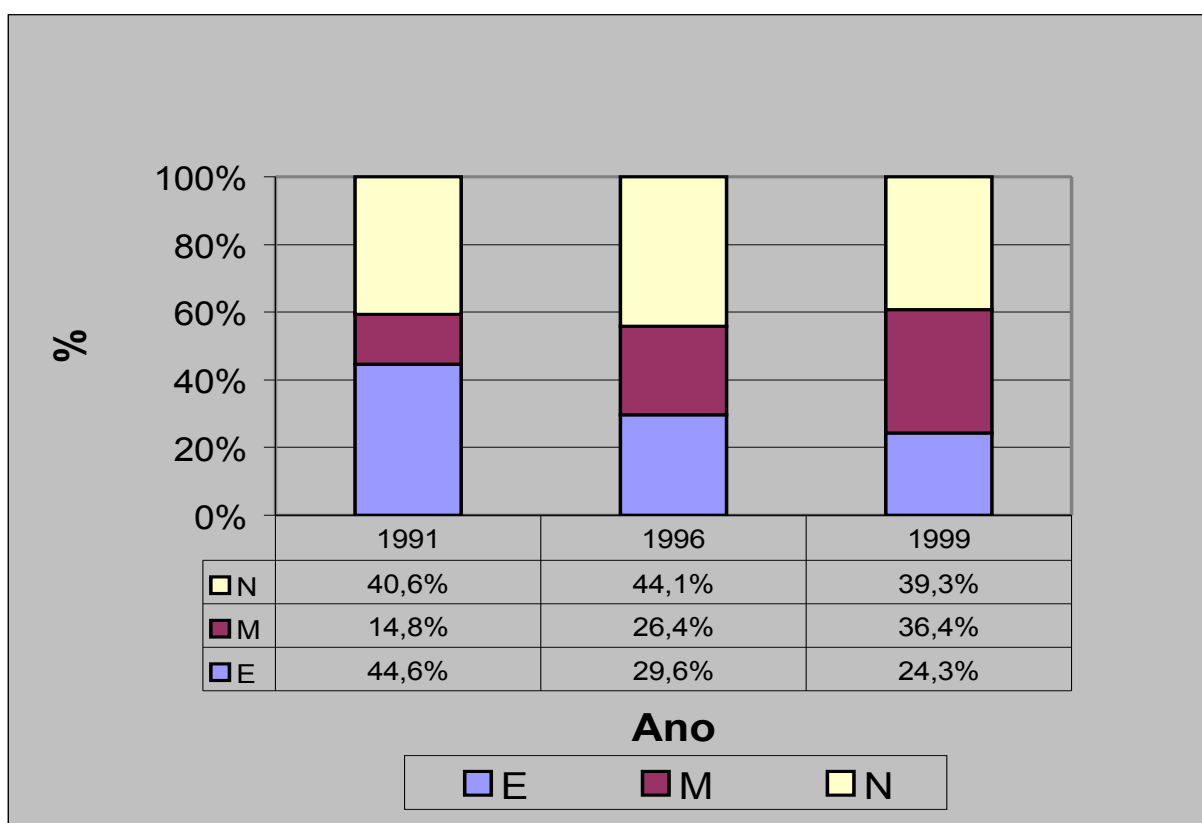
Nessa seção, discute-se a evolução da distribuição das receitas das empresas líderes segundo a origem do capital para os diversos setores da indústria e dos serviços. Os dados estão sintetizados na Tabela 4.

Inicialmente, na construção civil, a totalidade das receitas era e permaneceu sendo obtida por empresas de capital privado nacional, não tendo havido portanto nenhuma modificação estrutural em relação à origem do capital das empresas líderes.

Na indústria de *commodities*, ao contrário, como resultado do programa de desestatização implementado pelo governo brasileiro na primeira metade da década de 90, verificou-se uma significativa troca de propriedade das empresas líderes do setor. As empresas estatais, que representavam cerca de 42% das receitas do setor em 1991, viram sua participação declinar para menos de 22,6% já em 1996, quando das 12 empresas pré-existentes, restava apenas a Petrobrás. A pequena elevação que ocorreu entre esse ano e 1999 (de 22,6% para 25,8%) deveu-se basicamente ao grande dinamismo apresentado pelo setor petróleo no período. O declínio das empresas estatais correspondeu ao incremento da participação das empresas nacionais que passaram de 36,5% para quase a metade da receita do setor em 1996, situação que não se sustentou no período seguinte. Em paralelo, é interessante registrar que as empresas multinacionais avançaram bastante na produção de *commodities*, e chegaram a 1999 com um *market-share* bem próximo ao das empresas nacionais.

GRÁFICO 1:
EVOLUÇÃO DA COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS DAS EMPRESAS LÍDERES
(EXCLUSIVE SETOR FINANCEIRO) POR ORIGEM DO CAPITAL

Ex-SF



Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros

Origem do Capital: E – Empresa Estatal; M – Empresa Multinacional; N – Empresa Privada Nacional

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

Na indústria difusora de tecnologia, a década de 90 foi um período de ratificação da crescente hegemonia do capital estrangeiro. As empresas multinacionais, que já controlavam 60% das receitas do setor em 1991, evoluíram continuamente no período, atingindo um *market-share* superior a 86% em 1999. Em contrapartida, a participação das empresas nacionais recuou de cerca de 40% em 1991 para 24,4% em 1996 e 13,1% em 1999, revelando a perda de competitividade das mesmas. O Estado, cuja participação em 1991, através da Embraer, limitava-se a menos de 1% das receitas totais em 1991, retirou-se completamente do setor.

Também na indústria tradicional constatou-se um avanço das empresas multinacionais. Essas empresas, que representavam pouco mais da metade das receitas obtidas pelas empresas nacionais em 1991, terminaram a década praticamente em pé de igualdade com o capital local.

TABELA 4:
COMPOSIÇÃO DAS RECEITAS SEGUNDO ORIGEM DO CAPITAL POR SETOR

Setor	Ano	E	M	N
CC	1991	0,0	0,0	100,0

	1996	0,0	0,0	100,0
	1999	0,0	0,0	100,0
Indústria				
IC	1991	42,4	21,2	36,5
	1996	22,6	29,4	47,9
	1999	25,8	33,1	41,1
ID	1991	0,8	60,3	38,8
	1996	0,0	75,6	24,4
	1999	0,0	86,9	13,1
IT	1991	0,0	36,5	63,5
	1996	0,0	44,6	55,4
	1999	0,0	48,5	51,5
Total da Indústria	1991	20,5	36,0	43,5
	1996	9,9	48,2	42,0
	1999	12,5	53,5	34,0
Serviços				
SF	1991	56,5	8,0	35,5
	1996	39,0	6,4	54,6
	1999	34,3	21,3	44,4
SP	1991	74,1	16,9	9,0
	1996	76,9	12,5	10,6
	1999	42,9	32,2	24,9
SS	1991	1,1	7,8	91,1
	1996	4,4	18,2	77,4
	1999	5,4	27,1	67,5
Total dos Serviços	1991	55,5	9,4	35,1
	1996	46,4	10,5	43,0
	1999	33,0	26,1	40,8

Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros

Origem do Capital: E – Empresa Estatal; M – Empresa Multinacional; N – Empresa Privada Nacional

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

Em síntese, a evolução da composição das receitas das empresas líderes industriais de acordo com a origem do capital mostrou um padrão no qual as empresas multinacionais ampliaram o *market-share* de 36% em 1991 para 53,5% em 1999. Esse aumento deu-se de forma diferenciada nos dois sub-períodos analisados: entre 1991 e 1996, o grande crescimento das empresas multinacionais industriais (mais de 12 pontos percentuais de aumento de *market share*) deu-se em paralelo a uma grande contração do *market-share* das empresas estatais (cerca de 10 pontos percentuais) e a manutenção do *market-share* das empresas nacionais. No segundo sub-período, a expansão das empresas multinacionais foi um pouco menos marcante (aumento de 5 pontos percentuais no *market-share* de 1996 para 1999) e ocorreu totalmente às custas da perda de participação das empresas nacionais na geração de receitas na indústria.

Passando para a análise dos setores de serviços, verifica-se uma maior diversidade de situações. Nos serviços financeiros, a transferência de *market-share* deu-se de empresas estatais para privadas mas de forma marcadamente distinta nos sub-períodos analisados:

para empresas nacionais no primeiro (1991-1996) e multinacionais no segundo (1996-1999). Já nos serviços de infra-estrutura, a redução do peso das empresas estatais ocorreu somente no segundo sub-período, tendo implicado transferência de *market-share* tanto para empresas nacionais como estrangeiras, embora com um pouco mais de intensidade para as segundas. Finalmente, nos outros serviços, setor em que a participação estatal era pouco relevante, houve forte avanço das empresas multinacionais (cerca de 10 pontos percentuais em cada sub-período) mas não a ponto de retirar das empresas nacionais a posição de domínio exercida ao longo da década.

Esses dados mostram que a desestatização dos serviços de infra-estrutura abriu espaços suficientes para o crescimento tanto dos capitais nacionais quanto dos estrangeiros. Nos serviços financeiros, ao contrário, o crescimento das empresas estrangeiras, concentrado no segundo sub-período, deu-se às custas da redução do peso das empresas nacionais.

Em comparação com a indústria, o padrão evolutivo da composição das receitas de os serviços segundo a origem do capital apresenta algumas diferenças relevantes. Em primeiro lugar, o peso das empresas estatais era maior no início da década, o processo de desestatização iniciou-se mais tarde e avançou menos. De fato, embora a participação das empresas estatais tenha se reduzido de 56,% em 1991 para 34,3% em 1999 nos serviços financeiros e de 74,1% em 1991 para 42,9% em 1999 nos serviços de infra-estrutura, o peso das empresas estatais de serviços no conjunto desses setores permaneceu ainda significativo (cerca de 1/3 do total). Em segundo lugar, embora o avanço da participação das empresas multinacionais também tenha ocorrido de forma generalizada, a participação global das empresas nacionais de serviços evoluiu positivamente em relação ao início da década.

