

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL – UFRGS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

**TRANSFORMAÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA DÉCADA
DE 90 E SUAS CONSEQUÊNCIAS NO NÚMERO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES
NO PAÍS**

LUCAS CASTRO DA SILVEIRA

Porto Alegre

2011

LUCAS CASTRO DA SILVEIRA

**TRANSFORMAÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA DÉCADA
DE 90 E SUAS CONSEQUÊNCIAS NO NÚMERO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES
NO PAÍS**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de
Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências
Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para
obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas

Orientadora: Prof.^a Marcilene Martins

Porto Alegre

2011

LUCAS CASTRO DA SILVEIRA

**TRANSFORMAÇÕES NA ECONOMIA BRASILEIRA A PARTIR DA DÉCADA
DE 90 E SUAS CONSEQUÊNCIAS NO NÚMERO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES
NO PAÍS**

Trabalho de conclusão submetido ao
Curso de Graduação em Economia, da
Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS, como quesito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Aprovado em: Porto Alegre, _____ de _____ de 2011.

Prof.^a Marcilene Martins - orientador

UFRGS

Prof.^a Maria Heloísa Lenz

UFRGS

Prof.^a Karen Stallbaum

UFRGS

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo investigar as variáveis que causaram as ondas de fusões e aquisições ocorridas no Brasil a partir de 1990. Os estudos do banco KPMG demonstram este avanço e, utilizando-se de dados provenientes de instituições como Banco Central do Brasil e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, buscou-se inferir em relação às variáveis responsáveis pelo aumento no número de fusões e aquisições realizadas no país. Concluiu-se que a forte alteração no cenário econômico do Brasil da década de 90 foi primordial ao avanço das fusões e aquisições. Adicionalmente, a abertura econômica do país e a entrada de investimento direto estrangeiro foram escolhidas como as variáveis mais relevantes no contexto da economia brasileira na década de 90, de modo que estas determinaram boa parte do movimento de integração empresarial nacional.

Palavras-chave: Fusões e aquisições, integração, economia industrial, abertura econômica, investimento direto estrangeiro, estabilização, Plano Real, regressão linear múltipla.

ABSTRACT

This paper aims to investigate what caused the increase in mergers and acquisitions in the 1990- 2010 period of the Brazilian economy. KPMG bank studies reveal this growth and with the use of data from the Brazilian Central Bank and of the institute of Applied Studies in Economics it was tried to discover about the main economic variables responsible for the M&A waves in Brazil. It was concluded that the historical changes in the Brazilian economy's scenario of the 1990's was the key factor for the surge of M&A. In addition, the economics openness and increase on foreign direct investment in the country were found as the main aspects of the Brazilian economy in the 90's and developed a major role in the Brazilian mergers and acquisitions increase.

Keywords: Mergers and acquisitions, integration, industrial economics, economic openness, foreign direct investment, stabilization, Real Plan, multiple linear regression.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	01
2. A ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 90 E 2000: PERÍODO DE TRANSFORMAÇÕES ESTRUTURAIS.....	05
2.1. Estabilização.....	05
2.1.1. Plano Real: Contexto em que se Insere.....	05
2.1.2. O Plano.....	06
2.1.3. Conclusão.....	09
2.2. Abertura Econômica.....	11
2.3. Privatizações.....	13
2.4. Outras Reformas.....	14
2.5. A Economia Brasileira nos Anos 2000.....	15
3. ELEMENTOS TEÓRICOS PARA A ANÁLISE DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	20
3.1. Introdução.....	20
3.2. Ambiente Competitivo, Concorrência e Estratégias Competitivas.....	21
3.2.1. Ambiente Competitivo.....	21
3.2.2. Concorrência.....	23
3.3. Estratégias de Crescimento das firmas.....	25
3.3.1. Diversificação e Integração.....	26
3.3.2. Fusões e Aquisições.....	28
4. FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL A PARTIR DOS ANOS 90: MENSURAÇÃO E UMA PROPOSTA DE ANÁLISE.....	31
4.1. Resenha da Literatura recente sobre Fusões e Aquisições no Brasil.....	31
4.1.1. Fusões & Aquisições e o Cenário Econômico Brasileiro nos Anos 90.....	31

4.1.2. Conclusão.....	35
4.2. Fusões e Aquisições no Brasil no Período 1994-2010: Mensuração e uma Proposta de Análise.....	36
4.2.1. Introdução.....	36
4.2.2. Fonte de Dados.....	37
4.2.3. Metodologia.....	37
4.2.4. Análise dos Resultados.....	40
5. CONCLUSÕES.....	49
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	52
7. ANEXO.....	61

1. INTRODUÇÃO

A economia brasileira passou por significativas modificações estruturais na década de 90. A partir do governo Collor, o Brasil experimentou um choque de liberalização no seu aparato produtivo. Tal cenário continuou presente no governo de Fernando Henrique Cardoso e foi exacerbado na passagem deste pelo Ministério da Fazenda – em período anterior a sua escalada à Presidência da República – e a implementação do Plano Real. A luta por estabilização de preços e modernização da economia brasileira foi travada, principalmente, no período em questão, de modo que o fim dos altos níveis de inflação relacionou-se ao plano Real e a modificação produtiva nacional à abertura econômica vivenciada pelo país na referida década.

O índice de inflação IPCA diminuiu de níveis médios próximos a 728% ao ano até 1994, para 8% nos períodos subsequentes até 2010, segundo dados do IBGE. As reformas econômicas promovidas pelo Estado na década de 90 acarretaram em um enorme influxo de capital estrangeiro sob forma de investimentos diretos. Os investimentos diretos estrangeiros, conforme dados do Bacen, apresentaram um crescimento acumulado de 4.801% entre 1990 e 2010, alterando para sempre o panorama econômico brasileiro. As importações cresceram 779% nesta mesma base de comparação e exemplificam a abertura econômica do país.

Uma das alterações produtivas observadas no país foi a que se manifestou sob a forma de Fusões & Aquisições presentes nos mais variados setores da economia nacional a partir de 1994. Rocha (2001, p. 2) sentencia que “a década de 90 presenciou uma fabulosa onda de fusões e aquisições (F&A) no mundo. O Brasil não foi exceção tendo sido registradas mais de 1000 transações de F&A entre 1990 e 1999 em todas as atividades.”.

O cenário macroeconômico no Brasil a partir de 1990 gerou uma importante alteração no ambiente de competição com a qual as firmas baseadas no país estavam acostumadas em períodos anteriores. O processo de abertura econômica e a entrada maciça do capital estrangeiro levou as empresas atuantes no país – ou que desejavam ingressar no mercado brasileiro – a um novo conjunto de estratégias concorrenciais, dentre elas, a escolha pela incorporação de concorrentes ou de produtores de mercadorias complementares ao escopo de atuação da empresa será analisada ao longo desta monografia. Diversos autores descrevem o cenário de abertura econômica, estabilização, entrada do capital estrangeiro e privatizações como catalisadores de operações de Fusões & Aquisições. Cano (2003, p. 119) afirma que “o processo de F&A no Brasil apresentou grande crescimento a partir do início da década de 1990 devido às mudanças no cenário internacional e nacional”.

Após a consolidação de um cenário estável na economia nacional, a partir das medidas de reforma econômica da década de 90, o desenvolvimento do Brasil toma novos rumos. Com a inflação sob controle, a entrada de investimento direto estrangeiro e, especialmente, um grau mais elevado de abertura, a década subsequente da economia brasileira passa a experimentar maiores taxas de crescimento decorrentes de uma nova relação do país com a China e da maior atuação governamental sobre a atividade econômica nacional. Este novo contexto gera um ambiente competitivo que seguirá indicando um caminho de exacerbação do processo de integração das firmas, gerando uma nova onda de fusões e aquisições que permeará a discussão a partir dos anos 2000. A força dos países emergentes sob a liderança da economia chinesa exacerba o cenário otimista citado, já que estas nações passam a representar um papel mais relevante na economia mundial a partir de 2002.

A fim de corroborar o cenário de avanço das F&A, o comportamento da firma é analisado, de modo que a postura da mesma em relação a estímulos do ambiente competitivo em sua busca pelo crescimento ficará caracterizada. A literatura de economia industrial versa acerca dos diversos motivos que levam a firma ao caminho da integração produtiva, demonstrando esta como uma via de especialização estratégica com o intuito de responder a estímulos competitivos. Sendo assim, Rocha (2002, p. 25) afirma que “a intensificação das transações nesta década parece ter sido influenciada por duas mudanças institucionais importantes”, relacionando o surto de F&A brasileiro ao contexto – que

alterou o ambiente concorrencial do país – de abertura econômica e privatizações que tiveram curso no país desde 1990. A realidade brasileira a partir da década de 90 relaciona-se à criação de tais condições para o acirramento na competição produtiva, dadas as alterações macroeconômicas e institucionais ocorridas na época. Carvalho e Lima (2009, p. 35) apontam que “no final da década de 1990 já eram nítidos os resultados das reformas na economia brasileira. A privatização, a desregulamentação e, particularmente, a abertura comercial tiveram um enorme impacto sobre a produtividade e especialização da estrutura industrial.”.

Esta monografia visa caracterizar o processo de Fusões & Aquisições no Brasil a partir de 1994, apontando argumentos baseados na literatura relacionada ao processo de integração das firmas, sob a luz do contexto econômico em que estas estão inseridas. Neste contexto, será descrito o cenário brasileiro de estabilização e abertura, a fim de demonstrar que ele foi determinante para o aumento do número de F&A verificados no país a partir de 1994. O grau de abertura da economia brasileira, bem como o nível de investimento direto estrangeiro, a inflação e o crescimento do PIB nacional serão variáveis incluídas na análise que buscará inferir acerca dos determinantes do surto de fusões e aquisições ocorridos no país no período analisado. Com esse objetivo, será feita uma regressão econométrica, confrontando o avanço do número de fusões e aquisições com a abertura econômica e ao incremento experimentado pelo investimento direto estrangeiro no cenário da economia brasileira na década de 90. Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo mensurar o efeito das variáveis consagradas pela literatura como catalisadores de fusões e aquisições sobre o nível de ocorrência destas no Brasil nos últimos anos, além de caracterizar o pensamento dos principais autores sobre o processo de avanço das operações de integração empresarial e as estratégias da firma em relação aos novos estímulos competitivos presentes no país a partir de 1990. Ou seja, será testada e calculada a importância do investimento direto estrangeiro e da abertura econômica brasileira como variáveis impulsionadoras de fusões e aquisições.

Para a realização dos objetivos propostos neste trabalho, a monografia organiza-se em sete capítulos. Após introduzir a temática, o capítulo 2 demonstrará o cenário econômico no Brasil na década de 90 e nos anos 2000. A seguir, a teoria relacionada às Fusões & Aquisições será exposta em seus principais pontos. No quarto capítulo, caracteriza-se o pensamento acerca das F&A no Brasil, apresentando a literatura do

assunto e, por fim, é realizada a mensuração dos efeitos de cada variável selecionada no movimento de integração das firmas brasileiras no período entre 1994 e 2010. O quinto capítulo traz as conclusões do trabalho, relacionando os resultados obtidos na regressão realizada na seção anterior com a literatura estudada ao longo da monografia, destacando as considerações finais.

2. A ECONOMIA BRASILEIRA NOS ANOS 90 E 2000: TRANSFORMAÇÕES ESTRUTURAIS

2.1. Estabilização

2.1.1. Plano Real: Contexto em que se Insere

O objetivo deste capítulo é demonstrar como o Plano Real alterou o panorama da economia brasileira, apontando de que modo a literatura do tema expõe os mecanismos de estabilização utilizados e as consequências sobre os principais agregados econômicos. O contexto inflacionário pré-Plano Real será discriminado brevemente como forma de abordar as diferentes opções no manejo da alta dos preços e os motivos que levaram à escolha do plano arquitetado por Fernando Henrique Cardoso e ao sucesso deste.

As escolhas anteriores ao Plano Real não obtiveram resultados duradouros na luta contra a inflação, como exemplificam os casos do Plano Cruzado, de Sarney, e do Plano Brasil Novo, de Collor. Essas opções priorizaram a saúde política – caso do primeiro plano elencado – e o combate ao estoque de moeda – caso do Plano Collor –, o que levaria ao fracasso estas tentativas de estabilização. Marcelo Portugal (1996, p. 18) aponta quatro motivos para fracassos de planos de estabilização, demonstrando as fraquezas das experiências do país no combate pré-Plano Real à inflação:

Em primeiro lugar, temos a ameaça representada pelo aumento substancial do consumo, que ocorre em função da redução do imposto inflacionário e da redistribuição de renda, oriundos da redução drástica da inflação. A expansão exagerada do consumo nesse primeiro momento pode levar a uma pressão de demanda pela elevação dos preços. Em segundo lugar, existe a possibilidade de uma grande crise bancária, que pode acontecer, não apenas pela eliminação dos ganhos inflacionários, que são auferidos pelos bancos em

regimes de inflação alta, mas também por um aumento de inadimplência, em função dos efeitos recessivos que, em geral, ocorrem após um período de crescimento econômico inicial. Em terceiro lugar, temos a possibilidade de uma crise externa que produza um déficit acentuado do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, uma desvalorização real substancial da taxa de câmbio, reanimando assim a inflação e a indexação. Por último, existe a possibilidade de que, uma vez eliminado o componente inercial da inflação, não seja concretizado o ajuste fiscal permanente, que é, em última instância, a causa básica da inflação.

O caso do Plano Cruzado engloba políticas econômicas expansionistas, como por exemplo a expansão de crédito e os abonos salariais, conforme exposto por Castro (2005, p. 126): “(...) o aumento da demanda foi impulsionada ainda, a saber, pela política monetária acomodatória (...)”. Tal cenário é condizente com uma luta entre os interesses políticos de Sarney e as medidas contracionistas que geralmente acompanham planos de estabilização. Já o Plano Brasil Novo errou em como a inflação seria combatida, de acordo com Afonso Pastore apud Lavínia Barros de Castro (2005, p. 149):

“(...) o bloqueio dos ativos monetários restringia apenas o estoque de moeda indexada existente, mas não acabava com o processo que a criava, ou seja, não eliminava seu fluxo.” Ou seja, nem o congelamento dos preços de Sarney, nem a eliminação da liquidez financeira de Collor foram capazes de arrefecer a inflação no longo prazo.

Em 1993, com a ascensão de Fernando Henrique ao Ministério da Fazenda no Governo Itamar – posterior ao *impeachment* de Collor – uma nova estratégia contra o aumento generalizado dos preços seria imposta no Brasil. Em 1994, esta seria colocada em prática com o advento do Plano Real. Baseado nas ideias de Árida e Lara, o Plano de Fernando Henrique apoiava-se em um processo paulatino de criação de uma nova moeda e – adicionando à convicção dos supracitados autores – na certeza de que o cenário de déficit fiscal representava a origem da inflação. O autor Werner Baer (1996, p. 380) aponta os dois principais fatores presentes no Plano Real ao afirmar que “(...) primeiro, um ajuste fiscal e, segundo, um novo sistema de indexação que levaria progressivamente a uma nova moeda.” iriam ocorrer no Plano.

2.1.2. O Plano

Resumidamente, o Plano Real pode ser dividido em três partes, como o estudo de Castro (2005, p. 151) afirma:

“(...) a primeira tinha como função promover o ajuste fiscal que levasse ao ‘estabelecimento do equilíbrio das contas do governo, com o objetivo de eliminar a

principal causa da inflação brasileira'; a segunda fase visava a 'criação de um padrão estável de valor denominado Unidade Real de Valor – URV'. Finalmente, a terceira concedia poder liberatório à unidade de conta e estabelecia 'as regras de emissão e lastreamento da nova moeda (Real) de forma a garantir a sua estabilidade'.

O ajuste fiscal ocorreu através do Programa de Ação Imediata (PAI) e do Fundo Social de Emergência (FSE), sendo que este último visou, segundo Portugal (1996, p. 16): “(...) uma desvinculação parcial das receitas fiscais de tal forma a manter nas mãos da União eventuais ganhos com o aumento da arrecadação tributária.” E, de acordo com Erik Camarano (1996, p. 72) o FSE tinha “(...) a intenção de aumentar os graus de liberdade na condução da política fiscal por parte do Poder Executivo.” e “(...) permitiu a desvinculação, por um período de dois anos, de cerca de R\$ 15,6 bilhões de recursos (...)”. Já para Castro (2005, p. 151) o FSE tinha por objetivo “(...) atenuar a excessiva rigidez dos gastos da União” e o PAI “visava, basicamente, redefinir a relação da União com os estados e municípios e do Banco Central com os bancos estaduais e federais, além de promover amplo combate à sonegação”.

O cenário de ajuste fiscal foi acompanhado por um processo de privatizações que visava diminuir as despesas do governo e, simultaneamente, gerar receitas com a alienação de estatais. O autor Giambiagi (2005, p.186) demonstra que as privatizações foram uma forma de proteger a economia brasileira enquanto ainda haviam desequilíbrios no balanço de pagamentos e nas finanças públicas a partir do conceito de que as razões para esta empreitada do governo estavam:

(...) ligadas à necessidade de atrair capitais estrangeiros, com políticas vistas como “corretas” por estes. Em particular, durante o primeiro governo FHC, marcado por um déficit primário das contas públicas e por déficits em conta corrente expressivos, a privatização era funcional à política econômica, pois ela (...), simultaneamente: permitia que os elevados déficits públicos do período não pressionassem mais ainda a dívida pública; e garantia financiamento firme para parte do desequilíbrio da conta corrente.

O papel da URV seria em relação à eliminação da parcela inercial da inflação se daria pela desindexação da economia brasileira e, como defende Portugal (1996, p. 16):

“A URV fez o papel originalmente proposto em 1986 para a ORTN, vale dizer, foi utilizada para garantir um certo equilíbrio de preços relativos da economia, o qual muitas vezes fica desestabilizado pela alta inflação, de tal forma que a introdução do Real fosse feita sem pressões para recomposição de preços.”.

Uma vez que a URV passasse a ser utilizada, naturalmente, na cotação de grande parte das mercadorias, o Real seria introduzido. Isto ocorreu em 1º de julho de 1994 e, a

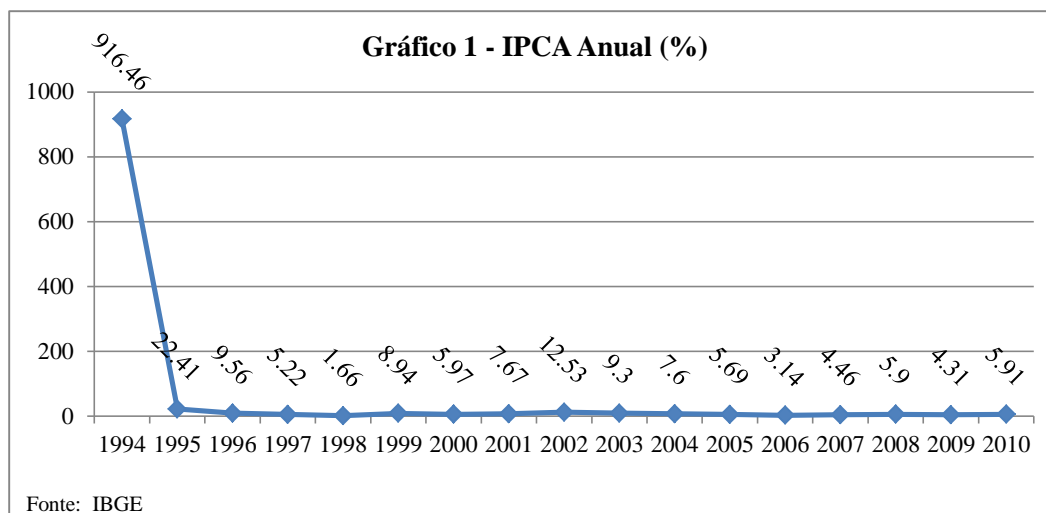
um preço de uma Unidade Real de Valor, US\$ 1,00 e CR\$ 2.750,00 o Real tornou-se a moeda do país. Baer (1996, p. 381) explica que “(...) juntamente com a introdução da nova moeda, o governo adotou uma política monetária restritiva (...)”, de modo a aumentar os compulsórios, limitar a expansão da oferta monetária e manter a taxa de juros em nível elevado. Este conjunto de medidas amplificou as entradas de dólares na economia brasileira – o país historicamente obtinha divisas com o comércio internacional – e, desse modo, gerou uma valorização do Real até a cotação de US\$ 1,00 a R\$ 0,84. Esta valorização da moeda foi a âncora cambial do Plano Real que desempenhou a função de segurar a inflação. Os formuladores da política econômica brasileira vincularam esta política cambial à estabilidade da moeda (Baer 1996). Esta realidade foi bem sucedida na manutenção de baixos índices de inflação, apesar da deterioração da balança comercial que, no longo prazo, irá resultar na desvalorização cambial. Batista Jr. (2000, p. 140) demonstra – ainda que em um contexto de crítica – a importância da taxa de câmbio a este nível de valorização na concepção do Plano Real ao afirmar que “(...) a ligação do Real com o Dólar constitui uma das ‘âncoras’ básicas do chamado Plano Real.”. A Crise do México, decorrente de uma desvalorização do peso, resultou em uma forte fuga de capitais do Brasil. Camarano (1996, p. 79) defende que a política econômica deveria ser revista como forma de evitar o agravamento da crise já que “a primeira consequência da Crise do México foi o risco de que a crise de confiança atingisse os demais países da América Latina que passavam por planos de estabilização – especialmente a Argentina, com uma âncora cambial atrelada ao dólar, e o Brasil – no que ficou conhecido como ‘efeito tequila’.”. Este contexto evidenciou que não poderia haver dependência do capital estrangeiro para financiar o aumento do consumo nacional decorrente da inflação em queda e demandou algumas medidas como políticas cambiais em bandas, de modo a gerar uma desvalorização controlada; política monetária restritiva, a fim de desaquecer a economia nacional, diminuindo importações e, assim, aumentando o saldo da balança comercial; e, ainda, atrair o capital estrangeiro em fuga.

Analisando mais profundamente a política monetária que permeou o cenário de implementação do Plano Real, esta foi caracterizada pela remonetização da economia brasileira, ou seja, após um longo período com alta inflação e, portanto, baixa demanda por moeda para transações, a população passava a desejar um montante monetário crescente, aproveitando-se da queda nos preços para consumir. Segundo Roberto Camps

Moraes (1996, p. 25) este cenário “(...) permite às autoridades monetárias a emissão de papel-moeda sem impacto inflacionário, pois esta emissão é aceita e desejada, não redundando em pressões sobre os preços”. Em conjunto a este cenário anterior ao Real, um ingresso substancial de dólares fazia-se presente na economia, dado o diferencial de juros entre o Brasil e o mercado internacional, de forma que – como Moraes (1996, p. 30) afirma – “(...) o BC era obrigado a adquirir esses dólares, acumulando reservas cambiais, para evitar uma valorização real da moeda doméstica”. Essa acumulação de reservas – com inevitável avanço da oferta de moeda na economia nacional – foi possibilitada pelo processo de remonetização anteriormente exposto e irá possibilitar, quando da emissão do Real, a manutenção por tempo suficiente de uma taxa de câmbio valorizada que seguraria a inflação e garantiria o prosseguimento do Plano Real até o momento em que a âncora cambial viesse a ser substituída por um cenário econômico mais sólido, capaz de controlar inflação, contas públicas e balanço de pagamentos. Com a chegada do Real, o Banco Central para de intervir no mercado de câmbio uma vez que, com o fim da inflação os juros caem, diminuindo a entrada de divisas e interrompendo o avanço das reservas. Como consequência final deste processo e peça chave para o controle da inflação está a já referida valorização cambial do Real.

2.1.3. Conclusão

Os dados do trabalho de Baer (1996) irão ajudar a entender os resultados práticos do plano. O sucesso na luta contra a inflação fica claro quando os índices mensais de inflação caem de 46,6% em junho de 1994 para 3,3% em agosto e alcançam 0,6% em dezembro do mesmo ano. O sucesso do Plano, haja vista o controle do nível de expansão dos preços até os dias de hoje, é exposto a seguir em um gráfico que mostra os valores do IPCA entre 1994 e 2010.



O custo da âncora cambial como ferramenta estabilizadora surge com o déficit na balança comercial em novembro de 1994. A economia conseguiu crescer 5,12% na segunda metade de 1994, ante avanço de 4,3% no semestre anterior. Azevedo e Fligenspan (1996, p. 181) resumem o desempenho da economia brasileira após a implementação do Plano Real:

As variações do nível de atividade econômica após o Plano Real podem ser explicadas pela queda da inflação, assim como a própria forma como o plano de estabilização foi conduzido. (...) De um lado, com o fim do imposto e da transferência inflacionária, houve aumento real dos salários da população de mais baixa renda, (...) isso teve um impacto direto sobre o consumo, devido à maior propensão a consumir desse contingente da população. Os investimentos, por sua vez, além do estímulo dado pelo aumento do consumo, receberam outros incentivos oriundos da estabilização.

Em suma, o período da história do Brasil marcado pela implementação do Plano Real alterou o rumo da economia nacional, de modo que Giambiagi (2005, p. 188) caracteriza a década de 90 na economia brasileira como “década de transformações”. A primeira etapa da década, segundo o autor, é o período entre 1991 e 1994, no qual “(...) o binômio privatização/abertura introduziu um choque de competição na economia (...)”, ainda que a inflação ainda não estivesse controlada. Entre 1995 e 1998, com a queda dos preços e a inundação da economia nacional por produtos importados, evidenciou-se um cenário em que “(...) a soberania do consumidor passou a obrigar a uma disputa entre as firmas, que potencializou os benefícios da competição (...)”. Neste mesmo período, os problemas relacionados à situação fiscal e ao desequilíbrio externo geravam uma

desconfiança em relação ao futuro do país. A última etapa invade os anos 2000, indo de 1999 a 2002 e fica marcada por uma ampla mudança de regime cambial, monetário e fiscal, com esta alteração de 1999, segundo Giambiagi (2005, p. 189):

“(...) o país passou a ter condições de enfrentar cada um desses problemas: se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise de BP, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida pública cresce, há que se ‘calibrar’ o superávit primário.”

Com a implementação de ajustes fiscais, o abandono de políticas fracassadas como congelamento de preços e a promoção da abertura econômica, o Plano Real conseguiu ser eficiente na luta contra a inflação e na indução das empresas em direção à eficiência (Baer, 1996). O Plano Real marcou o início de uma trajetória de estabilização que possibilitou a exacerbação de um cenário favorável ao investimento produtivo – incluindo a entrada do capital estrangeiro – que, aliado a abertura da economia, gerou um novo ambiente competitivo na economia brasileira e impulsionou o número de fusões e aquisições. Sendo assim, este cenário, com privatizações, entrada de investimento direto estrangeiro atrelados ao processo de estabilização e abertura econômica, alterou significativamente a estrutura do mercado nacional ao gerar uma onda de fusões e aquisições, fortalecendo as empresas já sediadas no Brasil que conseguiram ser bem sucedidas no novo cenário econômico e atraindo grandes multinacionais para o país.

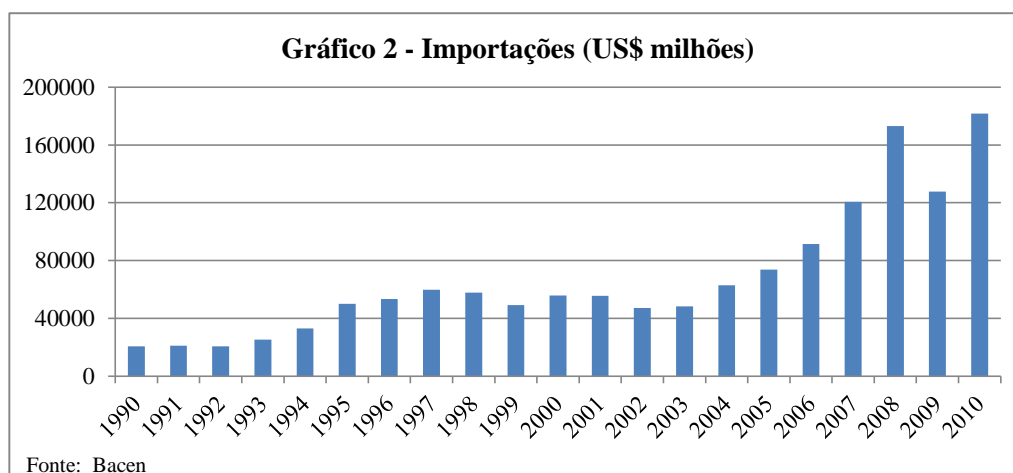
2.2. Abertura Econômica

A abertura econômica imposta pelo governo brasileiro foi talvez a alteração mais significativa na economia brasileira no que diz respeito ao avanço das fusões e aquisições. Até 1988, o país possuía políticas protecionistas que relacionavam-se ao processo de substituição das importações que visava a industrialização do país. A partir de 1988, os problemas mais relevantes modificaram-se, com os altos níveis de inflação tornando-se inaceitáveis. Buscava-se um cenário de estabilização de preços através de um saldo comercial decrescente, ainda que as exportações crescessem impulsionadas pelo processo de abertura da economia brasileira, apesar das valorização do Real a partir do plano de estabilização do Fernando Henrique Cardoso.