Como balanço final, os dados analisados nessa seção sugerem que a perda de competitividade das empresas nacionais industriais deu-se fundamentalmente no segundo sub-período (1996 a 1999) e em todas os setores e não somente nos de maior conteúdo tecnológico, como sugerem alguns analistas. Na verdade, nesse segundo sub-período, as empresas líderes nacionais foram deslocadas para as atividades de serviços, notadamente os serviços de infra-estrutura. Certamente, o processo de privatização nesse setor mostrou-se de grande importância na abertura de espaços para acomodação de empresas nacionais em retirada das atividades industriais.

• Perfil Setorial das Empresas Líderes por Origem do Capital

É interessante observar como se comportou o perfil setorial de atuação das diversas empresas em função da origem do capital que, grosso modo, indica se houve especialização ou diversificação dos diversos tipos de empresas ao longo da década de 90. A Tabela 5 resume esses números.

TABELA 5:

PERFIL SETORIAL POR ORIGEM DO CAPITAL (EXCLUSIVE SF)

em %

Setor	E			M			N		
	1991	1996	1999	1991	1996	1999	1991	1996	1999
CC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,1	8,9	7,5
IC	34,5	22,0	34,2	21,8	22,3	20,9	18,6	30,2	29,6
ID	0,4	0,0	0,0	37,5	43,1	36,8	12,0	11,6	6,4
IT	0,0	0,0	0,0	18,4	18,2	11,9	15,9	18,8	14,5
SP	64,7	75,9	62,5	18,7	9,7	22,4	5,0	6,8	19,7
SS	0,4	2,1	3,3	3,7	6,7	7,9	21,3	23,8	22,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros

Origem do Capital: E – Empresa Estatal; M – Empresa Multinacional; N – Empresa Privada Nacional

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

As empresas estatais permaneceram especializadas na indústria de *commodities* e nos serviços de infra-estrutura. Esses dois setores em conjunto sempre se responsabilizaram por mais de 97% das receitas obtidas por empresas estatais em toda a década. Observe-se que em 1996, como resultado da privatização de empresas industriais, o peso das empresas de infra-estrutura cresceu substancialmente. Com a segunda fase do programa de privatização, ocorrida após esse ano, os pesos desses dois setores praticamente retornam aos níveis iniciais da década.

As empresas líderes multinacionais fizeram um movimento inicial de aumento da especialização na indústria difusora de tecnologia. Entre 1996 e 1999 fica claro que o conjunto de empresas multinacionais se desespecializa, aumentando a abrangência setorial de atuação. Particularmente marcantes foram a ampliação da importância das empresas estrangeiras na geração de receitas no setor de serviços de infra-estrutura e a redução do peso desse mesmo grupo na indústria tradicional.

As empresas líderes nacionais percorreram um movimento diferenciado entre os dois sub-períodos enfocados. No primeiro sub-período, foi nítido o aumento da especialização na indústria de *commodities*, que passou a representar cerca de 30% das receitas totais das empresas locais. Entre 1996 e 1999, no entanto, aumentou o peso dos serviços de infra-estrutura, que evoluíram de 6% para 20% em apenas três anos. A enorme queda da construção civil (de 27% em 1991 para 7,5% em 1999) também merece registro, embora deva ser atribuída majoritariamente à redução do peso desse setor nas receitas totais da amostra.

Os números sugerem que, de modo geral, o sub-período 1991-1996 correspondeu a uma etapa de aprofundamento da especialização setorial dos diferentes tipos de empresas considerados. O padrão de especialização construído nesse sub-período pode ser descrito como sendo de empresas estatais em serviços de infra-estrutura, empresas nacionais em indústria de *commodities* e empresas multinacionais em indústria difusora

de tecnologia. Já o sub-período 1996-1999 caracterizou-se como sendo de desespecialização, notadamente no que respeita às empresas multinacionais.

2.3 ANÁLISE DE CONCENTRAÇÃO E LIDERANÇA

O objetivo dessa seção é discutir as características do processo de mudança estrutural ocorrido na década de 90 do ângulo intra-setorial. Para tanto, apresentam-se os resultados referentes às medidas de concentração da produção calculadas a partir dos dados de *market-share* disponíveis e também uma análise de composição da liderança do conjunto de empresas da amostra.

• Análise da Concentração

O Gráfico 2 mostra os valores encontrados para o índice de Herfindahl-Hirschmann⁹ para os sete setores nos três anos contemplados pela pesquisa. Cabe observar que os valores absolutos encontrados devem ser considerados com cautela, haja vista que o nível de agregação da classificação setorial adotada é muito elevado. De todo modo, se o valor absoluto do índice tem pouco significado, a variação do índice ao longo dos anos é um indício válido dos movimentos de concentração e desconcentração efetivamente ocorridos.

Da observação do gráfico pode-se depreender as seguintes trajetórias setoriais:

- entre 1991 e 1996: dentre os sete setores analisados, apenas Construção Civil apresentou um aumento do grau de concentração.
- entre 1996 e 1999: construção civil, as indústrias de *commodities* e tradicional e os serviços financeiros apresentaram aumento do grau de concentração enquanto a indústria difusora de tecnologia, serviços de infra-estrutura e outros serviços permaneceram em trajetória de desconcentração.

Para compreender esse resultado, é necessário ter em mente que modificações no grau de concentração de um mercado podem decorrer de dois fatores independentes, brevemente discutidos adiante:

O primeiro fator é o diferencial de dinamismo entre as empresas. Na medida em que as empresas crescem a taxas diferentes, terá lugar um processo de mudança do grau de concentração relativa do mercado: se as maiores empresas são as que mais crescem, haverá concentração; inversamente, se as empresas que mais crescem são as de menor tamanho, poderá haver desconcentração. Nesse caso, os indicadores de concentração refletem mudanças no grau de desigualdade entre as empresas do mercado.

O segundo fator é a modificação do número de empresas que atua no mercado. Isso

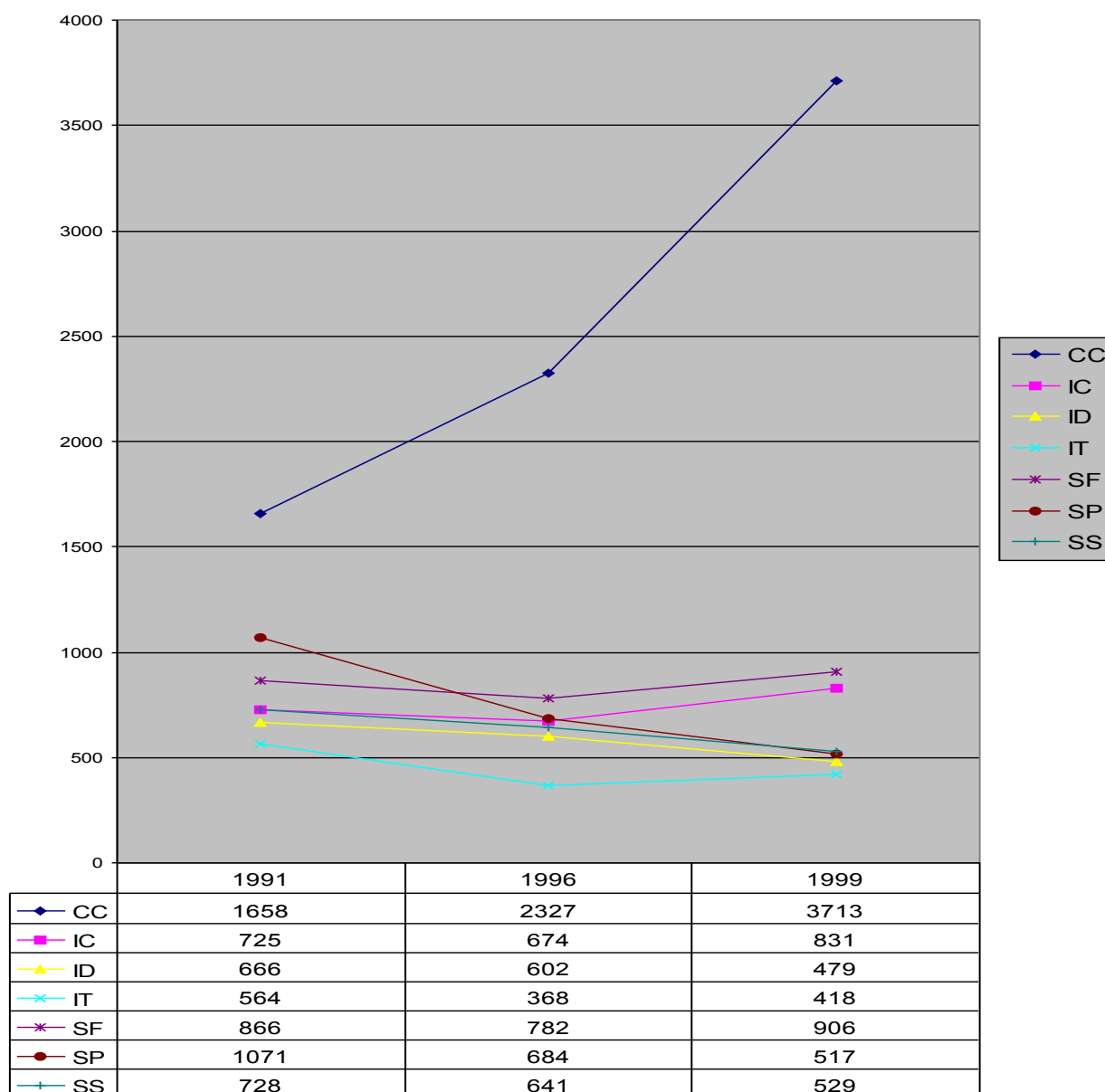
9 Sobre a escolha do índice, ver seção 2.

pode ocorrer em função da entrada de novas empresas, da saída de empresas existentes ou ainda de processos de fusão, aquisição ou desmembramentos envolvendo empresas já atuantes no mercado. Entradas ou desmembramentos provocam redução do grau de concentração absoluta do mercado enquanto a ocorrência de saídas, fusões ou aquisições aumentam o grau de concentração absoluta do mercado. Nesses casos, os indicadores de concentração reagem a mudanças no número de empresas no mercado.