O principal meio de expansão do comércio internacional brasileiro foi a modificação na estrutura tributária do país em relação as suas compras e vendas no

mercado internacional. Segundo dados de Baumann et al (1998) apud André Averborg (1999, p. 47), o imposto sobre importações diminuiu de uma alíquota média simples de 32,1% em 1990 para 13,1% em 1995. As importações alcançaram US\$ 61,3 bilhões em 1997, importância quatro vezes maior em relação a 1988. A liberalização da economia nacional também conferiu avanço às vendas ao exterior, as exportações cresceram 57% entre 1988 e 1997, de US\$ 33,9 bilhões para US\$ 53,0 bilhões. Este *status* conferido ao Brasil tornou-o mais atrativo a investimentos de empresas internacionais, que buscaram instalar-se no país em busca de suas vantagens competitivas (baixo custo da mão de obra e abundância de matéria-prima, por exemplo), de seu enorme mercado interno e do processo de liberalização de sua economia em relação ao capital estrangeiro.

O fim do rígido controle sobre as importações vai ao encontro da idéia de que o Brasil buscava iniciar um processo de desenvolvimento baseado na intensificação das relações do país com o mercado externo. A abertura econômica faz parte das medidas que levaram a um novo contexto institucional que alavancaria o crescimento do país, de modo que alterou significativamente seu sistema produtivo. Castro (2005, p. 147) mostra que “(...) o governo pretendia preparar os produtores nacionais para a transição para uma economia mais aberta (...)” com a liberalização do comércio internacional, evidenciando o caminho a ser seguido pela economia brasileira. Abaixo, um gráfico irá expor como o avanço das importações marcou a economia brasileira a partir da abertura econômica iniciada em 1990 até o presente, este incremento alcançou um crescimento anual composto de 11,5% no período.



Por fim, pode-se concluir que a década de 90 marcou o início de uma significativa alteração no comportamento do governo brasileiro em relação a economia do país. André Averburg (1999, p. 77) resume as consequências da abertura econômica no país como a seguir:

O Brasil passou por um processo de abertura comercial de grande importância na década de 90 que, sendo conduzido de forma coerente e equilibrada (isto é, levando-se em conta as fragilidades ainda existentes em alguns setores nacionais), pode trazer grandes benefícios à indústria local, como ganhos de produtividade e competitividade, além da possibilidade de maior crescimento econômico para o país.

Abrindo as portas do comércio internacional, o contexto de competição entre as empresas do país passa a ser dotado por um número maior de multinacionais e pelo incremento no fornecimento de mercadorias importadas para o mercado consumidor nacional, impulsionando a integração produtiva entre as firmas que buscavam avançar no mercado brasileiro.

2.3. Privatizações

O cenário de liberalização da economia brasileira a partir de década de 90 foi marcado por uma série de políticas governamentais que tinham por objetivo a estabilização e, simultaneamente, a modernização das relações concorrenciais-produtivas na economia. Neste contexto, as privatizações realizaram um papel duplo, contribuindo para a queda no nível de preços ao diminuir o déficit fiscal e aumentando a participação do setor privado nas atividades produtivas. Como fala Baer (1996, p. 389), o ajuste das contas públicas experimentado pela economia brasileira a partir de 1994 também seria realizado a partir “de uma aceleração significativa no ritmo de privatizações que reduziriam a dívida não liquidada do governo e iria, dessa maneira, também diminuir seus gastos com o serviço da dívida.”. Na década de 90, US\$ 86,9 milhões entraram nos cofres públicos sob a forma de receitas e dívidas transferidas, segundo dados do BNDES, organizados por Armando Castelar Pinheiro (1999). Este ajuste fiscal foi fator relevante na consolidação de um arcabouço econômico de estabilização no Brasil.

A privatização marcou um caminho de modernização ao alavancar o papel do setor privado na economia. Fabio Giambiagi (2005, p. 182) afirma que “a privatização transferiu para o setor privado empresas deficitárias ou empresas superavitárias com níveis

inadequados de investimento.”. Este contexto aponta uma realidade de maior eficiência produtiva, uma vez que um dos motivos que contribuíram para a ampliação das privatizações foi, segundo Armando Castelar Pinheiro (1999, p. 161) “(...) a deterioração do desempenho das estatais na segunda metade da década de 80, com o afrouxamento dos controles de gastos correntes e um maior número de indicações políticas para cargos de direção.”. Adicionalmente, uma maior atuação do setor privado significa que o país tornara-se mais suscetível a investimentos do capital estrangeiro, uma vez que economias predominantemente dependentes da atuação direta de seus governos são considerados destinos de maior risco, dado o descontrole fiscal e o atraso tecnológico muitas vezes presentes na atuação de estatais. O setor de telecomunicações é um exemplo de segmento que foi extremamente beneficiado pela política de privatizações, dado o enorme salto de qualidade dos serviços ao consumidor do segmento e na oferta de telefones fixos e celulares (Presidência da República Federativa do Brasil e a Secretaria de Estado de Comunicação de Governo, 2002).

O processo de privatização brasileiro alterou significativamente a realidade econômica do país. O papel deste na estabilização fica claro a partir de sua atuação no ajuste das contas públicas do Brasil e a relevância deste na ampliação da atuação do capital privado é exposta quando Giambiagi (1999, p. 178) afirma que os resultados da privatização da economia brasileira estão entre os mais expressivos do mundo, de acordo com o autor, 119 empresas estatais foram vendidas ao capital privado entre janeiro de 1990 e junho de 1999, somando receita de US\$ 70,3 bilhões e economia de US\$ 16,6 bilhões – relativa às dívidas das estatais – para os cofres públicos.

2.4. Outras Reformas

Em conjunto ao Plano Real, foi implementada uma série de reformas institucionais na economia do Brasil no período em que Fernando Henrique Cardoso esteve na presidência que, em conjunto com as privatizações e a abertura econômica, fecharam o ciclo do processo de integração produtiva nas firmas brasileiras ocorrido na década de 90. As principais reformas relacionaram-se a criação de um contexto que conferisse ao setor financeiro do país uma saúde mais forte, compatível com o horizonte de avanço econômico e de uma arcabouço de busca por contas públicas equilibradas. O cenário de

ajuda aos bancos relaciona-se com seis aspectos, sendo enumerados por Giambiagi (2005, p. 183) da seguinte forma, de acordo com a ação do governo que:

(...) 1) instituiu o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), concedendo uma linha especial de assistência financeira destinada a permitir reorganizações societárias no sistema, o que, com um custo fiscal relativamente baixo (estimado em 1 a 2% do PIB), evitou uma crise financeira dramática como a vivida antes no México e depois em países da Ásia e na Argentina; 2) privatizou a maioria dos bancos estatais, mediante negociação com governadores; 3) facilitou a entrada de bancos estrangeiros no mercado brasileiro, procurando ampliar a concorrência no setor; 4) favoreceu um processo de conglomeração no setor, que deixou o mercado com menos instituições, porém relativamente mais fortes; 5) ampliou os requisitos de capital para a constituição de bancos; e 6) melhorou substancialmente o acompanhamento e monitoramento do nível de risco do sistema por parte do Banco Central.

No que diz respeito ao cuidado com a saúde financeira do governo, a Lei de Responsabilidade Fiscal surgiu como um maior policiamento dos gastos públicos. Giambiagi (2005, p.184) afirma que a LRF “estabeleceu tetos para as despesas com pessoal em cada um dos três poderes nas três esferas da Federação e, entre vários dispositivos de controle das finanças públicas, proibiu novas renegociações de dívidas entre entes da Federação”.

Todas estas reformas tinham como objetivo criar um arcabouço que levasse a perpetuação da estabilização conquistada pelo Plano Real. Uma vez abandonada a âncora cambial, o país teria condições institucionais de manter a inflação em níveis aceitáveis.

2.5. A Economia Brasileira nos Anos 2000

Os anos 2000 marcam uma alteração no panorama econômico brasileiro e mundial. A partir deste momento, a economia mundial modifica-se a ponto de que economias antes periféricas passam a ser importantes *players*. Os chamados Bric's – grupo de países com economia emergente formado por Brasil, Rússia, Índia e China – constituem o principal motor de crescimento econômico no globo, ampliando sua relevância no cenário internacional. Renato Baumann e Paulo Roberto de Almeida (2010, p. 134) indicam tal cenário ao destacar a importância deste grupo de países:

O consenso implícito por detrás da designação é o de que os Brics (...) já são, ou constituirão brevemente, superpotências, embora o conceito geralmente aplicado seja o de ‘potências emergentes’. Qualquer que seja a designação preferida, os analistas que assim proclamam a emergência de um novo grupo de países que poderia ‘deslocar’ o núcleo atualmente decisivo das relações internacionais (...).

O Brasil segue esta tendência já que, uma vez dotado de estabilidade e de um grau de abertura econômica significativo, experimenta uma década de crescimento mais elevado. Esta condição torna-se a principal razão para a entrada de novos fluxos de capital estrangeiro ao país, interessados em aproveitar-se da economia emergente pujante do Brasil. Sob este aspecto, as fusões e aquisições experimentam novo impulso, desta vez ocasionado pelas expectativas de crescimento sustentável.

Porém, a economia brasileira dos anos 2000 possui peculiaridades que remontam ao início do governo de Luís Inácio Lula da Silva. Em meados de 2002, por ocasião do processo eleitoral, o país via-se dividido entre a figura do ex-metalúrgico opositorista e o candidato apoiado pelo presidente Fernando Henrique Cardoso. O temor relacionado ao opositorista justificava-se pela sua postura radical em relação ao capital estrangeiro e às autoridades monetárias internacionais, dessa forma, dúvidas acerca da postura do Brasil em relação à sua dívida externa e ao seu recente processo de abertura econômica emergiam a partir de cada avanço do candidato petista. Werneck (2008, p. 19) demonstra o medo do mercado em relação ao Brasil com a ascensão de Lula ao poder, ao afirmar que “(...) *widespread fears of a possible debt default let loose devastating destabilizing forces in financial markets, when investors herded to prevent losses.*”. Esta incerteza resultou – no momento da eleição de Lula – em uma diminuição da entrada de capital estrangeiro que limitou o avanço das F&A.

Uma vez no governo, Lula optou pelo único caminho viável, negociação e diálogo com o capital estrangeiro e manutenção das políticas econômicas que balizavam a tão custosa de ser alcançada estabilidade de preços. Como Werneck (2010, p. 2) ressalta, “a grande novidade dos três primeiros anos do mandato inicial do Presidente Lula foi a constatação de que o governo decidira, de fato, abandonar o discurso econômico do Partido dos Trabalhadores e adotar uma política macroeconômica que, em linhas gerais, dava seguimento ao que vinha sendo feito no governo anterior.”. A partir da negociação de pagamento da dívida externa e da exacerbação do sistema de metas de inflação que controlou o crescimento em virtude da manutenção de baixos níveis de inflação, o temido petista tornou-se uma liderança pragmática, mantendo, como afirma Cano (2010, p. 3) “(...) a política de juros elevados e câmbio baixo (...)” e praticando uma política econômica ideal para o retorno da tranquilidade pós-Plano Real à economia brasileira e, assim, da volta do capital estrangeiro e do processo de maturação do mercado produtivo

do país. Ricardo Carneiro (2007, p. 30) demonstra como o investimento direto estrangeiro retornou aos países emergentes no contexto econômico dos anos 2000 ao defender que, “após 2002, o IDE volta a aumentar e responde pela quase totalidade dos fluxos líquidos”.

Níveis de inflação em conformidade aos interesses do Banco Central, atingindo, sistematicamente a meta de inflação, um crescimento anual composto de 11,8% entre 2002 e 2010 no PIB, e políticas sociais de inclusão das classes sociais mais baixas no mercado consumidor possibilitaram o alcance do cenário macroeconômico favorável à expansão da atividade produtiva no Brasil. O mercado nacional passa a ser uma referência de crescimento econômico e bonança institucional, de modo que o ambiente de competitividade teria novo momento de desenvolvimento. Empresas nacionais e estrangeiras disputavam participação de mercado em um país com enorme (e crescente mercado interno) e vantagens estratégicas no comércio internacional.

Ou seja, o arcabouço institucional conquistado na década de 90 foi mantido nos anos 2000. A prioridade ao controle dos preços foi mantida, apesar de impedir altos níveis de crescimento nos primeiros anos do governo Lula, como aponta Cano (2010, p. 3) “o governo parece entender como inevitável a política de juros elevados e câmbio baixo, o que impossibilita melhor proteção ao mercado interno, desestimula o investimento, e, ainda, diminui a competitividade das exportações industriais.”. O cenário econômico internacional de elevação nos preços de commodities alavancou o avanço da economia brasileira, possibilitando bons níveis de geração de emprego aliados a um panorama interno estável. Jennifer Hermann (2010, p. 277) resume a questão, evidenciando o papel do cenário externo sobre o grau de expansão da economia brasileira e, ainda, suas repercussões favoráveis ao panorama institucional do país:

Os riscos financeiros de natureza macroeconômica só começam a ser reduzidos no Brasil a partir de 2004. No período 2004-06, a retomada do crescimento econômico mundial (liderado pela China e outros mercados emergentes asiáticos) e dos fluxos de capital no mercado internacional, aliada ao aumento dos preços de diversas commodities exportadas pelo Brasil, permitiu sensível recuperação das contas externas do país, reduzindo drasticamente as pressões cambiais (a ponto de gerar uma tendência à apreciação do câmbio) que mantinham elevados os riscos cambial e de juros. Esse novo cenário viabilizou a recuperação do crescimento (inicialmente liderada pelas exportações, com efeitos multiplicadores posteriores sobre a demanda interna), o aumento dos superávits primários (via aumento da arrecadação tributária) e, finalmente, deu início à queda da relação Dívida Pública/PIB. Esses fatores contribuíram para reduzir os riscos cambial, de juros, de crédito e de mercado, o que, em princípio, favoreceria tanto a expansão do crédito bancário quanto dos negócios no mercado de capitais.

O papel da economia chinesa sobre o desempenho da brasileira é alterado a partir de 2000. O avanço do IDE chinês no país passa a possuir um papel mais relevante no desempenho da economia brasileira, especialmente nos últimos anos e, ainda, no incremento das operações de fusões e aquisições no Brasil. A exploração da camada pré-sal e a atividade dos seus setores adjacentes vem atraindo o interesse do capital da superpotência oriental e marca este novo panorama (IPEA 2011). Esta relação Brasil-China favorece o avanço da atividade produtiva brasileira, alavancando ainda mais o contexto favorável à entrada de capital estrangeiro.