Voltando à análise dos resultados encontrados, percebe-se que os dois setores mais concentrados em 1991 – construção civil e serviços de infra-estrutura – seguiram trajetórias opostas ao longo da década de 90. Construção Civil apresentou uma elevação contínua do grau de concentração, que pode ser atribuída tanto ao efeito da saída de empresas da amostra de líderes quanto ao pequeno dinamismo apresentado pela maioria das empresas à exceção da Odebrecht, que conseguiu ampliar consideravelmente o seu *market-share* no setor. Serviços de infra-estrutura apresentou grande desconcentração na década de 90. Isso se deveu, basicamente, aos efeitos da entrada de novas empresas na amostra e do desmembramento de grandes empresas estatais conseqüente à privatizações nas áreas de energia e telecomunicações

Dos setores industriais, as indústrias de *commodities* e tradicional desconcentraram-se no período 1991-1996 e voltaram a se concentrar daí até 1999. Na indústria de *commodities*, a desconcentração constatada no primeiro sub-período pode ser associada diretamente ao modelo adotado pelo governo brasileiro para a privatização das empresas estatais industriais na primeira metade da década. Nesse modelo, o controle das empresas foi repassado para a iniciativa privada. Posteriormente, várias das empresas recém-privatizadas foram alvo de operações de fusões e aquisições, o que explica a reconcentração ocorrida entre 1996 e 1999. Como já anunciado anteriormente, essa questão será retomada no próximo capítulo. Na indústria tradicional é mais difícil encontrar uma explicação geral para o comportamento do grau de concentração sem recorrer-se a uma detalhada análise sobre os diferenciais de dinamismo entre as empresas, em particular, no que respeita ao primeiro sub-período, caracterizado por grande expansão da demanda pelos produtos dessa indústria no imediato pós Plano Real (1994-1996). Após 1996, empresas líderes da indústria tradicional, em particular nos ramos de alimentos industrializados, empreenderam estratégias de expansão baseadas em aumento da diversificação e integração horizontal que pode explicar a inflexão ocorrida no grau de concentração do setor.

GRÁFICO 2: EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE HERFINDAHL POR SETOR



Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

Já a indústria de difusores de tecnologia, diferentemente das duas anteriores, manteve-se em rota de desconcentração também no segundo sub-período. A principal hipótese explicativa para esse movimento está na ocorrência de muitas entradas de novas empresas, quase todas multinacionais, nesse setor ao longo da década.

Por fim, a desconcentração observada em outros serviços deve estar refletindo o surgimento ou o rápido crescimento de novas atividades como, por exemplo, serviços profissionais relacionados à informática.

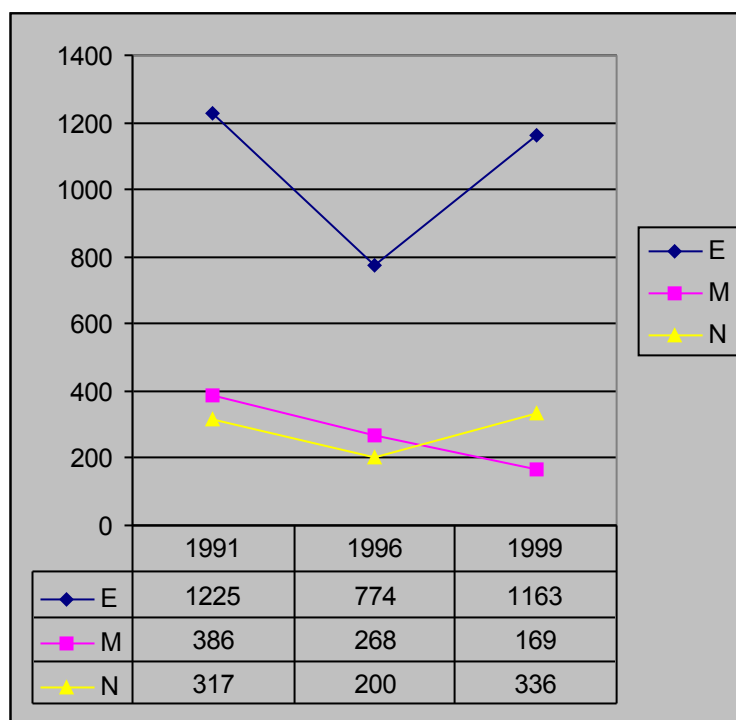
Em conclusão, três dos sete setores analisados atingiram o final da década mais

concentrados: construção civil, indústria de *commodities* e serviços financeiros. Desses, um aumento sensível do grau de concentração, que possa sugerir mudança estrutural mais significativa, ocorreu apenas na construção civil. Na indústria de *commodities* o índice de concentração do final da década é apenas um pouco superior ao valor inicial enquanto nos serviços financeiros esses números são praticamente os mesmos. Dos demais setores, sobressaem a indústria difusora de tecnologia e os serviços de infraestrutura que percorreram uma trajetória de desconcentração bastante evidente.

A título ilustrativo e visando complementar a análise, foram também calculados os índices de Herfindahl-Hirschman de acordo a origem do capital das empresas da amostra. O fato mais marcante expresso pelos resultados exibidos no Gráfico 3 refere-se ao conjunto de empresas multinacionais, que apresentou significativa desconcentração da produção nos dois sub-períodos da análise. Isso sugere que o crescimento do *market-share* das empresas multinacionais constatado na seção anterior deveu-se mais à entrada de novas empresas do que ao crescimento das empresas existentes. Também chama a atenção o grande aumento do índice de concentração do conjunto de empresas nacionais ocorrido no segundo sub-período. Esse resultado reflete do aumento da desigualdade de tamanhos de empresas nacionais que teve lugar na segunda metade da década de 90 devido ao baixo dinamismo apresentado pelas empresas nacionais de médio porte¹⁰.

GRÁFICO 3 EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE HERFINDAHL POR ORIGEM DO CAPITAL

¹⁰ Deve-se considerar também o crescimento do número e da participação de empresas de pequeno porte, não captadas pela amostra, em atividades típicas de atuação de empresas nacionais, como é principalmente o caso do setor tradicional. Que também ajuda a explicar a perda de participação das empresas de médio porte no período.



Nota: **Origem do Capital:** E – Empresa Estatal; M – Empresa Multinacional; N – Empresa Privada Nacional
 Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

• Análise de Liderança

Nesse ponto, parece conveniente examinar a “ponta” da amostra, caracterizada a partir do grupo formado pelos 20 maiores empresas brasileiras em cada ano, exclusive o setor financeiro. A decomposição desse grupo por setores e origens do capital, assim como a evolução da posição dessas empresas no ranking das vinte maiores, pode ser observada na Tabela 6 e na Tabela 7, respectivamente.

Em primeiro lugar, constata-se que o *market-share* das vinte maiores empresas no conjunto da amostra reduziu-se de 47,2% em 1991 para 40% em 1996, permanecendo praticamente no mesmo valor em 1999 (39,8%). A queda ocorrida no primeiro sub-período foi bastante extensa e sugere que o processo de desconcentração verificado na seção anterior deveu-se em grande parte a essa perda de peso das maiores empresas.

No mais, os dados para o grupo das 20 maiores reproduzem em suas linhas gerais o comportamento do conjunto da amostra, embora sugeriram uma certa instabilidade na liderança.

Em termos setoriais (Tabela 6), os setores perdedores foram a construção civil (de 5 empresas e 23,5% de *market-share* em 1991 para 1 empresa e 3,4% de *market-share* já em 1996) e a indústria tradicional, essa última eliminada do grupo das 20 em 1999 (contra 3 empresas e 7,3% de *market-share* em 1991). O setor que apresentou o maior aumento de peso foi serviços de infra-estrutura, embora mais pelo aumento do número

de empresas (de 6 em 1991 para 10 em 1999) do que pelo crescimento do tamanho relativo dessas. A indústria difusora de tecnologia e outros serviços encontraram no sub-período 1991-1996 um quadro mais favorável a julgar pelo acentuado crescimento de *market-share* entre esses dois anos. Em ambos os casos, o avanço não foi sustentável já que no sub-período 1996-1999 apresentaram grande recuo. Situação inversa viveu a indústria de *commodities*, cujas empresas líderes cresceram o *market-share* justamente nesse período.

Quando se observa a composição do grupo de 20 líderes de acordo com a origem do capital (Tabela 7), chama a atenção o avanço da participação das empresas multinacionais, tanto em número quanto em *market-share*, fato que igualmente confirma as conclusões sugeridas pelo conjunto da amostra.