Adicionalmente, a década dos anos 2000 marcou o uso das conquistas do período anterior na implementação, por parte do governo brasileiro, de uma nova orientação de política econômica. Nesta, o gasto público é retomado através da ideia de planejamento econômico de longo prazo – com retomada de políticas industriais e tecnológicas – que, aliados às campanhas de inclusão social – buscando elevar ainda mais o crescimento do mercado interno, visando fortalecer o crescimento econômico do país – permearam os dois mandatos do governo Lula. Coutinho et al (2008, p. 129) demonstra o avanço nos gastos públicos e, assim, relata acerca das características específicas da década de 2000 no Brasil, ao afirmar que:

(...) el crecimiento de los gastos públicos viene ocurriendo de forma intensa, financiado por el crecimiento de la carga tributaria, y se concentra en el pago de beneficios de la seguridad social. Más recientemente, se produjo una fuerte elevación de otros gastos de mantenimiento y de capital. En parte, este crecimiento proviene del aumento de los programas sociales del gobierno.

Por fim, a pesquisa de Giambiagi (2005), por ser menos recente, ainda se mostra crente quanto à manutenção da austeridade fiscal no governo Lula. O autor afirma que esta foi mantida nos dois primeiros anos de presidência do petista – como a análise no início da seção demonstra – mas relata que os dados previstos para 2004 já apontam no sentido da realidade caracterizada na citação de Coutinho et al (2008), na qual a postura do governo federal passa a ser de avanço nos investimentos públicos e nas transferências de renda. O estado passa a ser mais atuante na economia brasileira, buscando ditar um ritmo de crescimento mais intenso. Giambiagi (2005, p. 210) resume a questão do cenário econômico brasileiro no início do governo Lula ao inferir acerca da manutenção de uma ortodoxia intensa em 2002 e 2003 – que teve o intuito de arrefecer às expectativas

negativas do mercado quanto a chegada ao poder do Partido dos Trabalhadores – e do relaxamento fiscal previsto para 2004:

A política fiscal, por sua vez, revelou-se, contrariamente à retórica de campanha eleitoral, significativamente mais contracionista que no governo anterior. De fato, o gasto público total caiu 2,8% em termos reais em 2003, embora em 2004 já se preveja crescimento real de cerca de 7% no total dos gastos primários do governo central, financiado com novo aumento da carga tributária (...).

Desse modo, a intensidade das fusões e aquisições realizadas no período possuem as mesmas motivações básicas da década anterior, estabilização monetária, entrada de capital direto estrangeiro e abertura econômica. Porém, o avanço das F&A passa a relacionar-se, adicionalmente, com a nova forma de atuação do governo nacional e pelo cenário econômico mundial favorável aos países emergentes.

3. ELEMENTOS TEÓRICOS PARA A ANÁLISE DE FUSÕES & AQUISIÇÕES

3.1-Introdução

Este capítulo buscará demonstrar que a literatura de economia industrial caracteriza a onda de fusões e aquisições que teve curso no Brasil a partir da década de 90 como uma estratégia impulsionada pelas mudanças ocorridas desde então no cenário institucional e no ambiente competitivo do país. O aumento das operações de integração por meio de incorporações (aquisições) relaciona-se com o comportamento da firma individual e é explicado por este. Penrose (1979, p. 8) afirma que “novas oportunidades para expansão podem ser relacionadas a modificações das condições externas ou mudanças dentro da própria firma.”, de modo que as firmas reagem ao cenário mercadológico, buscando alcançar seus objetivos; sejam eles de crescimento, maximização de lucros ou expansão de participação de mercado. As alterações na economia brasileira a partir de 1990 estão de acordo com este contexto catalisador de estratégias concorrenciais. Autores como Kupfer (1998, p. 58), corroboram esta discussão ao apontar que:

Os efeitos da abertura comercial sobre os padrões de concorrência se deram no sentido de aproximá-los das fontes de competitividade predominantes no mercado internacional. Na medida que o processo de abertura foi abrupto, as empresas viram-se forçadas a adaptar-se com grande velocidade às tendências competitivas internacionais, mais apoiadas em eficiência produtiva e mais intensivas em tecnologia do que os padrões de concorrência que vigoravam no mercado interno protegido.

Dentro desta discussão, conceitos como crescimento por diversificação, integração vertical e horizontal e estratégias de crescimento da firma tornam-se importantes e irão elucidar a problemática do avanço das fusões e aquisições no país dos anos 90 em diante.

3.2. Ambiente Competitivo, Concorrência e Estratégias Competitivas

3.2.1. – Ambiente competitivo

As transformações ocorridas na economia brasileira a partir de 1990 revolucionaram o mercado interno do país. As empresas agora experimentavam um ingresso maciço de mercadorias importadas e, ainda, a entrada de firmas estrangeiras ocorreu de maneira intensa. Neste contexto, a literatura de economia industrial aponta fatores que levam às firmas a implementação de certas estratégias que buscam adaptar a atividade destas ao novo cenário, e, ainda, demonstra como fusões e aquisições podem ser uma das alternativas, estas operações, inclusive, surgem como estratégias de entrada de companhias internacionais ao incipiente mercado brasileiro.

O ambiente competitivo que irá permear o processo de tomada de decisão das firmas em relação a suas estratégias é função de inúmeros fatores. Kupfer (1998, p. 36) elucida isto ao afirmar que:

As empresas em um dado mercado, atuando autônoma e interdependentemente, formulam e reformulam suas estratégias competitivas apoiadas em avaliações sobre quais são os fatores críticos para o sucesso competitivo no presente e percepções sobre a sua trajetória futura. Os padrões de concorrência fornecem as "balizas" estruturais que condicionam o processo decisório das estratégias competitivas das empresas.

A literatura aponta que questões ligadas ao cenário macroeconômico, ao panorama institucional dos países e à realidade econômica internacional determinam a competitividade dos mercados. No escopo deste trabalho, é pertinente ressaltar como o controle sobre a inflação e um contexto de crescimento contínuo reverberam no ambiente competitivo das firmas. Ferraz et al (1995, p. 25) afirma que “o controle do processo inflacionário é condição importante para minimizar os custos decorrentes da incerteza e permitir que as empresas adotem horizontes de cálculo além do curto prazo”, de modo que a opção por incorporações encaixa-se como opção viável em uma economia de preços estáveis. Em relação ao crescimento econômico, Ferraz et al (1995, p. 26) sentencia que “o crescimento contínuo produto interno bruto permite às empresas se beneficiarem das economias de escala e de aprendizado provenientes de mercados internos em permanente expansão, incrementando a competitividade da indústria”.

Quando estudamos a abertura econômica brasileira iniciada em 1990, indicamos que este cenário impulsionou o avanço das fusões e aquisições. Ferraz et al (1995, p. 27) ratifica este argumento ao tratar como questões relacionadas à abertura da economia do país determinam alterações no ambiente competitivo:

As políticas de comércio exterior e tarifária determinam fatores como acordos de comércio, o conjunto de incentivos à exportação, o grau de proteção de setores com potencial exportador e as possíveis contrapartidas em termos de desempenho, as condições de acesso a insumos e componentes importados, etc. A política tributária também tem impacto sobre a competitividade seja diretamente (os incentivos fiscais e a questão da desoneração fiscal das exportações) ou indiretamente na medida em que políticas tributárias harmônicas cada vez mais sejam consideradas como contrapartidas necessárias para o acesso a certos acordos ou blocos de comércio.

A seguir, fatores presentes no escopo brasileiro dos anos 2000 são reforçados como potenciais catalisadores de F&A quando Ferraz et al (1995, p. 27) afirma que “o Estado também pode usar o seu poder de compra de forma a estimular atividades de alto conteúdo tecnológico gerando uma demanda por capacitação tecnológica local.”. Ou seja, a atuação do Governo tem papel primordial na criação do ambiente competitivo em que as firmas se inserem e decidem acerca de suas estratégias de atuação.

O cenário internacional, dada a inserção de todos países em um jogo mundial de extrema interdependência econômica, gera modificações acerca da competitividade nos mercados. O investimento direto estrangeiro realiza importante função nesta discussão, sendo um dos principais fatores internacionais que irão alterar o ambiente competitivo dos países, especialmente nações como o Brasil, que são receptoras líquidas de capital estrangeiro. Ferraz et al (1995, p. 31) explana sobre como “os determinantes internacionais da competitividade se referem ao impacto das principais tendências da economia mundial e da forma de inserção internacional da economia local, tanto em sua dimensão produtiva quanto financeira.”. O fluxo de comércio internacional e do IDE constitui as consequências produtivas do cenário internacional sobre a competitividade e é determinado “(...) pela interação entre as trajetórias do progresso técnico e da concorrência oligopolista global (...)”, do lado financeiro, o fluxo do financiamento externo possibilita a influência do contexto internacional sobre o cenário da competição nos países (Ferraz et al, 1995, p. 31) explica.

O comércio internacional surge como fator relevante na formação do ambiente competitivo ao, como aponta Ferraz et al (1995, p. 32), condicionar “fortemente o acesso

das empresas locais aos mercados externos tanto como vendedoras de produtos quanto compradoras de insumos”. Dessa forma, o Brasil dos anos 90 pode ser concluído como um país que, dada sua abertura econômica incipiente, modificou sua realidade competitiva consideravelmente, implicando sobre o comportamento da firma. Por fim, conclui-se sobre o papel do IDE e da entrada de firmas estrangeiras nas economias na criação do ambiente competitivo a partir da afirmação de Ferraz et al (1995, p. 32):

O ritmo e a direção dos fluxos de investimento externo direto, por sua vez, são fatores decisivos no que diz respeito à incorporação de progresso técnico na economia local. As empresas multinacionais são as principais fontes de introdução de inovações de produtos e processos no nível mundial. Além disso, a presença dessas empresas seja como clientes, fornecedoras ou, em certos casos, até como concorrentes das firmas locais, tende a dinamizar o processo competitivo, incentivando a modernização constante das estratégias competitivas das firmas locais.

Este cenário está em plena conformidade com a defesa de que o contexto econômico brasileiro iniciado na década de 90 foi marcado por alterações na competitividade do mercado nacional. As fusões e aquisições presentes a partir desta época fazem parte desta realidade.

3.2.2. Concorrência

A competição, como força motriz do crescimento da firma, surge como resultado de características específicas de cada setor da economia e, ainda, do arcabouço institucional desta. As empresas moldam seu comportamento – suas estratégias competitivas – mediante a realidade macroeconômica de seus mercados. Como Kupfer (2002, p. 427) conceitua:

(...) os instrumentos da disputa competitiva são definidos por características técnico-produtivas específicas de cada indústria e por características do produto associadas à demanda; isto é, no âmbito do mercado; (...)

Além disso, aspectos regulatórios, infra-estruturais, sociais e mesmo macroeconômicos – sistêmicos, em suma – agem de forma decisiva para calibrar a intensidade do processo competitivo e eventualmente reforçar a competitividade das empresas ali atuantes e, por extensão, da indústria correspondente.

Penrose (1979, p. 18) explica as alternativas da firma quando esta confronta-se com concorrência crescente:

Duas são as maneiras de uma firma enfrentar a ameaça dos concorrentes: alçar-se a uma posição monopolista no mercado ou elevar o seu nível de domínio da tecnologia relevante.

Nenhuma delas, entretanto, é de per si suficiente para neutralizar completamente a vulnerabilidade da firma a mudanças adversas na demanda total dos produtos de sua fabricação. A melhor maneira de uma firma garantir-se contra essa vulnerabilidade é por meio da produção, a mais ampla possível, de produtos variáveis, reduzindo, assim, sobre a firma como um todo o impacto resultante não só de alterações na demanda total, mas também de modificações de sua posição competitiva com relação aos produtos individuais. Está extremamente disseminada a idéia de que a fabricação de muitos produtos constitui a melhor barreira contra todos os tipos de alterações adversas e, portanto, a melhor maneira de contrabalançar a vulnerabilidade da firma a tais alterações.

Esta passagem do trabalho de Penrose denota a diversificação – trabalhada na seção 3.3.1 – como principal forma de defesa à competição e, ainda, quando afirma acerca da busca por uma posição monopolística, a autora abre espaço às transações de fusões e aquisições. As estratégias competitivas passaram, como aponta Kupfer (1998, p. 164) a envolver a “(...) renovação dos equipamentos e busca de economias de escala e escopo via fusões e absorções de empresas”. Ou seja, incorporações são alternativa importante no conjunto de estratégias da firma em sua consolidação como *player* relevante no mercado.

A partir deste cenário, a economia brasileira desde o início da década de 90 impulsionou um comportamento que levou as firmas à adoção de estratégias competitivas de defesa frente ao forte incremento da concorrência, em busca de conservação ou avanço de suas posições no mercado. Deste modo, o mercado nacional passou por importantes alterações, tais como a criação de mais setores oligopolizados e, ainda, a intensificação da supremacia de determinada empresa sobre seu setor. Sendo assim, o processo de fusões e aquisições surge como um círculo vicioso, uma vez que as estratégias que levaram à expansão do número de incorporações ocasionam situações em que novas estratégias irão ocorrer, de maneira a exacerbar a integração das firmas. Um cenário oligopolizado resulta em um comportamento de defesa em que as empresas buscam crescer em um mercado em que há um líder que pode impedir seu avanço. Meschi (1997, p. 9) relata esta situação:

(...) within the framework of an oligopolistic market, mergers could also result from what has been described as a behavior of “oligopolistic reaction”. Knickerbocker (1973) defines oligopolistic reaction as “a corporate behavior by which rival firms in an industry composed of a few large firms counter one another’s moves by making similar moves themselves” (Knickerbocker, 1973, p. 5). Thus, if two firms in an oligopolistic industry merge, others might react by merging in turn (Cantwell, 1992), independently of whether shareholders will gain or lose as a result. This behavior of oligopolistic reaction could cause a chain of mergers to take place, and therefore can then help explaining the empirical evidence that seem to show that mergers happen in waves.

A “reação oligopolística” pode ter ocasionado muitas operações de fusões e aquisições no Brasil a partir de 1990 à medida que o movimento inicial de abertura

econômica e a entrada de investimento direto estrangeiro gerou um mercado nacional dotado de empresas consideravelmente maiores, inclusive pelo cenário de entrada de firmas estrangeiras. Este novo contexto criou uma nova onda de incorporações, baseada na luta pelo mercado brasileiro travado por grandes multinacionais. As estratégias defensivas das empresas nacionais e a entrada de companhias estrangeiras ocasionaram um incremento na ocorrência de fusões e aquisições em um contexto que sugere “importantes modificações na estrutura industrial” (Rocha 2002, p. 41). O autor (Rocha 2002, p. 41) completa acerca deste panorama ao descrever dois tipos de F&A que ocorreram no país:

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 infraestrutura, 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.

3.3. Estratégias de Crescimento da firma

A partir da discussão realizada anteriormente, fica claro como o ambiente competitivo determina as estratégias utilizadas pela firma em suas operações. Neste sentido, o crescimento da firma surge como um dos possíveis objetivos das empresas e, sob a luz do tema das fusões e aquisições, tal objetivo é alcançado a partir de decisões estratégicas concorrenciais das companhias. Para que haja este crescimento, devem existir fatores que determinem as ações das firmas nesta direção. George (1983, p.73) cita os benefícios de uma empresa maior aos tomadores de decisões gerenciais, afirmando que tanto salários, como possibilidade de promoções e um *status* maior no mercado podem indicar o favorecimento dos gestores às estratégias de crescimento. Além disso, a realidade de expansão do mercado demanda a necessidade do crescimento a medida que este passa a ser estratégia da firma para ganhar espaço frente à concorrência. George (1983, p. 74) indica que:

Nessas condições, ficar parado é ficar para trás. As firmas que crescem mais depressa estarão em condições de beneficiar-se de inúmeras vantagens em comparação com suas concorrentes de crescimento mais lento. Crescimento mais rápido significará um nível mais elevado de investimento bruto. Isso, por sua vez, permitirá a realização mais rápida de economias de escala e a adoção mais rápida de aperfeiçoamentos tecnológicos, de modo que maior proporção do capital próprio da firma incorporará técnicas atualizadas.

Em suma, o crescimento da firma é um objetivo patente no cenário expansionista dos mercados, cenário em linha com a economia brasileira dos anos 90 e 2000. A fim de realizar este objetivo, a firma pode adotar uma série de estratégias, George (1983, p. 74) afirma que “as firmas podem descobrir oportunidades de expansão nas linhas de produto já existentes, na diversificação ou na integração vertical [e podem] conseguir expandir-se com crescimento interno ou por aquisições.” O presente trabalho busca estudar de maneira mais profunda a adoção – por parte das firmas – das aquisições como estratégia de crescimento.

3.3.1 – Diversificação e integração

A diversificação surge como uma forma de crescimento da firma e resposta a estímulos competitivos (Penrose 1979). Kupfer (2002, p. 307) sentencia que:

“O fenômeno da diversificação refere-se à expansão da empresa para novos mercados distintos de sua área original de atuação. A diversificação é uma alternativa extremamente interessante para viabilizar o crescimento da empresa (...).”

Ou seja, o avanço das operações da firma é uma estratégia da mesma para avançar em diversos segmentos relacionados ao seu setor principal. Este processo de expansão das empresas pode ser implementado através de duas estratégias distintas: via *crescimento* interno e externo. A diversificação via *crescimento* interno relaciona-se a investimentos realizados pela companhia na construção de novas plantas que irão tornar seu processo produtivo mais completo (integração vertical) ou ramificado (integração horizontal), ao passo que diversificação via *crescimento* externo faz-se presente quando há a incorporação de plantas previamente estabelecidas no mercado, ou seja, por meio de transações de fusões e aquisições (Kupfer, 2002).

A análise do comportamento da firma na economia industrial demonstra a diversificação através da integração, que pode ser vertical ou horizontal. A integração vertical surge como forma de internalizar a produção de bens (insumos ou componentes) que irão contribuir na produção da mercadoria principal da empresa. Assim, por exemplo, uma produtora de automóveis pode escolher – como estratégia de mercado – manufaturar autopeças como colunas de direção ou sistemas de suspensão, abdicando da compra destes artigos, ou, ainda, ingressar no mercado de siderurgia para tornar-se mais independente na obtenção de matérias-primas relacionadas às suas operações. Como Kupfer (2002, p. 313)

aponta, “no caso da integração vertical, a empresa assume o controle sobre diferentes estágios (ou etapas) associados à progressiva transformação de insumos em produtos finais.”. Penrose (1979, p. 24) reforça que “uma forma especial de diversificação, que em muitos casos tem grande importância para o crescimento de uma firma, é a que envolve o aumento do número de produtos intermediários que ela produz para seu próprio uso.”. A fim de elucidar a questão da integração vertical, Kon (1999, p. 96) aponta uma das principais motivações para esta alternativa estratégica, ao afirmar que “uma questão fundamental que [apoiar] a política de integração vertical diz respeito à eliminação de custos desnecessários de mercado ou de transações”. Pode-se resumir a questão dos condicionantes à integração vertical às motivações de “ordem técnica” – relacionadas a desequilíbrios entre diferentes estágios de produção graças ao contexto tecnológico em que cada firma encontra-se –, de “eficiência econômica” – marcadas pela busca de redução dos custos ou obtenção de economias de escala – e, ainda, de ordem concorrencial – referentes ao processo competitivo intrínseco do mercado (Kupfer 2002).

A integração horizontal surge como uma estratégia em que a firma expande-se para a produção de mercadorias relacionadas ao seu setor e às suas operações, mas que não caracterizam-se como insumos de seus produtos originais. Esta expansão resulta na criação de firmas engajadas na produção de diversos produtos, como por exemplo uma empresa que além de produzir automóveis, passa a manufacturar motocicletas. O nicho de atividade aumenta, mas boa parte da estrutura prévia de empresa é aproveitada na nova empreitada. Kupfer (2002, p. 311) trabalha o conceito de integração horizontal a seguir:

Este tipo de diversificação consiste na produção de produtos que, de alguma forma, estejam relacionados aos produtos originais da empresa em termos do mercado atingido e que possam ser vendidos através dos canais de distribuição já estabelecidos ou a partir da extensão dos mesmos. Desse modo, a expansão para novos segmentos de mercado associa-se a uma extensão da área de especialização da empresa, seja no que se refere à base tecnológica, seja no que diz respeito à área de comercialização explorada em suas atividades originais.

Em suma, a literatura justifica o cenário de avanço das F&A na economia brasileira dado o estímulo que esta deu às firmas a partir da década de 90. Há diversificação porque a competição no mercado nacional cresceu a ponto de demandar estratégias de crescimento mais agressivas por parte dos seus agentes.

3.3.2 – Fusões e aquisições

A literatura de economia industrial versa a respeito das fusões e aquisições como estratégia competitiva, demonstrando as motivações da firma para escolha desta opção e seus desdobramentos sobre a atividade das empresas. Camargos (2009, p. 1) afirma que “os processos de F&A’s integram a estratégia empresarial, e por meio deles as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outras coisas.”

Acerca das motivações pelas incorporações, a busca da firma por crescimento acelerado, a defesa em relação à concorrência, a estrutura de custos dos agentes envolvidos e a procura por crescentes participações de mercado podem ser elencadas. Em relação à busca por crescimento, Penrose (1979, p. 24) afirma que “(...) as amplas oportunidades de expansão, mediante aquisição, nos tempos modernos, torna possível às firmas alcançar taxas extremamente rápidas de crescimento (...)”.

Uma discussão mais ampla acerca dos fatores microeconômicos que levam às empresas a adoção de estratégias de incorporações pode ser encontrada no trabalho de Meschi (1997, p. 15), nesta passagem da análise do autor, as diversas situações relacionadas a uma transação de F&A são caracterizadas, de maneira que as causas para a escolha desta estratégia e suas consequências para a firma e o mercado são descritas:

When a merger occurs, there are three possible scenarios. First, if all firms have constant and equal marginal costs, as in Salant et al. (1985), the only reason to merge is to increase market power. Second, if firms' marginal costs are different then a merger could help to better allocate output away from the firm with higher marginal cost, without developing a better technology. This is the case portrayed in Perry and Porter (1985). Farrell and Shapiro (1990) prove that the only way for the market price to fall after merger is if the marginal cost of the new firm is much lower than those of the merging partners⁸. This reduction will not be sustainable in the long run, as all the other firms in the market will adopt the cost efficient technology. Finally, mergers can create synergies by, say, combining two complementary technologies. This is the only case in which a merger can actually generate a price reduction, and Farrell and Shapiro (1990) provide the necessary and sufficient conditions for it to happen: the smaller the industry elasticity of demand, and the larger the market shares of the merging partners, the larger synergies will be needed to generate a fall in price.

Quando uma incorporação ocorre, as operações da empresa envolvida sofrem importantes alterações. A busca da adquirente envolve ganhos de escala, eficiência ou, ainda, de mercado. Uma firma pode obter vantagens relacionadas a custos e despesas operacionais, de maneira a aumentar sua produção de modo mais intenso que seus

desembolsos, gerando sinergias a partir da aquisição. A empresa pode, ainda, alcançar um nível de conhecimento técnico da produção superior, absorvendo processos produtivos da companhia adquirida ou simplesmente economizando nas compras de insumos no caso de uma integração de natureza vertical. Pode-se citar ainda os ganhos fiscais, Pasin (2001, p. 7) descreve que “os ganhos fiscais ocorrem quando a empresa combinada se beneficia com a redução dos impostos pagos”. Segundo KEY (1995) apud Pasin (2001, p. 7), “os ganhos fiscais podem ser decorrentes do uso de prejuízos fiscais e do melhor planejamento fiscal e tributário.” Por fim, pode haver redução do custo de capital na ocasião de uma compra de empresa, já que “o custo de capital da empresa conjugada pode ser menor do que a das empresas separadas, diminuindo assim, no médio e longo prazo as despesas financeiras.”. Estas consequências relacionadas ao processo de fusões e aquisições na realidade da firma são trabalhadas por Pasin (2001, p. 5).

Em suma, as fusões e aquisições ocorrem como reflexo de decisões estratégicas no âmbito da firma. A realidade econômica e institucional gera repercussões sobre as expectativas das empresas e, sendo assim, determina o comportamento das mesmas. Ou seja, as estratégias implementadas pelas firmas são reflexo das necessidades impostas pelo mercado em que estas se inserem e da natureza individual destas, que se caracteriza pela constante busca por crescimento e apoderação de posições de mercado favoráveis (oligopólios e conseqüente maior *market share*). A realidade do Brasil a partir da década de 90 apresentou este cenário, como os capítulos 2 e 4 do presente trabalho buscam evidenciar. A escolha pelo caminho das fusões e aquisições foi, assim, uma dentre as estratégias relacionadas às mudanças no ambiente competitivo do Brasil a partir de 1990. Pasin (2001, p. 15) resume esta realidade ao afirmar que é inegável “(...) a importância das fusões e aquisições para aumentar a competitividade das empresas brasileiras em um ambiente de globalização.”

No contexto das estratégias que resultam em aumento no nível de fusões e aquisições nos mercados e em concordância com os argumentos relacionados ao incremento do investimento direto estrangeiro direto como catalisador da integração empresarial, a ocorrência de F&A internacionais merece ser mencionada. O cenário econômico brasileiro a partir de 1990 resultou em um melhor conceito do capital estrangeiro em relação a segurança na realização de investimentos no país. Com este panorama como pano de fundo, empresas internacionais adotaram políticas de expansão

em direção ao Brasil, a entrada destes agentes ocorreu mediante a incorporação de empresas localizadas no país, gerando uma exacerbação do movimento das F&A e, em adição, tornou o ambiente competitivo ainda mais acirrado, promovendo estratégias de defesa por parte das firmas que tinham por objetivo manter-se como agentes importantes no mercado brasileiro.

Neste sentido, a adoção de estratégias expansionistas pelas grandes empresas mundiais em direção a novos mercados faz parte do processo de crescimento destas. Desse modo, as firmas veem seus mercados locais muitas vezes esgotados ou simplesmente identificam oportunidades de maiores ganhos no exterior. Fusões e aquisições internacionais ocorrem como uma busca por vantagens comparativas relacionadas à utilização destes novos mercados. Meschi (1997, p. 10) demonstra como as operações de incorporações internacionais fazem parte do comportamento das firmas e quais reflexos terão em suas atividades:

Together with the exploitation of comparative advantages, cross-border mergers can be prompted by the desire to expand into a new market. The acquiring company will then not only acquire the usual tangible assets of the target, but also intangible ones -the most valuables- as the knowledge of the market and business practices. The creation of such "information synergies" is one of the most appealing features of cross-border mergers, as Davis, Shore and Thompson (1993) point out.

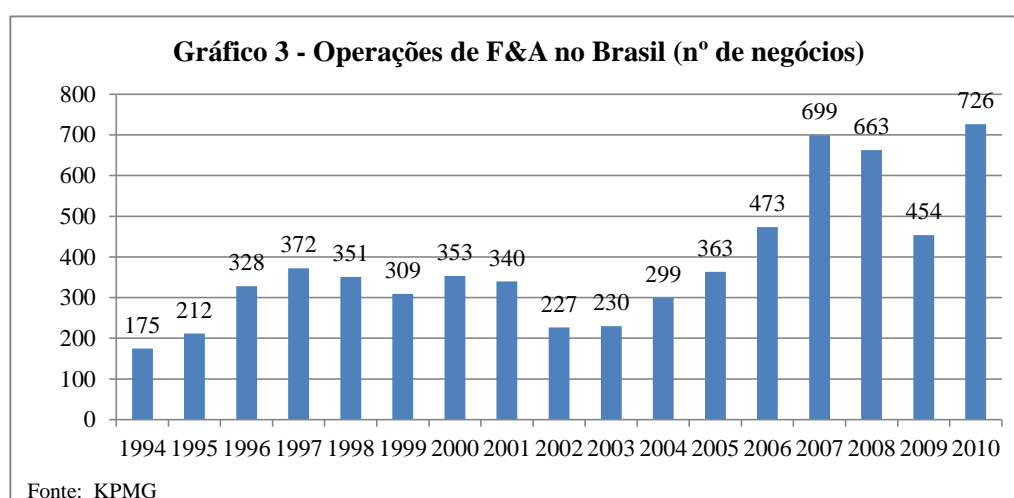
A realidade brasileira a partir dos anos 90 condiz com esta estratégia elencada pela literatura da economia industrial. Firms internacionais visualizaram o país como uma oportunidade de ganhos de mercado, verificando-se então um forte avanço do investimento direto estrangeiro relacionado a esse novo contexto competitivo, caracterizado pela estabilidade de preço e, principalmente, pela intensa abertura da economia nacional. Kupfer (1998, p. 139) comprova este argumento ao sentenciar que “as compras por empresas multinacionais, que correspondem aproximadamente à metade do total, intensificaram-se a partir de 1994.”.

4. FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL A PARTIR DOS ANOS 90: MENSURAÇÃO E UMA PROPOSTA DE ANÁLISE

4.1 – Resenha da literatura sobre F&A no Brasil

4.1.1 – Fusões & Aquisições e o Cenário Econômico Brasileiro nos Anos 90

Esta seção busca analisar o pensamento econômico na área de fusões e aquisições que trata das motivações para a intensificação desse tipo de operação de estratégia de negócios a partir da abertura econômica brasileira na década de 1990. Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2003) apud Pascoal Marion e Gisele Vieira (2010) referem-se a esse cenário, afirmando que, no Brasil, assim como em muitas outras economias emergentes, o aumento de fusões e aquisições foi decorrente de mudanças no seu ambiente econômico interno a partir da década de 90. As operações de F&A no Brasil, segundo dados do banco KPMG, cresceram 314,9% de 1994 a 2010, como mostra o gráfico abaixo.