TABELA 6:
 20 MAIORES EMPRESAS EM 1991, 1996 E 1999 (EX-SF)
 NÚMERO, POSIÇÃO NO RANKING E *MARKET-SHARE* POR SETOR

Setor	Empresas	Posição no Ranking			<i>Market-share</i> no total da amostra			<i>Market-share</i> no grupo das 20 maiores		
		1991	1996	1999	1991	1996	1999	1991	1996	1999
CC	Odebrecht	4	14	15	11,1	1,4	1,4	23,5	3,5	3,6
	Camargo Corrêa	8								
	Andrade Gutierrez	9								
	OAS	12								
	C. R. Almeida	13								
	No. De empresas	5	1	1						
IC	Vale do Rio Doce	2	10	7	9,6	8,5	11,3	20,4	21,3	28,5
	Petrobras	5	1	1						
	Votorantim	15	17	18						
	Bunge Brasil			14						
	No. De empresas	3	3	4						
ID	Autolatina	6			4,1	8,2	5,4	8,7	20,4	13,6
	DaimlerChrysler	16								
	Fiat		7	3						
	Volkswagen		5	10						
	Brasmotor		20							
	General Motors		4	16						
	No. De empresas	2	4	3						
IT	Souza Cruz	18			3,4	1,1	0,0	7,3	2,7	a
	Sadia	19								
	Nestlé	20	18							
	No. De empresas	3	1	0						
SP	Eletrobrás	1	3	2	17,1	15,5	18,5	36,3	38,7	46,6
	Telebras	3	2							
	Shell	7	9	8						
	CESP	10	15							
	Ipiranga	14	11	5						
	Petrobras Dist.	17	6	4						

	Telefônica			6						
	Telemar			11						
	MCI (Embratel)			17						
	Esso			19						
	Texaco			20						
	EDF (Eletropaulo)		12	12						
	No. De empresas	6	7	10						
SS	Varig	11	16		1,8	5,4	3,1	3,8	13,4	7,8
	Organizações Globo		13							
	Carrefour		8	9						
	Pão de Açúcar		19	13						
	No. De empresas	1	4	2						
Total		20	47,2	100,0	20	40,0	100,0	20	39,8	100,0

Nota: **Sectores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

TABELA 7:
 20 MAIORES EMPRESAS EM 1991, 1996 E 1999 (EX-SF)
 NÚMERO, POSIÇÃO NO RANKING E *MARKET-SHARE* POR ORIGEM DO CAPITAL

Origem do Capital	Empresas	Posição no Ranking			<i>Market-share</i> no total da amostra			<i>Market-share</i> no grupo das 20 maiores		
		1991	1996	1999	1991	1996	1999	1991	1996	1999
E	Eletronbras	1	3	2	21,5	17,9	13,2	45,6	44,7	33,2
	Vale do Rio Doce	2								
	Telebras	3	2							
	Petrobras	5	1	1						
	CESP	10	15							
	Petrobras Dist.	17	6	4						
	EDF (Eletropaulo)		12							
	No. De empresas	6	6	3						
M	Autolatina	6			8,8	11,7	15,5	18,6	29,2	39,0
	Shell	7	9	8						
	DaimlerChrysler	16								
	Souza Cruz	18								
	Nestlé	20	18							
	Bunge Brasil			14						
	Fiat		7	3						
	Volkswagen		5	10						
	General Motors		4	16						
	Telefônica			6						
	MCI (Embratel)			17						
	Esso			19						
	Texaco			20						
	EDF (Eletropaulo)			12						
	Carrefour		8	9						
	No. De empresas	5	6	10						
N	Odebrecht	4	14	15	16,9	10,4	11,0	35,7	26,1	27,7
	Camargo Corrêa	8								
	Andrade Gutierrez	9								
	Varig	11	16							
	OAS	12								

	C. R. Almeida	13								
	Ipiranga	14	11	5						
	Votorantim	15	17	18						
	Sadia	19								
	Vale do Rio Doce		10	7						
	Brasmotor		20							
	Telemar			11						
	Org. Globo		13							
	Pão de Açúcar		19	13						
	No. De empresas	9	8	7						
Total		20	20	20	47,2	40,0	39,8	100,0	100,0	100,0

Nota: **Origem do Capital:** E – Empresa Estatal; M – Empresa Multinacional; N – Empresa Privada Nacional

Fonte: Banco de Dados da Pesquisa

3 O PROCESSO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES COMO MEIO DE EXPANSÃO DAS EMPRESAS NO BRASIL

3.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROCESSO DE TRANSFERÊNCIA PATRIMONIAL

A intensificação das transações nesta década parece ter sido influenciada por duas mudanças institucionais importantes. Primeiro, deve-se ressaltar a abertura comercial que tornou vulnerável à concorrência internacional setores anteriormente protegidos. Segundo, o processo de privatização do sistema produtivo estatal que, por intermédio de transferência de propriedade, permitiu o fortalecimento de alguns e o surgimento de outros importantes atores no cenário produtivo brasileiro.

Quatro características podem ser destacadas com respeito às F&A no Brasil. Primeiro, a predominância de aquisições sobre fusões (ver Miranda e Martins 2000) e de compras majoritárias sobre minoritárias (Tabela 8). Mais de 70% das transações de F&A envolveram transferência de mais de 50% das ações. A pequena participação de fusões permite especular sobre o caráter concentrador de mercado dessas transações, uma vez que elas podem estar associadas à presença de novos entrantes nos mercados brasileiros, o que não necessariamente levaria à concentração do mercado, podendo inclusive acirrar a concorrência empresarial em determinados ambientes. Já a predominância de compras majoritárias de ações parece sugerir a prevalência de motivações produtivas sobre financeiras.

TABELA 8
DISTRIBUIÇÃO DAS TRANSAÇÃO POR FAIXA DE COMPRA DE
PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE ACORDO COM A ORIGEM DO CAPITAL,
1990-1999, BRASIL

Origem do Capital da Empresa Adquirente	Part<25		25≤Part<50		50≤Part<75		75≤Part		Não Informado		Total	
	No	%	No	%	No	%	No	%	No	%	No	%
Capital Misto	6	22	3	11	2	7	16	59	-	0	27	100
Desconhecido	-	0	3	19	-	0	11	69	2	13	16	100
Multinacional	55	8	93	13	125	17	395	55	50	7	718	100
Nacional	46	12	48	12	52	13	211	54	31	8	388	100
Total Global	107	9	147	13	179	16	633	55	83	7	1149	100

Fonte: Elaboração própria a partir da Thomson Financial Securities Data.

A segunda característica relevante é a grande abrangência setorial do processo. Pode-se perceber, pela Tabela 9, que um vasto número de segmentos foi afetado pelas transações. Dos grandes setores da estrutura produtiva nacional, apenas construção civil foi pouco afetado; todos os demais segmentos foram importantes alvos de transações de transferência de propriedade.

Terceiro, pode-se facilmente formular uma periodização do processo, enfatizando

a predominância, até 1996, de transações na indústria de transformação, mais especificamente nos setores responsáveis pela produção de *commodities*, que isoladamente representava 39% do número de transações e 49% do valor das transações que tiveram seus valores declarados¹¹, e no segmento de serviços, de 1997 em diante. Entre 1997 e 1999, o segmento de infra-estrutura foi responsável por 21% do número e 65% do valor das transações registradas pela TFSD; serviços propriamente dito foram isoladamente o setor que mais realizou transações no período de 1997 e 1999, alcançando 24% do total, contra apenas 12% registrados no período de 1990 a 1996. Simultaneamente, ainda que o número de transações totais no segundo período seja significativamente superior ao do primeiro (64%), no caso da indústria de *commodities*, houve um decréscimo do número absoluto de transações, enquanto na indústria tradicional e nos segmentos difusores de tecnologia o crescimento do número de transações se deu a uma taxa inferior à total.

TABELA 9
NÚMERO DE TRANSAÇÕES E VALOR DAS TRANSAÇÕES DE
TRANSFERÊNCIA DE PROPRIEDADE POR SETOR, 1990 A 1999, BRASIL

Setor Adquirida	1990 a 1996						1997 a 1999						Total					
	Número de Transações		Número de Transações com Valor Declarado		Valor Total		Número de Transações		Número de Transações com Valor Declarado		Valor Total		Número de Transações		Número de Transações com Valor Declarado		Valor Total	
	Número	%	Número	%	Valor	%	Número	%	Número	%	Valor	%	Número	%	Número	%	Valor	%
CC	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0
FF	32	7	17	9	2546	10	60	8	31	8	9197	10	92	8	48	8	11743	10
IC	168	39	96	48	12343	49	136	19	80	22	10435	11	304	26	176	31	22778	19
ID	74	17	24	12	1128	5	95	13	38	10	2611	3	169	15	62	11	3739	3
IT	55	13	18	9	1603	6	76	11	37	10	3586	4	131	11	55	10	5189	4
SP	43	10	24	12	6229	25	150	21	118	32	59728	65	193	17	142	25	65957	56
SS	53	12	14	7	1059	4	169	24	49	13	4927	5	222	19	63	11	5985	5
HC	10	2	6	3	107	0	26	4	13	4	1876	2	36	3	19	3	1982	2
Total	435	100	199	100	25015	100	714	100	366	100	92360	100	1149	100	565	100	117374	100

Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros
 HC – Holding Companies

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

A quarta característica está associada à forte presença de empresas multinacionais como compradoras (Tabela 10) que, ademais, pode ser observada em todos os setores da economia. A participação das empresas multinacionais parece, no entanto, mais intensiva em três segmentos: serviços, difusores de tecnologia e indústria tradicional.

¹¹ É interessante observar que o setor de *commodities*, no período de 1990 a 1996 teve uma taxa de declaração do valor das transações acima da média. Isto é provavelmente conseqüência da maior importância relativa deste setor nas transações de privatização. Fenômeno semelhante ocorre com serviços de infra-estrutura no período de 1997 a 1999.

TABELA 10
DISTRIBUIÇÃO DAS TRANSAÇÕES DE F&A EM GRANDES SETORES POR
ORIGEM DO CAPITAL, BRASIL, 1990-1999

Setor da Firma Adquirida	Origem do Capital								Total	
	Mista		Desconhecida		Multinacional		Nacional			
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
CC	0	0,0	0	0,0	2	100,0	0	0,0	2	100
SF	0	0,0	0	0,0	52	56,5	40	43,5	92	100
IC	3	1,0	8	2,6	175	57,6	118	38,8	304	100
ID	3	1,8	3	1,8	132	78,1	31	18,3	169	100
IT	1	0,8	0	0,0	85	64,9	45	34,4	131	100
SP	20	10,4	2	1,0	95	49,2	76	39,4	193	100
SS	0	0,0	2	0,9	158	71,2	62	27,9	222	100
HC	0	0,0	1	2,8	19	52,8	16	44,4	36	100
Total	27	2,3	16	1,4	718	62,5	388	33,8	1149	100

Nota: **Setores:** CC – Construção Civil; IC - Indústria de *Commodities*; ID - Indústria Difusora de Tecnologia; IT - Indústria Tradicional; SP - Serviços de Infra-estrutura; SS - Outros Serviços; SF - Serviços Financeiros
 HC – Holding Companies

Fonte: Elaboração própria a partir da Thomson Financial Securities Data.

3.2 DIREÇÃO DAS COMPRAS E VENDAS DE EMPRESAS

No Brasil, o processo de F&A apresentou pequena participação de compras que impliquem diversificação das atividades das empresas participantes. Em média, apenas 37% das compras ocorreram fora do principal setor de atuação da empresa adquirente (ver coluna (F) da Tabela 11). Este valor é bastante reduzido quando comparado com a experiência internacional. Ravenscraft e Scherer (1987) apontam, para sua amostra de empresas, que mais de 80% das compras de empresas nos EUA entre 1964 e 1979 tiveram algum caráter diversificado.¹² A média aritmética do número equivalente de diversificação das compras (NEC) é 2,9, ou seja, em média, as empresas adquirentes compram empresas em menos de 3 setores diferentes. Este valor está claramente superestimado pela presença de alguns segmentos com elevadíssimo nível de diversificação de suas compras. Apenas sete segmentos apresentam NEC superior à média – Metalurgia e Siderurgia, Equipamento Eletro-eletrônico, Borracha e Plásticos, Petróleo, Gás e Refino, Comércio Atacadista de Duráveis, Comércio Atacadista de Não-Duráveis, e Firmas de Investimento. Neste último setor, o nível de diversificação das compras assume valor superior a 15. Deve-se ressaltar que, pela própria característica das empresas pertencentes ao segmento, as transações realizadas têm caráter muito mais financeiro do que propriamente produtivo e o indicador de diversificação se torna inadequado para sua mensuração.¹³ Por outro lado, uma quantidade não desprezível de

¹² Em diversificado se está incluindo as transações consideradas extensão de produto, mercado ou pura conglomeração.

¹³ Existem dois tipos de razões para este setor apresentar alto índice de diversificação setorial de suas compras. Primeiro, grande parte das transações deste segmento representam apenas compras acionárias para posicionamento financeiro. Este fenômeno pode ser captado pela presença de um grande número de

setores apresentaram um número equivalente de compras de (NEC) inferior a 2,00 (12 de 27, ver Tabela 11), ou seja, são transações basicamente concentradas no seu próprio setor de atuação

Ao mesmo tempo, o processo de F&A conta com alta presença de empresas de outros setores como compradoras. Percebe-se que apenas cerca de 52% das compras são de empresas que atuam no mesmo setor da empresa comprada. Isto sugere que, em 48% dos casos, existe probabilidade de a empresa adquirente não ter atuação no setor. Esta constatação sugere que, pelo menos em alguns casos, a aquisição de empresas não necessariamente levaria à concentração dos mercados em que se realizaram, podendo ser caracterizada pela entrada de novas empresas. Existem grandes diferenças setoriais com relação a este indicador. Há casos em que empresas adquirentes do próprio setor são absolutamente exceção, como Petróleo, Gás e Refino, Comércio Atacadista de Bens Duráveis e Telecomunicações.¹⁴ Em outros casos, a compra por empresas do próprio setor parece ser a regra, como em Propaganda, Seguros, Alimentos e Material de Construção.

Uma última característica geral se refere à forte presença de empresas adquirentes multinacionais (quase 70%), nos setores apresentados na Tabela 11. Por conseguinte, na medida em que a maior parte das empresas transacionadas é nacional, isto implica um aumento da presença multinacional na estrutura produtiva brasileira. É interessante observar que F&A pode ser um meio para a entrada não agressiva de empresas concorrentes em outros mercados. Assim, mesmo quando se tratarem de compras de empresas pertencentes ao mesmo setor, ela pode não ser concentradora, desde que o mercado geográfico em que a adquirente atue seja diferente do nacional. Este parece ter sido o caso em pelo menos dois setores:

- (i) em equipamentos eletro-eletrônicos, algumas operações marcaram a entrada no mercado nacional de algumas empresas multinacionais que não tinham presença assegurada no país, como é o caso da Whirlpool na compra da Brasmotor. Uma segunda empresa multinacional também pertencente a este mercado era a Electrolux que também participou fortemente na compra de empresas, tendo adquirido a Refrigeração Paraná e a Oberdoffer S.A., em 1996. Estas transações são provavelmente parte de um processo de posicionamento no mercado nacional de empresas líderes em um oligopólio mundial. Ainda que a compra da Refrigeração Paraná e da Oberdoffer possa ter representado alguma concentração no mercado, a transferência de propriedade da Brasmotor, pouco afetou a situação; e
- (ii) As transações envolvendo compra de empresas na indústria de alimentos

as transações de participação acionária inferior a 50% (33% do total das transações, contra uma média de 22% da amostra como um todo, conforme sugere a Tabela 9, acima). Segundo, deve-se ter em conta que, em diversos momentos, no processo de privatização, diferentes empresas se organizaram em consórcios que foram classificados como firmas de investimento.

¹⁴ Nestes três casos, a participação de empresas do próprio setor nas compras é inferior a 20%, ver tabela 4, coluna (E).

refletem fenômeno parecido. Primeiro, existe forte participação de empresas entrantes no país. Este é o caso da Parmalat que participa de 7 transações no período, sendo 6 no setor de alimentos e uma em comércio atacadista. Provavelmente, a entrada da Parmalat por intermédio de aquisição de empresas auxiliou na coordenação com suas concorrentes internacionais no ramo de lácteos, Nestlé e Danone, já presentes no mercado internacional e participantes menos intensas – ainda que presentes – no processo de F&A. O segundo tipo de estratégia pode ser relacionado a empresas já presentes no país que utilizaram as F&A como forma de reposicionamento de suas atividades. Este é o caso do grupo Bunge, com atuação bem mais diversificada do que a Parmalat, estando também presente nos ramos de fertilizantes e de têxtil. Este grupo foi bastante agressivo na compra de empresas, tendo realizado 10 aquisições, no período, sendo 7 em alimentos, das quais 4 em óleos vegetais e animais.

TABELA 11
INDICADORES DE DIVERSIFICAÇÃO DAS COMPRAS E DE DISPERSÃO DOS VENDEDORES DE SETORES
SELECIONADOS, BRASIL, 1990-1999

Grande Setor	Setor	Número de Transações de Vendas (A)	Número de Transações de Compra (B)	Números Equivalente do Nível Setorial de Diversificação de Compradores (NEV) (C)	Números Equivalente do Nível Setorial de Diversificação das Compradas (NEC) (D)	Participação de Empresas Compradoras do Próprio Setor no Total das Vendas do Setor (E)	Participação de Empresas Vendidas do Próprio Setor no Total das Compras do Setor (F)	Participação de Adquirentes Multinacionais
IC	Agricultura, Extração Vegetal e Pecuária	20	11	5,41	2,28	35,0	63,6	63,6
IT	Alimentos	88	80	1,80	1,50	73,9	81,3	73,8
SF	Bancos Comerciais	56	66	2,06	2,82	67,9	57,6	47,0
IC	Borracha e Plásticos	18	21	3,52	3,90	50,0	42,9	71,4
SS	Comércio Atacadista - Bens Duráveis	13	12	7,35	6,00	15,4	16,7	75,0
SS	Comércio Atacadista - Bens Não Duráveis	26	25	4,28	4,43	38,5	40,0	80,0
SS	Comércio Varejista - Lojas de Alimentos	29	22	1,95	1,20	69,0	90,9	59,1
SP	Distribuição de Gás, Eletricidade e Água	57	30	2,59	2,14	35,1	66,7	73,3
ID	Equipamento Eletro-eletrônico	27	34	2,18	3,19	66,7	52,9	85,3
ID	Equipamento Transportes	54	31	4,50	1,91	40,7	71,0	77,4
ID	Farmacêutico	13	13	1,94	1,99	69,2	69,2	92,3
SF	Firmas de Investimento	36	284	2,34	15,12	61,1	7,7	35,6
IT	Impressão e Edição	15	12	2,03	1,41	66,7	83,3	58,3
ID	Maquinaria	44	29	3,90	2,03	45,5	69,0	72,4
IC	Material de Construção	27	29	1,94	2,14	70,4	65,5	86,2
IC	Metalurgia e Siderurgia	85	57	3,82	2,93	37,6	56,1	63,2
IC	Mineração	23	24	2,39	2,53	60,9	58,3	79,2
IC	Papel e Outros Produtos Relacionados	23	17	2,99	1,94	52,2	70,6	52,9
IC	Petróleo, Gás e Refino	21	13	5,31	4,12	14,3	23,1	69,2
SS	Propaganda	18	18	1,26	1,26	88,9	88,9	83,3
IC	Químico e Petroquímico	74	43	3,57	1,99	40,5	69,8	86,0
SS	Rádio e televisão	20	17	1,94	1,44	70,0	82,4	64,7
SS	Seguros	29	26	1,70	1,38	75,9	84,6	65,4
SS	Serviços Profissionais	76	57	3,67	2,22	50,0	66,7	80,7
SP	Telecomunicações	68	20	2,35	2,13	19,1	65,0	70,0
IT	Têxtil	15	11	2,85	1,81	53,3	72,7	36,4
SS	Transporte (exceto aeronáutico)	41	25	2,50	1,40	51,2	84,0	64,0
	Média Aritmética	37,6	38,0	3,0	2,9	52,5	63,0	69,1
	Desvio Padrão	23,5	52,3	1,4	2,7	19,2	21,3	14,4

Fonte: Elaboração própria a partir da Thomson Financial Securities Data.

3.3 UMA TAXONOMIA

A partir da Tabela 11, os setores foram distribuídos em quatro categorias de acordo o tipo de expansão dos negócios – especializada ou diversificada – dependendo se a parcela de compras de empresas do mesmo setor no total de compras das empresas (p_r) estivesse acima ou abaixo da média global, e a capacidade de atração de empresas de outros setores – receptor ou não receptor – dependendo se a parcela de vendas de empresas do setor r para empresas do mesmo setor valor (s_r), estivesse respectivamente acima ou abaixo da média global¹⁵. Define-se assim uma classificação de quatro tipos de setores, descritos a seguir.