Neste contexto, o Plano Real pode ser considerado como marco na criação de um ambiente institucional favorável às operações de fusões e aquisições entre firmas. O conjunto de políticas do plano de estabilização monetária do Real apresentava conteúdo em conformidade com a abertura da economia e com a estabilidade de preços e, desse modo, gerou também condições mais favoráveis à entrada do capital estrangeiro. Este capital, ao mesmo tempo que, de acordo com as expectativas do mercado, trazia ao Brasil a competitividade das empresas internacionais – por meio de fusões e aquisições – garantia o funcionamento do Plano Real ao inundar o país com divisas, principalmente em dólar. Cano (2003, p. 91) afirma:

“A introdução das reformas liberais e, posteriormente, do plano de estabilização, foram condições para a retomada dos fluxos de capitais para a economia brasileira. Ao mesmo tempo, o sucesso do plano estava condicionado à entrada maciça de capitais externos. (...) as entradas brutas de capitais sob diversas formas apresentam crescimento extraordinário, de US\$ 5,4 bilhões, em 1990, para US\$ 148 bilhões em 1998.”. Para então concluir (p. 91) que “é a partir do Plano Real que se criam condições favoráveis para o investimento direto estrangeiro (...)”.

Esta entrada de capitais associa-se, ainda, às ondas de privatizações ocorridas no Brasil na década de 90, iniciadas nos governos Collor e Itamar e intensificadas nos mandatos de FHC. A transferência ao capital privado de empresas estatais que ocorreu a partir de 1998 está em conformidade com os argumentos anteriores que relacionam o Plano Real à evolução das fusões e aquisições, uma vez que tiveram o objetivo explícito de atração de capitais externos para a sustentação dos déficits do balanço de pagamentos, relacionados ao alto nível das importações em decorrência da valorização do Real (Cano 2003).

Em conjunto com as privatizações, as políticas do governo em relação à indústria nacional, atração de IDE e ao comércio internacional do país demonstram ocorrerem as alterações da economia brasileira por meio das fusões e aquisições inseridas no contexto iniciado na década de 90. Os autores Barros & Goldstein (1996) apud Cano (2003, p. 94) afirmam que:

As privatizações gerarão importantes oportunidades de investimento para os capitais privados, já que o governo se encontra impossibilitado de investir, e são importantes para a redução da dívida pública, que vem crescendo assustadoramente. A abertura comercial, juntamente com a entrada de novos investimentos, principalmente pela compra de empresas nacionais, é importante para que a indústria ganhe escala, tecnologia e

produtividade. Além disso, este processo concentrador trará uma nova onda de investimentos, com grandes efeitos sobre o crescimento da economia.

Após o início da abertura econômica em 1990 e da intensa entrada de IDE da época, os anos 2000 marcaram a continuação do avanço das fusões e aquisições. Este cenário se deu a partir da manutenção do arcabouço institucional estável e da abertura econômica do país, mas foi reforçado por questões peculiares da década 2000. O avanço dos gastos públicos (trabalhado em 2.5) determinou o desenvolvimento da economia brasileira a partir do governo Lula. O papel mais relevante dos emergentes na economia mundial tornou a economia deste grupo detentora de um nível de atividade mais elevado e, ainda, mais suscetível a investimentos. Por fim, a relação do Brasil com a China, principal motor de crescimento econômico mundial nos anos 2000, impulsionou a atividade na economia brasileira, determinando forte avanço na demanda dos nossos principais produtos e, assim, impulsionando as operações de nossas empresas, alavancando o processo de crescimento destas e, como os dados do IPEA (2011, p. 34) mostram, o próprio investimento chinês no Brasil avançou nos últimos anos, crescendo de US\$ 6,7 milhões em 2006 para US\$ 24,3 milhões em 2007 e US\$ 392,0 milhões em 2010.

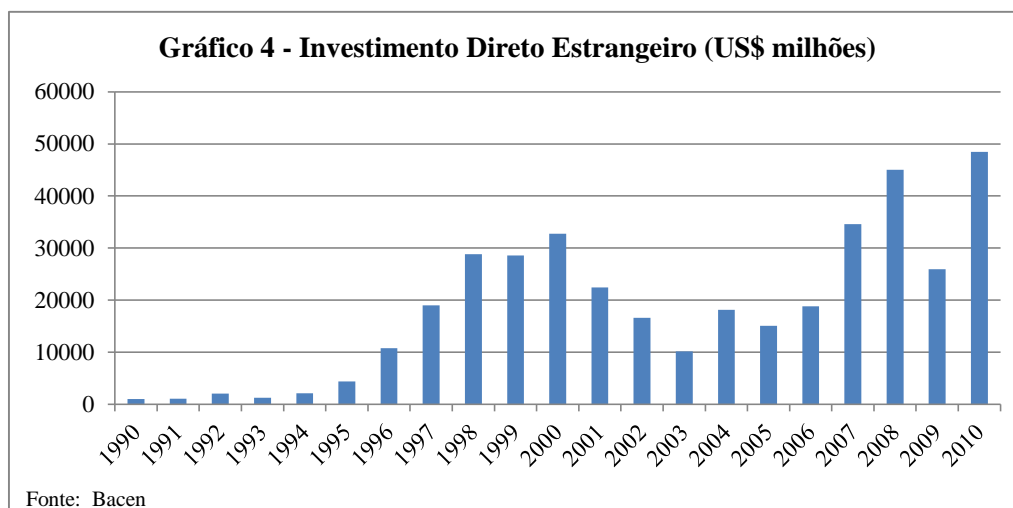
Além disso, o governo brasileiro buscou, na década dos anos 2000, incentivar o crescimento das empresas brasileiras a fim de torná-las mais competitivas no âmbito mundial. Cano (2010, p. 3) constata tal contexto, afirmando que:

“ (...) no intuito de fortalecer a grande empresa nacional e torná-la internacionalmente mais competitiva, o governo vem praticando uma política de ‘agigantamento’ de algumas dessas empresas, financiando inclusive seus investimentos privados no exterior, pensando com isso aumentar sua competitividade externa”.

Desse modo, o cenário do mercado nacional dos anos 2000 segue a tendência de formação de empresas cada vez maiores, ampliando as possibilidades para ocorrência de fusões e aquisições. Os números elencados no Gráfico 3 mostram que este panorama já resultou em uma ocorrência considerável de operações, somando 4.827 negócios.

Em suma, fica explícito o cenário favorável à entrada de investimento direto estrangeiro e, conseqüentemente, ao aumento de fusões e aquisições na economia brasileira. A idéia de que aumento em IDE resulta em avanço de operações de F&A foi trabalhada por Brakman, Garretsem e van Marrewijk (2006, p. 2), que afirmam: “(...) looking at FDI as a broad category obscures the fact that most FDI is in the form of so-

called cross-border Mergers & Acquisitions”. Os autores afirmam – com dados de 2000 da UNCTAD – que 78% do investimento direto estrangeiro é relacionado a processos de integração empresarial. Abaixo fica evidenciado o crescimento do IDE no Brasil a partir de 1990, tal expansão chega a um nível anual composto de 21,5%.



Autores como Suen e Kimura (1997) apud Pascoal Marion e Gisele Vieira (2010) apontam abertura, liberalização e estabilidade econômica como catalizadores das F&A, enquanto Laplane et al (2000) apud Pascoal Marion e Gisele Vieira (2010) confere ao avanço do mercado interno – renda da população crescente com o fim da alta inflação – maior importância, uma vez que o consumo é o fator que mais afeta o nível de investimento das empresas. Ou seja, as correntes de pensamento acerca do processo de fusões e aquisições no Brasil sentenciam que o novo ambiente econômico a partir de 1990 resultou em uma realidade favorável à entrada de capitais estrangeiros por meio de aquisições de firmas nacionais por firmas estrangeiras ou à ocorrência de fusões entre empresas já sediadas no país.

No que diz respeito à natureza das fusões e aquisições ocorridas na economia brasileira a partir da década de 90, o papel do IDE segue exacerbado. O trabalho de Marion e Vieira (2010, p. 124) demonstra que o número de operações de F&A internacionais superou as nacionais em termos de suas participações no processo de avanço das operações de aquisições empresariais no Brasil, aumentando de 36,21% em 1992 para 61,31% em 2006, sua participação no total de operações de F&A. Os autores

afirmam que “(...) no Brasil, o processo foi predominantemente de ‘mão única’, pois pouquíssimas empresas brasileiras realizaram operações no exterior, ao mesmo tempo em que foi elevado o número de desnacionalização de empresas brasileiras.”. Novamente, o papel do IDE fica implícito no avanço das F&A no país. Cabe ressaltar que o incremento do IDE na economia brasileira a partir de 2007 visto no gráfico anterior decorre, de acordo com o chefe do Departamento Econômico do Banco Central Tulio Maciel apud Nakagawa (2011), da perspectiva de crescimento da economia brasileira e deve seguir em tendência de crescimento a partir da descoberta e exploração das reservas de petróleo na camada pré-sal e dos eventos esportivos a serem realizados no país. Este avanço na entrada de capital estrangeiro seguiu atuando – da mesma forma que na década de 90 – como fator gerador de operações de integração empresarial.

4.1.2 – Conclusão

A literatura aponta a estabilização econômica alcançada no Brasil a partir do Plano Real como uma das principais causas para a consolidação de um panorama econômico mais estável e institucionalmente mais desenvolvido. Este contexto da economia nacional alia-se a uma realidade iniciada em 1990, que apresentava uma política de intensa abertura econômica e foi dotada de um importante avanço do capital estrangeiro às fronteiras do país. Desse modo, a década de 90 foi marcada por uma alteração profunda no ambiente concorrencial que deu início a uma intensificação no número das operações de incorporação empresarial. Sendo assim, as fusões e aquisições foram extremamente relevantes na formação de uma economia produtiva mais competitiva e foram resultado do ambiente macroeconômico brasileiro iniciado em 1990 e de suas repercussões nas decisões da firma – em seu âmbito individual – quanto as suas estratégias de competição. Como Cano (2003, p. 153) aponta acerca da época em questão:

(...) a economia brasileira passou por um forte processo de reestruturação produtiva, retomada da entrada de fluxos de IDE e expectativas favoráveis quanto à sustentabilidade do crescimento econômico que desencadeou a entrada de novos concorrentes externos – boa parte, por meio de F&A –, e a reação das empresas já estabelecidas, sejam nacionais ou estrangeiras, que também buscaram a estratégia de F&As e especialização em core business.

4.2 – F&A no Brasil no período 1994-2010: mensuração e uma proposta de análise

4.2.1. Introdução

As fusões e aquisições no Brasil da década de 90 resultaram das alterações no panorama econômico do país relacionados ao Plano Real, à abertura econômica e ao ingresso do capital estrangeiro, Marion Filho e Vieira (2010, p. 113) verificam que “que existem inúmeros fatores que motivam a realização de transações envolvendo F&A. Entretanto, os mesmos adquirem importâncias distintas ao longo do tempo e estão intimamente ligados a estrutura preexistente no país.” Nos anos 2000, o cenário iniciado em 1990 permanece e, ainda, uma nova postura do governo frente à economia – dotada de expansão nos gastos públicos em busca de impulsionar o crescimento da economia – e um contexto internacional de expansão das economias emergentes – especialmente os países BRIC’s – uma nova onda de F&A ocorreu. A forte expectativa acerca do futuro incrementou a relevância mundial desses países. Vieira (2009, p. 514) aponta que há estudos indicando que em 50 anos o grupo de quatro países do BRIC’s se tornará “a principal força na economia global, superando o grupo de países desenvolvidos que formam o G-6 (Estados Unidos, Japão, Alemanha, Reino Unido, França e Itália) em termos de crescimento do PIB (Produto Interno Bruto), renda per capita e movimentos comerciais e financeiros.”.

A realidade brasileira a partir de 1990 criou condições para que seu mercado apresentasse um cenário de concorrência crescente. O aumento da competição internacional, o avanço do investimento direto estrangeiro e o cenário de expansão do seu mercado interno são fatores que criaram condições para o aumento do número de F&A. A presente análise busca comprovar estes argumentos teóricos, de forma que uma regressão econométrica foi realizada com o intuito de resumir um cenário institucional em alteração como catalisador de fusões e aquisições.

4.2.2. Fonte de Dados

O banco de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) foi utilizado como fonte para grande parte das informações em que o estudo baseou-se. O portal online do IPEA reúne dados de diversas fontes, citadas a seguir. A expansão e a importância do PIB foram documentadas a partir de dados do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), sendo que as informações do FMI foram provenientes do site da própria instituição. Os dados de risco-país são provenientes de dados do banco de investimento norte-americano JP Morgan. Já as informações acerca da taxa de juros no país e da corrente de comércio exterior entre 1994 e 2010 originam-se do banco de dados do Banco Central do Brasil (Bacen). Os estudos do IBGE voltam a ser utilizados na caracterização do avanço dos preços na economia brasileira, sendo que o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi o índice escolhido para caracterizar a evolução da inflação nacional no período analisado pelo estudo. O número de F&A no Brasil entre 1994 e 2010 resultou do banco de dados divulgado pelo banco de investimentos KPMG.

4.2.3. Metodologia

A regressão feita no presente trabalho reuniu três variáveis: o número de fusões e aquisições, o nível de investimento direto estrangeiro e a magnitude das importações. Todos os dados referem-se à economia brasileira e ao período entre 1994 e 2010. Desse modo, o número de operações de F&A foi utilizado como variável dependente das outras duas variáveis. O intuito desta regressão foi o cálculo do grau de determinação das variáveis explicativas sobre o nível de F&A no Brasil. A regressão foi feita a partir do logaritmo de todas as variáveis, para que os resultados gerem o quanto houve de variação percentual no número de fusões e aquisições a partir de variações percentuais no IDE e nas importações. O IDE foi escolhido graças a sentença da literatura do tema acerca de sua relevância no movimento de integração empresarial ocorrido no Brasil. As importações foram utilizadas como modo de simplificação para mensuração da abertura econômica brasileira, também elemento elencado pela literatura como catalisador de F&A, uma vez que uma economia aberta derruba barreiras para a entrada de produtos estrangeiros. Após a realização da regressão, alguns testes foram realizados de modo a conferir credibilidade

ao modelo: o teste Ramsey-Reset buscou julgar a procedência da especificação das variáveis da regressão, os testes White e Jarque-Bera estudaram acerca da heterocedasticidade dos resíduos e o gráfico do histograma da regressão foi exposto a fim de mostrar a normalidade dos termos de erro. Os dados do modelo constituem uma série no tempo (F&A, IDE e importações entre 1994 e 2010), mas a regressão realizada foi do tipo *cross section*, na qual os termos da amostra das variáveis são pressupostos independentes entre si, de modo que os dados dos anos anteriores não devem gerar consequências sobre os dados dos períodos subsequentes. Para que uma análise deste tipo seja válida, deve-se testar se há correlação dos resíduos, para isto, os testes de Durbin-Watson e Breusch-Godfrey foram realizados e, por fim, o gráfico do correlograma dos erros da série foi documentado, buscando atestar-se acerca da estacionariedade da série de dados e, sendo assim, também inferir sobre a correlação dos resíduos.