- i. Setores especializados e pouco receptores de empresas de outros segmentos - seriam caracterizados por reduzida capacidade de expansão de suas empresas fora de seus limites, provavelmente representando estratégias defensivas, e por reflexos concentradores do processo de F&A sobre a estrutura produtiva.
- ii. Setores especializados e muito receptores de capitais de outros segmentos - provavelmente terão empresas com capacidade de expansão reduzida, aquém da oferecida pelo mercado, e por impactos das F&A sobre a estrutura industrial não necessariamente concentradores, podendo apresentar maior diversidade de empresas.
- iii. Setores com estratégias de diversificação e pouco receptores de capitais de outros segmentos - sugere capacidade de crescimento de suas firmas superior àquela do mercado. O processo de F&A não necessariamente altera suas estruturas industriais. No entanto, caso algum impacto venha a existir, deverá significar concentração da estrutura produtiva.
- iv. Setores com elevado nível de diversificação de suas estratégias de F&A e que atraem capital de outros segmentos - deverão ser caracterizados por diversidade de capitais, provavelmente apresentando elevado grau de convergência produtiva com outros segmentos. Ademais, os impactos das F&A sobre suas estruturas de mercado não necessariamente serão concentradores.

Adiante, apresentam-se os resultados obtidos para o caso brasileiro. A consolidação setorial é apresentada na Tabela 12.:

- **Setores especializados com pouca exposição à entrada de empresas de outros setores**

Os setores especializados, com reduzida recepção de empresas de outros segmentos, pertencem, quase em sua totalidade, a dois tipos de classe: indústria

¹⁵ Deve-se notar que a análise até o momento não está levando em conta diferentes origens geográficas do capital.

tradicional – impressão e edição, alimentos, material de construção e têxtil – e serviços – rádio e televisão, comércio varejista – lojas de alimentos, seguros e propaganda. A única exceção é a indústria farmacêutica, caracterizada como indústria difusora. Duas trajetórias distintas podem ser identificadas. Por um lado, estão alguns setores que apresentaram elevada exposição ao capital externo, como seguros, propaganda, alimentos, farmacêutica e material de construção. Neste caso, ainda que se possa identificar algum dinamismo¹⁶, a entrada de empresas internacionais com mercados geográficos anteriores distintos confere grande nível de especialização às estratégias de expansão, ainda que seus efeitos não sejam necessariamente concentradores.¹⁷ Por outro, existem os setores em que a entrada de capitais internacionais foi menos evidente. Nestes casos, ainda que o nível de dinamismo possa ser diferenciado, o mais provável é que a capacidade de acumulação das empresas líderes exceda a capacidade de crescimento do mercado e o fenômeno de aquisição de empresas resulte em maior concentração produtiva.¹⁸

- **Setores especializados e atrativos ao capital de outros segmentos**

Os setores com estratégias especializadas, porém atrativos ao capital de outros segmentos, são alvos de estratégias distintas. Primeiro, há aqueles segmentos que foram alvo da privatização: químico e petroquímico, transportes (exceto aeronáutico)¹⁹, telecomunicações, e distribuição de energia, gás e água. Aparentemente, a compra de empresas foi uma excelente oportunidade de lucros de curto prazo (ver Graça 2001), o que explica a diversidade de setores de origem das empresas adquirentes, como fica evidente pela elevada presença de Firms de Investimento no processo de privatização.

Segundo, há setores da indústria difusora que, com a abertura do mercado nacional, viram-se bastante expostos à concorrência internacional e a transferência de propriedade foi provavelmente uma alternativa para maximizar os benefícios para os proprietários locais. A diversidade produtiva dos compradores é consequência de elementos relacionados com convergência produtiva e características dos setores. Assim, empresas como a Thyssen, compradora de duas empresas da base de dados, são originalmente classificadas como pertencentes ao ramo de metais²⁰, ainda que tenham braços relevantes no segmento de maquinaria. Da mesma maneira, produtoras de autopeças podem ter sua origem nos segmentos eletro-eletrônico ou de metais.

A explicação deste fenômeno pode ser obtida da evidência levantada por Ravenscraft e Scherer (1987). De acordo com seus dados, a maior parte das empresas

16 Ver o estudo de Rodrigues (1999) sobre F&A na indústria de alimentos.

17 O mencionado caso da Parmalat e da Nestlé é um exemplo.

18 BNDES (2000) mostra evidências de concentração no ramo de Comércio Varejista, analisando o setor de supermercados.

19 Aqui estão localizadas as concessões de rodovias.

20 Isto ocorre não só na Thomson Financial Securities Data, mas também em outras bases de dados como Who Owns Whom.

que são alvo de aquisições apresentam grande lucratividade no período anterior à transação. Por coincidência, elas também estão situadas em segmentos bastante dinâmicos. De acordo com sua estimativa, a lucratividade destas empresas é crescente a taxas decrescentes. Desta maneira, o fenômeno da transferência de propriedade parece ser uma forma de maximizar os retornos dos proprietários incumbentes, uma vez que estes esperam que os lucros da empresa venham a decrescer após algum tempo. Vários estudos, além de Ravenscraft e Scherer (1987) confirmam o baixo retorno das F&A após a transação (ver Mueller 1985 e Rocha et al. 2001). Outros sugerem que os únicos vencedores garantidos em um processo de F&A são os proprietários iniciais (ver Jarrel et al. 1988). No caso brasileiro, o interesse da venda está no fato de que a perspectiva de entrada de novos concorrentes irá reduzir o valor de empresas que, no momento da venda, são bastante lucrativas. Por outro lado, para as empresas internacionais entrantes, abre-se a possibilidade de comprar plantas já existentes ou investir na instalação de novas plantas. A diferença entre o investimento necessário para uma nova planta e o valor presente das empresas abre a possibilidade de negócio.

Terceiro, o setor de serviços profissionais apresenta uma diversidade de situações possíveis, dada sua crescente importância. Assim, ele vem sendo alvo de inúmeras aquisições que seguem três tipos de estratégias diferentes. Primeiro, estão as empresas do próprio setor que se expandem por intermédio de F&A para aproveitar economias de escala. Segundo, estão empresas financeiras que procuram diversificar sua carteira de negócios comprando pequena participação em empresas de serviços profissionais. Este parece ser o caso da compra de Zip.net pelo Unibanco (10% das ações) e da GE Information Services pelo Bradesco (30% das ações). Terceiro, estão grandes empresas que verticalizam suas atividades, almejando maior coordenação de seus estágios de produção, sempre que tenham dimensão suficiente para não atuarem com escala economicamente ineficiente. Este parece ter sido o caso da compra da Netstream da Promon Tecnologia pela AT&T, da Proceda Tecnologia pela MCI e da Matrix Internet pela Primus Telecommunications, todas empresas compradas do setor de informática e compradoras do setor de telecomunicações.

Quarto, há aqueles setores da indústria de commodities – papel e agropecuária e extração vegetal – que apresentam algumas peculiaridades. No caso de papel, há dois tipos de influência. Por um lado, existe o caso de algumas firmas de investimento atuando como intermediários na transação e enviando os dados, não sendo possível identificar a empresa adquirente final, no processo. Por outro, existem algumas empresas do segmento de perfumaria que estão diversificando para o ramo de papel (toalha e higiênico) para aproveitar a mesma base de mercado e, provavelmente, vantagens de marca. No caso de agropecuária, o alto nível de exposição a outros segmentos parece ser resultado de estratégia de verticalização, para trás, de empresas de alimentos, e, para frente, de empresas químicas.

- **Setores com estratégias diversificadas e atrativos ao capital de outros segmentos**

Os setores com estratégias de F&A diversificadas e receptores de empresas de outros segmentos podem também ser divididos em dois grupos de acordo com suas características produtivas e de comercialização. Do lado das empresas adquiridas é interessante dividir a amostra em dois grupos:

- (i) setores de commodities que tiveram grande influência do processo de privatização. Este é o caso de metal e metalurgia e de petróleo, gás e refino²¹. Como consequência, o grau de entrantes de novos setores segue a mesma lógica sugerida para os demais segmentos em que ocorreram privatização, ou seja, a possibilidade de grandes lucros de curto prazo, a partir da compra dessas empresas atraiu empresas de outros segmentos, principalmente consórcios de empresas na forma de firmas de investimento e da tentativa de verticalização produtiva de alguns segmentos;
- (ii) borracha e plásticos e os dois segmentos de comércio atacadista seguiram o mesmo padrão. As transações foram fruto da verticalização de atividades de empresas, que predominantemente atuavam em outros setores. Borracha e plásticos sofreram aquisições por parte de empresas de alimentos que adquirem empresas de embalagem e de alguns outros segmentos isolados, enquanto comércio atacadista, especializado por excelência, tem a origem das empresas adquiridas muito dispersa, conforme sugere o indicador NEV, na Tabela 11.

Pelo prisma das empresas adquirentes, as estratégias de diversificação desses setores estão associadas a dois elementos distintos:

- (i) petróleo, gás e refino, comércio atacadista de bens duráveis, comércio atacadista de bens não duráveis e borracha e plásticos têm elevado nível de diversificação especialmente por movimentos de verticalização de suas atividades. Petróleo, gás e refino e borracha e plásticos verticalizam sua produção em direção à petroquímica. Nos segmentos de comércio, há verticalização na direção de setores cujos produtos são canalizados pelas respectivas empresas;
- (ii) metalurgia e siderurgia tem a base de seu processo de diversificação associada à convergência produtiva e tecnológica com as áreas de maquinaria (5 transações) e auto-peças (6 transações). Neste sentido, tendem a reproduzir internamente padrões de diversificação internacional da indústria, como é o caso da Thyssen, atuante tanto em metalurgia, como em maquinaria.

²¹ A base de dados TFSD inclui algumas empresas privatizadas em segmentos limítrofes como outros setores. Este é o caso de distribuidoras de gás, como a CEG, e de centrais petroquímicas, COPENE e Petroquímica União, que tiveram parte de seu controle acionário vendido no período.