O modelo foi construído para testar a hipótese de que a onda de fusões e aquisições dependeu do avanço do Investimento Direto Estrangeiro e das Importações, buscando alinhar-se com as ideias de importantes autores, de maneira a englobar os aspectos mais importantes da economia brasileira no período de 1994 a 2010. O banco de dados do KPMG não possui informações acerca do número de F&A no período anterior ao ano de implementação do Real, de maneira que os anos iniciais da década de 90 não foram incluídos na regressão. Esta falha é minimizada pela afirmação de Cano (2003, p. 119) de que “o processo se inicia com poucas operações de 1990 a 1993, mas é crescente”, ou seja, o arcabouço institucional que estamos buscando comprovar como fator que impulsionou o número de fusões e aquisições no Brasil, começa em 1990, mas seus efeitos práticos sobre o nível de transações de integração empresarial começam a ser relevantes a partir de 1994.

As variáveis foram escolhidas como as mais importantes no avanço das fusões e aquisições a partir dos trabalhos de Fábio Giambiagi e Werner Baer, que citaram a importância destas sobre o nível de F&A em seus trabalhos. Em Giambiagi, a questão do IDE é abordada e sentenciada como catalisadora do movimento de integração nas empresas situadas no país. Os autores Nelson Filho e Carla Silva afirmam – em capítulo do estudo de Giambiagi – que “o crescimento da participação de grupos estrangeiros entre as maiores empresas se deu, em sua maioria, por intermédio de fusões e aquisições... (1999, p. 406)”. Baer (1996, p. 390) indica que “a abertura econômica (...) e a manutenção

de uma taxa de câmbio estável, foram usadas eficientemente no Plano Real a fim de ajudar a estabilização de preços e pressionar as empresas a se tornarem mais eficientes”, de modo que a abertura da economia brasileira determinou o avanço desta, intensificando a concorrência do mercado em que estas estavam presentes e impulsionando a necessidade de expansão das firmas no país.

O argumento de que o Plano Real foi importante na intensificação do processo brasileiro de fusões e aquisições apoia-se na ideia de que a estabilização e o modo que levou a esta determinaram as alterações nos fatores considerados relevantes ao avanço do processo de integração empresarial no mercado brasileiro. O arrefecimento dos preços, o avanço das importações relacionado à âncora cambial e a adoção de políticas ortodoxas, como o sistema de metas de inflação e de medidas que reformaram as operações do setor público (privatização e reformas no sistema financeiro nacional) ocasionaram um conjunto de expectativas favoráveis ao desenvolvimento da economia brasileira. Foram esses fatores intimamente ligados ao Plano Real que revolucionaram a economia do país na década de 90, como afirma Giambiagi (2005, p. 182):

Os anos FHC foram caracterizados por marcas positivas importantes. A primeira foi a de estabilização: desde que o Índice Geral de Preços (IGP) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) começou a ser apurado, na década de 1940, em apenas três anos (...) ele tinha sido inferior a 10%. Já no período de 1995-2002, isso ocorreu em quatro dos oito anos e, com o IPCA, em seis dos oito anos.

A segunda marca registrada foi a de reformas, que deram continuidade, de uma forma mais profunda, a um movimento iniciado ainda no governo Collor (...).

Dessa forma, as fusões e aquisições brotaram. Rocha (2001, p.2) afirma que “a década de 90 presenciou uma fabulosa onda de fusões e aquisições (F&A) no mundo. O Brasil não foi exceção tendo sido registradas mais de 1000 transações de F&A entre 1990 e 1999 em todas as atividades.”

Nos anos 2000, o cenário da década de 90 mantém-se, mas o avanço das economias emergentes e o papel do governo na economia brasileira passam a ser fatores dignos de menção na contextualização dos F&A no país. Baumann (2010, p. 134) indica que “(...) os Brics (não ainda o grupo, mas os quatro países) já são, ou constituirão brevemente, superpotências (...)”, mostrando como os anos 2000 e o novo papel dos países emergentes alteraram o cenário da economia mundial e brasileira. O IDE e as relações comerciais do país passam a ser determinados pelo avanço da economia, de modo que o

avanço das F&A na economia do país segue apoiado nestas variáveis, porém, o modo como estas variam modifica-se, apoiadas não mais apenas pela estabilização e abertura econômica inicial da década de 90, mas também no desempenho acima da média mundial da economia dos BRIC's. A pesquisa de Vieira (2009, p. 514) relaciona-se "(...) à importância que estas economias têm revelado no comércio mundial e na atração de fluxos de investimentos (...)", corroborando os argumentos anteriores de que a economia dos BRIC's tornam-se gradativamente mais relevantes mundialmente. Somando-se a estes fatores, o avanço do investimento público – exemplificado no Programa de Aceleração de Crescimento iniciado pelo Presidente Lula – e o papel das relações econômicas do Brasil com a China, que vem determinando avanço do IDE no mercado brasileiro geram a continuação do avanço das fusões e aquisições iniciado na década de 90 no país. O IDE chinês no Brasil cresceu consideravelmente nos últimos anos, sendo decorrentes de operações de F&A e destinados, principalmente, a setores ligados à exploração do pré-sal. O Relatório do IPEA (2011, p. 35) corrobora tal argumento ao afirmar que:

As aquisições chinesas de empresas que operam no Brasil entre 2009 e 2010 cresceram tanto em termos de operações (de 1 para 5) quanto em termo de valor (de US\$ 0,4 bilhão para US\$ 14,9 bilhões). Estas aquisições ocorreram, sobretudo, no setor de petróleo (US\$ 10,17 bilhões) e na exploração do pré-sal brasileiro.

4.2.4. Análise dos Resultados

Foi realizada neste trabalho uma regressão em que as fusões e aquisições ocorridas no Brasil entre 1994 e 2010 são confrontadas com o nível de investimento direto estrangeiro e de importações do país. O modelo foi construído de maneira a tornar as variáveis estatisticamente significativas e, ainda foi testado a fim de demonstrar sua eficiência econométrica. Desse modo, busca demonstrar como a entrada de capital estrangeiro repercute no nível de fusões e aquisições e – através do uso da magnitude das importações na economia brasileira como uma medida simplificada de abertura econômica do país – como a liberalização do país às relações econômicas com o exterior alavancou o número de incorporações. A análise da regressão múltipla em *cross section* demonstrou o papel primordial das variáveis elencadas no presente trabalho como catalisadoras das ondas de fusões e aquisições no Brasil a partir da década de 90 e, conseqüentemente, corroborou a hipótese do presente trabalho.

O modelo resultou do logaritmo das séries de dados, de modo que os resultados demonstrarão variações percentuais no número de operações de fusões e aquisições a partir de alterações percentuais no investimento direto estrangeiro e nas Importações do Brasil. A regressão resultou em um coeficiente de determinação, ou nível de explicação da variação nas F&A pelas variáveis independentes, de 89,92%. Através de um p-valor menor que 0,05 para as duas variáveis explicativas, identifica-se que estas são estatisticamente significantes a um nível de confiança de 95%. Deste modo, a importância para a entrada de capital estrangeiro dada pela literatura exposta na monografia pode ser corroborada estatisticamente, assim como o nível de abertura da economia. As duas variáveis, em conjunto, também são sentenciadas como válidas matematicamente, dado o valor ínfimo da estatística-F.

Tabela 1 - MODELO LOG FA VS LOG IDE + LOG IMPORT

Variável	Coeficiente	Desvio-Padrão	Estatística-t	Prob.
C	-2,362685	0,767486	-3,078475	0,0082
LOGIDE	0,165301	0,056448	2,928353	0,0110
LOGIMPORT	0,593605	0,093141	6,373198	0,0000
R-squared	0,911767	Mean dependent var		5,875992
Adjusted R-squared	0,899162	S.D. dependent var		0,412146
S.E. of regression	0,130877	Akaike info criterion		-1,070335
Sum squared resid	0,239802	Schwarz criterion		-0,923298
Log likelihood	12,09785	F-statistic		72,33549
Durbin-Watson stat	1,484216	Prob(F-statistic)		0,000000

O modelo mostra que para cada incremento de 0,17% no capital estrangeiro entrante nos países utilizados no estudo, as operações de F&A avançaram 1,00% e, ainda, uma expansão de 0,59% nas importações também acarretou em crescimento de 1,00% no número de fusões e aquisições. Desse modo, a regressão resume-se à equação evidenciada na figura 1 abaixo.

Figura 1 – Equação do Modelo

$$\text{LOGFA} = -2,362685222 + 0,1653008828 * \text{LOGIDE} + 0,5936049768 * \text{LOGIMPORT}$$

Após a formular o modelo, este passou por uma série de testes econométricos que buscaram evidenciar sua relevância estatística. Primeiramente, o teste Ramsey RESET evidenciou a qualidade da especificação do modelo, de maneira a garantir que os argumentos trabalhados pela literatura ao longo da monografia possuem relevância matemática válida a 5% de significância. Este teste é realizado de modo que sua hipótese nula corresponde a uma especificação válida do modelo – as variáveis incluídas e a forma funcional (no caso logarítmica) são adequadas – e consiste na adição de variáveis não-lineares à regressão, de acordo com Wooldridge (2007, p.275) “os termos quadráticos e cúbicos tem demonstrado utilidade na maior parte das aplicações.”, de modo que apenas estes foram considerados no teste. Estes novos regressores devem ser não-significativos para que haja validação do modelo. Os números da tabela abaixo mostram um p-valor superior a 0,05 e uma estatística-F condizente com a aceitação da hipótese nula em que a escolha das variáveis da regressão foi válida, ou seja, a especificação do modelo foi correta.

Tabela 2 - TESTE RAMSEY-RESET

Estatística-F	1,006183	Prob.	0,394474	
Log likelihood ratio	2,63557	Prob.	0,267728	
Equação Teste:				
Variável Dependente: LOGFA				
Método: Mínimos Quadrados Ordinários				
Amostra: 1994 - 2010				
Observações: 17				
Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-t	Prob,
C	271,4542	195,3462	1,389605	0,1899
LOGIDE	-10,34915	7,477857	-1,383973	0,1916
LOGIMPORT	-37,24756	26,9463	-1,382288	0,1921
FITTED^2	10,9367	7,756458	1,410013	0,1839
FITTED^3	-0,623231	0,440797	-1,413874	0,1828
R-squared	0,924439	Mean dependent var		5,875992
Adjusted R-squared	0,899251	S.D. dependent var		0,412146
S.E. of regression	0,130819	Akaike info criterion		-0,990075
Sum squared resid	0,205364	Schwarz criterion		-0,745012
Log likelihood	13,41563	F-statistic		36,70278
Durbin-Watson stat	1,637325	Prob(F-statistic)		0,000001

A seguir, os possíveis problemas quanto aos resíduos de uma regressão são analisados. O teste White para heterocedasticidade demonstra se os resíduos são homocedásticos, ou seja, estão em conformidade com a premissa de que sua variância é, conforme Gujarati (2006, p. 55) “um número positivo constante”, a hipótese nula deste teste afirma exatamente acerca disto, de maneira que queremos aceitá-la. De acordo com Wooldridge (2007, p. 254), “o teste é explicitamente destinado a testar formas de heterocedasticidade que invalidem os erros e as estatísticas de testes habituais (...)”. As estatísticas resultantes dos cálculos realizados demonstram a aceitação da hipótese nula de ausência de heterocedasticidade, uma vez que os p-valores dos termos adicionados são superiores a 0,05 e a estatística-F do teste surge com probabilidade também maior que o nível de significância escolhido (5%).

Tabela 3 - TESTE WHITE

F-statistic	0,543045	Prob.	0,740598
Obs*R-squared	3,365516	Prob.	0,643827

Equação Teste:

Variável Dependente: RESID^2

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Amostra: 1994 - 2010

Observações: 17

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-t	Prob,
C	-1,752808	4,748202	-0,369152	0,7190
LOGIDE	-0,346873	0,559448	-0,620027	0,5479
LOGIDE^2	-0,020447	0,015955	-1,281583	0,2263
LOGIDE*LOGIMPORT	0,066910	0,068483	0,977031	0,3496
LOGIMPORT	0,621698	1,210623	0,513536	0,6177
LOGIMPORT^2	-0,057150	0,077763	-0,734923	0,4778
R-squared	0,197972	Mean dependent var		0,014106
Adjusted R-squared	-0,166587	S.D. dependent var		0,016599
S.E. of regression	0,017928	Akaike info criterion		-4,934301
Sum squared resid	0,003536	Schwarz criterion		-4,640226
Log likelihood	47,94156	F-statistic		0,543045
Durbin-Watson stat	2,578486	Prob(F-statistic)		0,740598

A seguir, a normalidade dos resíduos foi testada através do teste Jarque-Bera (JB), que sentencia acerca dos coeficientes de assimetria e curtose dos resíduos e funciona sob uma hipótese nula de normalidade destes. Neste teste, concluímos se os resíduos são independentes em relação as variáveis do modelo e possuem distribuição normal. Os

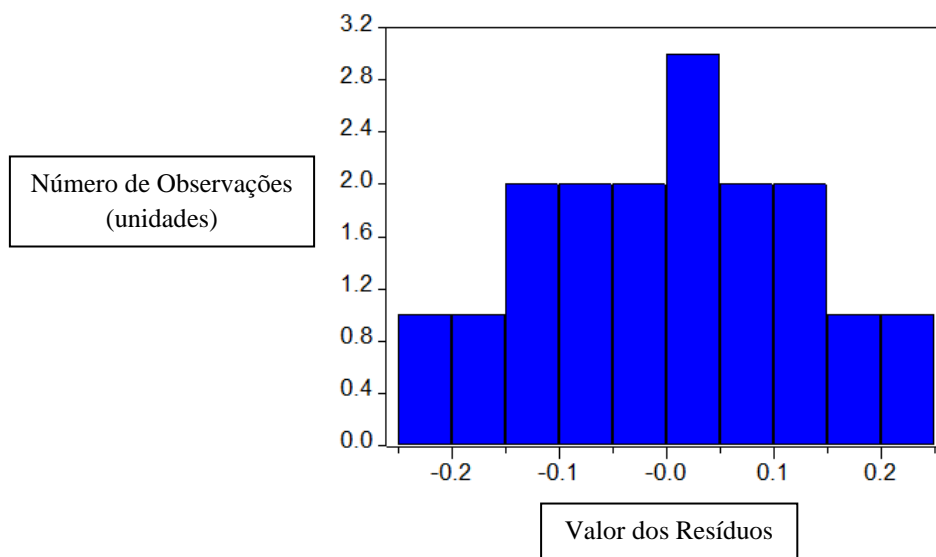
resultados abaixo originaram-se desta análise e as duas estatísticas – estatística JB e seu P-valor – calculadas no teste aceitaram a hipótese nula. Muito embora este teste seja considerado mais adequado para amostras grandes, como Gujarati (2006, p. 119) afirma, utilizei-o como indicativo de normalidade dos resíduos.