- **Setores com estratégias diversificadas e de pouca exposição a empresas de outros setores**

Os quatro segmentos que se apresentam pouco vulneráveis à recepção de empresas de outros setores, porém com estratégias de diversificação apresentam trajetórias muito específicas. Ainda que firmas de investimento e bancos comerciais apresentem grande número de aquisições de conteúdo simplesmente financeiro,²² para diversificação de ativos ou como intermediários, sem o objetivo de controle produtivo das empresas compradas²³, a estratégia de bancos comerciais parece muito mais focada. Primeiro, porque o nível de diversificação de suas compras é muito menor (conforme pode ser visto na Tabela 11). Segundo, porque os bancos apresentam um core-business melhor definido. Terceiro, porque sua diversificação se direciona a segmentos muito específicos: seguros e bancos de investimento. O caso do setor eletro-eletrônico tem grande importância por se tratar do principal setor que realiza diversificação relacionada no país, apresentando compras nos segmentos de equipamentos de comunicações e computadores. Por fim, o caso de mineração é marcado principalmente por uma estratégia de verticalização, mais explícita no caso da Companhia Vale do Rio Doce, na direção do setor de siderurgia.

TABELA 12
CLASSIFICAÇÃO DOS SETORES DE ACORDO COM O DESTINO DA COMPRA DE SUAS EMPRESAS E A ORIGEM DE SEUS COMPRADORES

		Estratégia	
		Diversificação	Especialização
Setor	Não Receptores de Empresas de Outros Segmentos	Firms de Investimento Bancos Comerciais Equipamento Eletro-eletrônico Mineração	Alimentos Material de Construção Seguros Comércio Varejista - Lojas de Alimentos Propaganda Rádio e televisão Farmacêutico Impressão e Edição Têxtil
	Receptores de Empresas de Outros Segmentos	Metalurgia e Siderurgia Comércio Atacadista - Bens Não Duráveis Borracha e Plásticos Petróleo, Gás e Refino Comércio Atacadista - Bens Duráveis	Serviços Profissionais Químico e Petroquímico Equipamento Transportes Distribuição de Gás, Eletricidade e Água Maquinaria Transporte (exceto aeronáutico) Telecomunicações Papel e Outros Produtos Relacionados Agricultura, Extração Vegetal e Pecuária

²² Deve-se ressaltar que no caso dos bancos comerciais, esta estratégia está principalmente centrada no Bradesco.

²³ Do total das transações que apresentam bancos comerciais e firmas de investimento como adquirentes, respectivamente 35% e 33% apresentam compras de menos de 50% das ações das empresas alvo, contra uma média do total das transações na base d TFSD de pouco mais de 20%.

3.4 ASPECTOS RELACIONADOS COM A ORIGEM DO CAPITAL DAS EMPRESAS ADQUIRENTES

Dois elementos devem ser tratados nesta seção. Primeiro, será avaliada a existência de diferença de comportamento das empresas adquirentes de acordo com a origem de seu capital. Segundo, será discutida em que medida a origem do capital influencia a dimensão do impacto das F&A sobre a estrutura industrial.

A Tabela 13 mostra os índices de diversificação das compras de empresas, de acordo com o setor e a nacionalidade da empresa adquirente. A comparação do índice entre as nacionalidades sugere que as empresas multinacionais empreenderam maior nível de diversificação nas compras de empresas. A diferença das médias dos setores é significativa a 1% de nível de significância. Deve-se notar que, em apenas 7 setores, o nível de diversificação das compras das empresas nacionais é superior ao das empresas multinacionais: borracha e plásticos, equipamento eletro-eletrônico, maquinaria, material de construção, petróleo, gás e refino, serviços profissionais e têxtil.

Por um lado, este resultado parece indicar que as empresas multinacionais tornaram sua atuação no país mais diversificada, tal como sugerido na seção anterior pelos dados da Gazeta Mercantil, de vez que setores que antes não eram alvo de atuação das empresas multinacionais sofreram importantes entradas. Por outro lado, os resultados sugerem que a própria atuação individual de cada empresa se dá em um número maior de campos. Neste caso, seria interessante especular sobre a possibilidade de o perfil produtivo dessas empresas estar se aproximando àquele estabelecido internacionalmente, não estando a atuação no Brasil limitada a setores específicos.

Os dados também sugerem um comportamento mais defensivo, determinado pela adoção de estratégias mais especializadas das empresas nacionais. Em doze setores o índice equivalente de compras é inferior a 1,5. Nos setores em que as empresas multinacionais permaneceram com importante fatia de mercado, a forte estratégia de especialização pode ser indicativa da baixa probabilidade de o potencial de expansão das empresas nacionais não superar a capacidade de crescimento de seus mercados de atuação.

Ao mesmo tempo, a adoção deste tipo de estratégia vem a sugerir a atuação mais restrita das empresas nacionais. Como se pôde ver na Tabela 10, as empresas adquirentes nacionais concentram suas compras em quatro segmentos: indústria de commodities, indústria tradicional, infra-estrutura e serviços financeiros. No caso de commodities e serviços de infra-estrutura, deve-se ressaltar a participação na privatização, que, conforme foi sugerido acima, pode ser uma fonte de fáceis lucros de curto prazo. No caso da indústria tradicional, a maior parte das transações se refere a compras de empresas do setor alimentos (mais especificamente, bebidas), que sofreu alguma concentração no período (ver Feijó e Gonzaga 2001). Nos demais setores, as empresas nacionais aparecem na parte vendedora.

Ainda que as empresas multinacionais apresentem níveis mais elevados de diversificação de suas compras, a atuação especializada em alguns setores pode ter implicações importantes sobre o ponto de vista da configuração industrial. Isto é particularmente importante no caso de seguros, propaganda, alimentos e rádio e televisão, em que a aquisição por empresas estrangeiras supera, em muito, o número de aquisições por empresas nacionais. Nestes casos, empresas estrangeiras poderiam estar ingressando no mercado como concorrentes novas e, neste sentido, as F&A não estariam contribuindo para a concentração do mercado. Ao contrário, novos concorrentes estariam ingressando com força, como é o caso apontado acima da Parmalat no setor de alimentos. No segmento de seguros, também há uma série de novas entrantes no mercado, como é o caso da Aetna Inc., que comprou 49% das ações da Sul América Seguros – Life and Health. Ainda que de localização difícil, outras transações em que empresas adquirentes estrangeiras ingressam no mercado por intermédio de aquisição total ou parcial de empresas podem ser identificadas. Como resultado, ainda que se possa afirmar que normalmente F&A levam a maior concentração, no caso brasileiro, em decorrência da elevada entrada de empresas multinacionais, elas podem ter, na prática, determinado um acirramento da concorrência, devido à entrada de empresas fortes, que contestam a líder.

TABELA 13
NÚMERO DE TRANSAÇÕES E NÚMERO EQUIVALENTE DE DIVERSIFICAÇÃO DAS F&A POR SETOR, DE ACORDO COM A NACIONALIDADE DA EMPRESA ADQUIRENTE

Setor	Número total de compras	Multinacionais		Nacionais	
		Número de Compras	Número Equivalente de Diversificação	Número de Compras	Número Equivalente de Diversificação
Agricultura, Extração Vegetal e Pecuária	11	7	3,8	4	1,0
Alimentos	80	59	1,6	21	1,3
Bancos Comerciais	66	31	2,8	35	2,7
Borracha e Plásticos	21	15	3,4	6	4,5
Comércio Atacadista - Bens Duráveis	12	9	4,8	2	2,0
Comércio Atacadista - Bens Não Duráveis	25	20	4,3	5	3,6
Comércio Varejista - Lojas de Alimentos	22	13	1,4	9	1,0
Distribuição de Gás, Eletricidade e Água	30	22	2,6	8	1,3
Equipamento Eletro-eletrônico	34	29	3,0	5	3,6
Equipamento Transportes	31	24	2,4	5	1,0
Farmacêutico	13	12	2,1	1	1,0
Firmas de Investimento	284	101	16,5	159	15,4
Impressão e Edição	12	7	1,8	4	1,0
Maquinaria	29	21	2,1	8	2,1
Material de Construção	29	25	1,9	4	2,7
Metalurgia e Siderurgia	57	36	3,7	20	2,0
Mineração	24	19	2,6	5	1,9
Papel e Outros Produtos Relacionados	17	9	2,1	8	1,7
Petróleo, Gás e Refino	13	9	3,2	4	4,0
Propaganda	18	15	1,3	3	1,0
Químico e Petroquímico	43	37	2,1	6	1,4
Rádio e televisão	17	11	1,8	5	1,0
Seguros	26	17	1,3	9	1,6
Serviços Profissionais	57	46	2,2	11	2,3
Telecomunicações	20	14	2,9	3	1,0
Têxtil	11	4	1,6	7	1,8
Transporte (exceto aeronáutico)	25	16	1,5	9	1,2
Média	38,0	23,3	3,0	13,6	2,4
Desvio Padrão	52,3	20,1	2,9	29,9	2,8

Fonte: Elaboração Própria a partir da Thomson Financial Securities Data.

4 CONCLUSÃO

Desde os anos iniciais da década de 80 a indústria brasileira encontra-se submetida a fortes tensões oriundas dos desequilíbrios macroeconômicos que decorreram do esgotamento do processo de substituição de importações como paradigma básico do desenvolvimento nacional.

Porém, embora as condições macroeconômicas sejam decisivas para a definição das atitudes empresariais, as empresas, longe de reagirem automaticamente aos sinais da economia, adotam comportamentos diversos, dependendo dos recursos competitivos acumulados, das condições estruturais dos mercados em que atuam e de visões estratégicas próprias. As diferentes capacidades de resposta das empresas aos desafios impostos pela macroeconomia e pela dinâmica do processo competitivo podem induzir mudanças estruturais tanto inter-setoriais, relacionadas a mudanças nos pesos dos diversos setores na estrutura produtiva, quanto intra-setoriais, relacionadas a mudanças no grau de concentração e nas características da liderança empresarial em cada setor.

A análise realizada nesse artigo permitiu concluir que a década de 90 caracterizou-se por transformações muito mais relevantes na estrutura de propriedade das empresas líderes que na composição setorial do valor das receitas.

No plano setorial, apenas o setor de construção perdeu espaço de forma significativa, mantendo-se a distribuição do valor da produção em termos relativamente estáveis no período. Já no plano da propriedade do capital, houve enorme avanço das empresas multinacionais que se caracterizou tanto pelo aumento de peso como da abrangência setorial da atuação dessas empresas. As empresas estatais reduziram sua participação à cerca da metade do market-share do início da década enquanto as empresas privadas nacionais mantiveram a participação. Como foi visto, esse processo de transferência de market-share entre as diversas origens de capital seguiu padrões diferentes entre os períodos 1991-1996, quando predominou a perda de peso das empresas estatais e 1996-1999, quando o principal movimento foi o aumento da participação das empresas multinacionais.

Observou-se, ainda, que as empresas privadas nacionais, embora tenham mantido o market-share do início da década, foram deslocadas da indústria para serviços, em particular, os serviços de infra-estrutura. O processo de privatização teve grande importância na explicação das mudanças observadas no perfil de especialização das empresas líderes.

A década também se caracterizou por um processo de desconcentração econômica, causado principalmente pelo fracionamento de algumas grandes empresas estatais e pelo grande número de entradas de novas empresas multinacionais no país. Cabe enfatizar que em vista das limitações dos dados disponíveis e também dos indicadores utilizados, a análise realizada na seção 3 deste artigo não poderia ir além da estilização das principais mudanças estruturais ocorridas no conjunto de grupos econômico e empresas

líderes.

É possível, porém, aprofundar a compreensão da natureza das mudanças ocorridas através do exame detalhado das operações de fusões e aquisições de empresas ocorridas no Brasil na década de 90, realizado na seção 4. Os dados mostram que existe elevado nível de especialização produtiva nas compras de empresas no Brasil durante a década, haja vista que um número não desprezível de transações ocorreu entre empresas do mesmo setor. Ao mesmo tempo, parte das transações entre empresas de setores diferentes tem, como compradoras, empresas bastante diversificadas, cuja classificação no setor de atividade primária não permite captar a amplitude de sua atuação produtiva. Como resultado, a maioria das estratégias de compras diversificadas é representada por operações relacionadas à base técnica corrente das empresas.

A atuação das empresas nacionais, por sua vez, apresenta ainda maior nível de especialização do que aquela das empresas multinacionais. Os casos em que isto não ocorre estão associados, ao processo de privatização – que permitiu oportunidades de lucro de curto prazo ou a reestruturação de empresas localizadas em setores pouco dinâmicos – a movimentos de verticalização ou à compra de participação minoritária, provavelmente com objetivos de diversificação de carteira de investimento. Ademais, em quase todos os setores, a compra por empresas multinacionais, principalmente nos de estratégia mais especializada, parece ser predominante. Este cenário sugere reduzido potencial de acumulação das empresas nacionais que parecem ter se expandido abaixo do ritmo de crescimento de seus respectivos mercados. A estratégia especializada parece, assim, estar em sintonia com a expectativa que se poderia construir dada a redução de barreiras à entrada promovidas pela onda de liberalização da década de 90.

Como consequência das estratégias defensivas das empresas nacionais e da agressiva entrada de empresas multinacionais, o trabalho parece sugerir importantes modificações na estrutura industrial. Por um lado, existe uma questão de composição. Na medida em que as F&A das empresas nacionais se dirigem para os próprios setores de atuação e que, em grande medida, estão concentradas nos segmentos produtores de commodities, serviços financeiros e infra-estrutura, o escopo de atuação das empresas nacionais parece ter se reduzido. De maneira oposta, a maior dispersão das compras das empresas multinacionais e suas estratégias mais diversificadas possibilitam especular pela ampliação do escopo de sua atuação. Esse resultado é convergente com o sugerido pela análise da evolução da composição das receitas das empresas líderes brasileiras.

A entrada de empresas de outros setores nos segmentos que sofreram F&A está fortemente associada à ocorrência de privatizações. Isto significa que, principalmente pelo desmembramento de empresas estatais, os segmentos que sofreram privatizações devem ter apresentado redução do grau de concentração. Os setores que não tiveram privatizações e que não foram alvo de entrada de empresas de outros segmentos apresentaram um número elevado de aquisições por empresas multinacionais. Estes segmentos podem ter tido dois tipos de mudança estrutural. Nos casos em que empresas estabelecidas nacionais conseguiram resistir, pode-se esperar um aumento da concorrência. Nos casos de forte eliminação de empresas nacionais, parece, como

ilustrado acima, caminhar para a reprodução da concorrência em oligopólios globais.

5 BIBLIOGRAFIA

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

BNDES (2000) – Super e Hipermercados no Brasil: Desempenho Recente. *Informe Setorial* n. 21, encontrado na webpage: <http://bndes.gov.br>, outubro.

Bonelli, R., Fonseca, R (1998) –Ganhos de produtividade e de eficiência: novos resultados para economia brasileira; IPEA; Mimeo;RJ.

Chandler (1990) – *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge: Harvard University Press.

Coutinho, L. (1997) A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilizaçãoin: Velloso, R. (org.) Brasil: desafios de um país em transformação.

Feijó, C., Gonzaga, P. e Rodriguez, M. S. (2001) *Concentração Industrial e Produtividade do Trabalho na Indústria de Transformação nos anos 90*. Trabalho a ser apresentado no XXIX Encontro Nacional de Economia, homepage da ANPEC , www.anpec.org.br..

Ferraz, J.C., Kupfer, D. and Haguenaer, L. (1996). *Made in Brasil: Desafios Competitivos para a Indústria Brasileira*. Rio de Janeiro. Ed. Campus.

Ferraz, J.C.; Kupfer, D. e Serrano, F. *Macro/Micro Interactions: Economic and Institutional Uncertainties and Structural Changes in Brazilian Industry*. Oxford Development Studies. Vol. 27. No. 3. Outubro de 1999.

Franco, G. (1998) A Inserção Externa e o Desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, vol. 18. Nº 3 (71), julho-setembro, p. 121-147.

Graça, T. (2001) *Ganhadores dos Leilões da Privatização Brasileira Realmente Ganham: Evidência Empírica de um Estudo de Evento*. Trabalho a ser apresentado no XXIX Encontro Nacional de Economia, homepage da ANPEC , www.anpec.org.br.

Haguenaer (1989).). *Competitividade: Conceitos e Medidas*; TD IEI/UFRJ; n. 211; Rio de Janeiro.

Haguenaer, L., Markwald, R, Pourchet, H (1998) – Estimativas do Valor da Produção Industrial e Coeficientes de Exportação e Importação da Indústria Brasileira, IPEA, Texto para Discussão nº. 563; BSB.

- IEDI (2000) – Indústria e Desenvolvimento: uma análise dos anos 90; Mimeo; SP.
- Jarrell et al. (1988) – “The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980”. *Journal of Economic Perspectives* 2:49-68.
- Jensen (1988) – “Takeovers: Their Causes and Consequences”, *Journal of Economic Perspectives*, n 1: 21-48
- Jensen (1989) – “Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review* 5: 61-74
- Laplane M et alli (2000). Empresas Transnacionais no Brasil nos anos 90: fatores de atração, estratégias e impactos. Relatório de pesquisa. NEIT/IE/UNICAMP. Campinas. mimeo
- Kupfer, D. (1998). Trajetórias de reestruturação da indústria brasileira após a abertura e a estabilização. Tese de doutorado apresentada ao IE/UFRJ. mimeo
- Mendonça de Barros, J. R. e Goldenstein, L. (1997). Reestruturação industrial e reordenação financeira: um novo balanço. Mimeo
- Miranda & Martins (2000) – Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil, *Estado e Sociedade*, v. 14.
- Miranda, J. C. e Tavares, M. C. (1999) Brasil: Estratégias de Conglomeração. In Fiori, J. L. *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro, Ed. Vozes.
- Miranda, J.C. (1996) – “Reestructuración industrial en em contexto de inestabilidad macroeconómica. El caso de Brasil”; in *Estabilización Macroeconómica, Reforma Estructural y Comportamiento Industrial*; Jorge Katz (ed.); Alianza Editorial; Buenos Aires.
- Miranda, J.C. (2000) – Análise do desempenho exportador das 500 maiores empresas do Brasil; CEPAL/BSB; Mimeo; BSA.
- Miranda, J.C., Tavares, M.C. (1999) – “Brasil: estratégias de conglomeração”; in *Estados e Moedas no desenvolvimento das nações*; J.L.Fiori (org.); Ed.Vozes;RJ.
- Moreira, M. M. (1999) Estrangeiros em uma Economia Aberta: Impactos Recentes sobre a Produtividade, a Concentração e o Mercado Exterior. Texto para Discussão BNDES n. 67. RJ.
- Moreira, M. M., Correa, P.G. (1996) – Abertura Comercial e industria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo”; BNDES, Texto para Discussão n°. 49;RJ.
- Mueller (1986) – *Profits in the Long Run*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Pereira, T., Carvalho, A. (1998) – Abertura comercial, mark ups setoriais domésticos e rentabilidade das exportações; IPEA, Texto para Discussão n°. 571; BSB.

- Ravenscraft & Scherer (1987) – *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Rocha, F. Iooty, M. e Ferraz, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. *Revista de Economia Contemporânea*. Vol 5, Número Especial, 2001.
- Rodrigues (1999), R. *Empresas Estrangeiras e Fusões e Aquisições: O Caso da Indústria de Autopeças e de Alimentação/Bebidas em Meados da Década de 90*. Brasília, IPEA, Texto para Discussão n. 622.
- Rossi, J.L., Ferreira, P.C. (1999) – Evolução da produtividade industrial brasileira e abertura comercial; IPEA, texto para Discussão n°. 651; BSB
- Scherer & Ross (1990) – *Industrial Market Structure and Economic Performance*. 3.a ed. Boston: Houghton Mifflin
- Scherer (1988) – “Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments”. *Journal of Economic Perspectives* 2:69-82.
- Teece, D.; Rumelt, R.; Dosi, G.; e Winter, S. (1994) Understanding Corporate Coherence: Theory and Evidence. *Journal of Economic Behavior and Organization* 23, 1-30.