Tabela 4 - JARQUE-BERA

Jarque-Bera	0,367071
Prob.	0,832322
Série	Resíduos
Amostra	1994-2010
Observações	17
Média	-6,85E+02
Mediana	0,014639
Máximo	0,239345
Mínimo	-0,207496
Desvio-padrão	0,122424
Assimetria	0,090486
Curtose	2,303245

Por meio do histograma – gráfico que “é usado para conhecer algo da forma da função de densidade de probabilidade de uma variável aleatória” (Gujarati 2006,p. 119) –, procuramos dar suporte à conclusão de normalidade dos resíduos. Para que isto ocorra, o gráfico deve possuir forma semelhante à curva em forma de sino de uma distribuição normal. Abaixo segue a ilustração do histograma dos resíduos da regressão realizada. Pode-se concluir que a distribuição dos resíduos assemelha-se ao formato desejado.

Gráfico 5 - Histograma



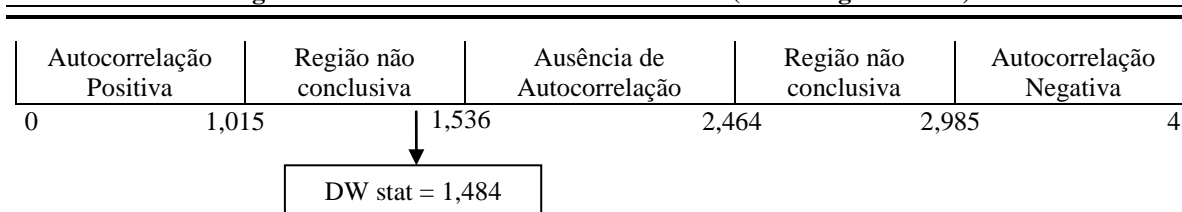
O último conjunto de testes diz respeito a possível correlação serial dos resíduos, que deve ser realizado quando realiza-se uma regressão com dados em série de tempo. Em uma regressão válida deste tipo, Wooldridge (2007, p. 316) afirma que “os erros em dois períodos de tempo diferentes são não-correlacionados”. Neste sentido, foram realizados dois testes, o teste de Durbin-Watson (DW) e o de Breusch-Godfrey (BG), além da análise do correlograma dos resíduos.. No teste DW, a estatística Durbin-Watson relacionada ao modelo analisado é confrontada com seis pontos e cinco regiões, como mostrará as figuras 2 e 3. Este teste é bastante utilizado, mas é uma ferramenta considerada menos eficiente. Nesse sentido, Wooldridge (2007, p. 376) afirma que “dado que os valores críticos tabulados são válidos somente sob o conjunto total das hipóteses do Modelo Linear Clássico, eles podem levar a uma ampla região inconclusiva, e as desvantagens práticas da estatística DW são substanciais”. No teste BG, uma regressão auxiliar é feita, esta envolve uma regressão em que os resíduos do modelo original surgem como variável dependente dos regressores iniciais e, ainda, dos valores defasados dos resíduos (qualquer nível de defasagem pode ser usada).

A regressão, ao ser avaliada pelo teste Durbin-Watson, recai sob resultados não-conclusivos acerca da independência serial dos resíduos, como a estatística DW aponta.

Tabela 5 - TESTE DURBIN-WATSON (5%)

Estatística Durbin-Watson	1,484216
Número de observações	17
Número de variáveis independentes	2
DWl	1,015
DWu	1,536
Resultado: região não conclusiva	

A figura 2 demonstra o funcionamento do teste DW a um nível de significância de 5%, confrontando-se os valores provenientes do teste com os valores tabelados relacionados a estatística DW.

Figura 2 – Análise do Teste Durbin-Watson (5% de significância)

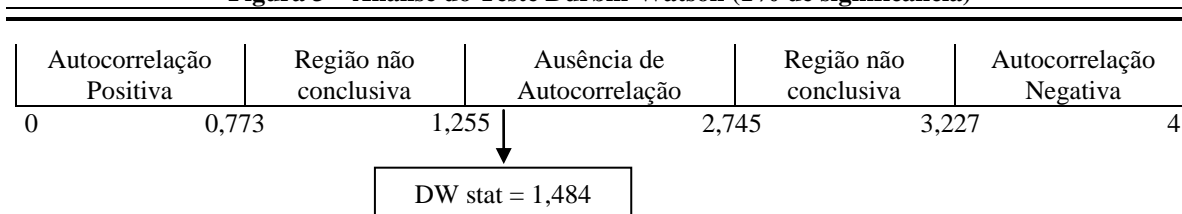
Caso alterarmos o nível de significância para 1%, os resultados modificam-se e, a partir destes, pode-se inferir que os resíduos não possuem correlação serial, como seria desejado.

Tabela 6 - TESTE DURBIN-WATSON (5%)

Estatística Durbin-Watson	1,484216
Número de observações	17
Número de variáveis independentes	2
DWl	0,773
DWu	1,255

Resultado: região de ausência de autocorrelação

O segundo resultado é disposto abaixo.

Figura 3 – Análise do Teste Durbin-Watson (1% de significância)

O teste de Breusch-Godfrey foi realizado com uma defasagem a fim de comparar-se seus resultados com os do teste Durbin-Watson. O teste Breusch-Godfrey resultou em um cenário favorável ao modelo analisado, validando-o como análise quantitativa acerca dos condicionantes ao avanço das fusões e aquisições no Brasil a partir de 1990. A

hipótese nula de ausência de correlação dos resíduos foi aceita a um nível de significância de 5%. Os resultados do teste ficam discriminados na tabela a seguir.

Tabela 7 - BREUSCH-GODFREY (TESTE LM)

F-statistic	0.837831	Prob.	0.376684
Obs.*R-squared	1.029289	Prob.	0.310326

Equação Teste:

Variável Dependente: RESID

Método: Mínimos Quadrados Ordinários

Pré-amostragem dos resíduos defasados sem valores foram considerados como zero

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-t	Prob.
C	0,033355	0,772829	0,043159	0,9662
LOGIDE	-0,006773	0,057258	-0,118295	0,9076
LOGIMPORT	0,002929	0,093740	0,031242	0,9756
RESID(-1)	0,249141	0,272187	0,915331	0,3767
R-squared	0,060546	Mean dependent var		-6,85E-16
Adjusted R-squared	-0,156251	S.D. dependent var		0,122424
S.E. of regression	0,131641	Akaike info criterion		-1,015145
Sum squared resid	0,225283	Schwarz criterion		-0,819095
Log likelihood	12,62873	F-statistic		0,279277
Durbin-Watson stat	1,861199	Prob(F-statistic)		0,839387

Por fim, o correlograma exposto a seguir serve como teste acerca da estacionariedade da série de dados utilizada já que as informações foram tomadas no tempo. Segundo Gujarati (2006, p. 362) “uma série temporal é estacionária se suas características (como média, variância e covariância) *não variam no tempo*.”. O correlograma dos resíduos analisa acerca da estacionariedade da série a partir dos dados de autocorrelação dos resíduos expostos em sua primeira coluna, Gujarati (2006, p. 648) afirma que quando “a autocorrelação fica em torno de zero em várias defasagens” está indicado que a série é, provavelmente, estacionária. Outro indício de estacionariedade da série é a significância estatística da autocorrelação parcial (segunda coluna da tabela do correlograma), quanto menos valores de ACP são significativos, maiores as chances da série ser estacionária (Johnston, 1997). A significância, tanto da AC e ACP, é verificada a partir da contraposição de seus valores em relação aos limites superior e inferior dispostos nas linhas pontilhadas das ilustrações. A última coluna do correlograma demonstra o p-valor da estatística-Q de Ljung-box, este teste reforça a sentença acerca da autocorrelação dos resíduos, sua hipótese nula defende que não existe autocorrelação até a defasagem

correspondente a seu valor, por exemplo, no gráfico abaixo, o primeiro dado “prob” – ou p-valor – aceita a hipótese nula de ausência de autocorrelação a 5% de significância e representa o teste para a primeira defasagem, na segunda linha, o teste refere-se a segunda defasagem e assim sucessivamente até a 15ª defasagem. O correlograma do modelo utilizado apresenta fatores favoráveis quanto à estacionariedade de seus dados, uma vez que os valores da AC giram em torno de zero e todos cálculos de ACP são estatisticamente não-significativos e, por fim, todos p-valores da estatística-Q de Ljung-box aceitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação a 5% de significância, de modo que a regressão em *cross section* com estes dados em série temporal não fica prejudicada.

Tabela 8 - CORRELOGRAMA DOS RESÍDUOS

Autocorrelação		Autocorrelação Parcial		Defasagem	AC	PAC	Q-Stat	Prob.
				01	0,227	0,227	1,0398	0,308
				02	-0,171	-0,072	1,0458	0,593
				03	-0,063	-0,160	1,7202	0,632
				04	-0,089	0,013	1,8195	0,769
				05	-0,223	-0,093	2,0342	0,844
				06	0,011	-0,232	3,4983	0,744
				07	-0,071	0,114	3,5023	0,835
				08	0,000	-0,156	3,6814	0,885
				09	0,000	-0,042	3,6814	0,931
				10	0,000	0,023	3,6814	0,961
				11	0,000	-0,091	3,6814	0,978
				12	0,000	-0,049	3,6814	0,989
				13	0,000	0,037	3,6814	0,994
				14	0,000	-0,102	3,6814	0,997
				15	0,000	0,013	3,6814	0,999

5. CONCLUSÕES

A elevação das importações e o aumento do investimento direto estrangeiro ocorridos no Brasil ficam claros a partir do estudo dos dados estatísticos relativos ao período iniciado na década de 90. É inegável que essas variáveis alteraram significativamente a realidade da economia brasileira e, assim, o arcabouço competitivo das firmas no país. Autores como Averbug (1999), Giambiagi (2005) e Baumann et al (1998) apud Averbug (1999) estão em linha com a argumentação trabalhada nesta monografia e tornam coerente a discussão acerca das possíveis consequências desse novo ambiente competitivo sobre o nível de transações de fusões e aquisições ocorridas no Brasil. A contribuição do presente trabalho consistiu na mensuração do efeito das variáveis citadas sobre o movimento de aumento no número das fusões e aquisições ocorrido no período entre 1994 e 2010.

Os resultados obtidos nesta pesquisa corroboram a hipótese levantada pela monografia, que relaciona as ondas de fusões e aquisições que ocorreram no Brasil a partir de 1990 à entrada de capital direto estrangeiro no país e ao processo de abertura econômica nacional. A caracterização do cenário vigente no país nos permitiu concluir que as alterações na economia – abertura comercial e estabilidade dos preços, sob o efeito do plano Real – geraram um incremento substancial na competição que permeia as operações das firmas. Desse modo, as empresas sitiadas no Brasil viram-se em uma situação que demandou a adoção de estratégias de defesa de suas posições no mercado. A escolha pela integração por F&A como opção de crescimento das firmas foi sentenciada como presente no conjunto de alternativas competitivas no âmbito de cada companhia, como apontado nos trabalhos de Kupfer (1998) e Penrose (1979). Além disso, atuaram como

fatores de atração e intensificação do ingresso do investimento direto estrangeiro no país: a importância do mercado brasileiro em termos de grandeza – dado o tamanho do país e de sua população – e crescimento da renda – relacionado ao fim dos altos níveis de inflação que ocasionou ganhos reais na renda disponível do brasileiro; as medidas de desregulação que aconteceram a partir de 1990; a expansão do gasto público do governo a partir de 2004; e a conjuntura recente de expectativas favoráveis acerca do avanço das economias emergentes. Grande parte do aumento no montante de investimento direto estrangeiro que ingressou no país nesse período gerou avanço no número de operações de F&A e, como efeito em cascata, intensificou ainda mais a competição no mercado brasileiro, exacerbando o processo de integração das firmas sediadas no país.

O modelo construído resultou em concordância com a literatura analisada. A significância estatística do investimento direto estrangeiro e das compras internacionais como catalisadores de fusões e aquisições corroborou os trabalhos de Cano (2003), Marion e Vieira (2010) e Brakman e outros (2006). O crescimento intenso das operações de F&A marcou a economia brasileira a partir de 1990 e, por meio da regressão realizada, concluiu-se que tal fenômeno mostrou-se em grande parte explicado pelas variáveis selecionadas. A validade desta afirmação apoia-se nos testes realizados sobre o modelo econométrico. Os cálculos e estudos realizados sobre a regressão realizada concluíram que esta detém os pressupostos de uma regressão múltipla em *cross section* com dados em série temporal, de modo que suas conclusões podem ser consideradas estatisticamente relevantes a um nível de significância de 5%.

Por fim, cabe destacar que as conclusões deste trabalho são válidas, mas ainda passíveis de novos estudos. Um aprofundamento da análise pode ser realizado a partir do uso de outras variáveis – além das importações –, que podem descrever ainda melhor a abertura econômica. Novos trabalhos de pesquisa podem, ainda, ir além e considerar os efeitos das incorporações sobre os desempenhos das firmas, relacionando de maneira indireta os resultados de alterações nos arcabouços institucionais das economias – e suas repercussões em relação à realidade competitiva dos mercados – sobre a performance operacional das empresas. Por exemplo, ficou explícito nesta pesquisa que as alterações da economia brasileira a partir de 1990 geraram incremento no número de integrações empresariais, mas nada se concluiu sobre o desempenho das empresas à luz do novo funcionamento da economia. Em suma, o trabalho aqui feito contribuiu ao tentar mensurar

o efeito das mudanças institucionais que aconteceram na economia brasileira a partir de 1990 sobre a quantidade de transações de fusões e aquisições da mesma e pode ser utilizado como ponto de partida para novos estudos sobre o tema.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AON, S. et al. Dinâmica das fusões e aquisições no investimento direto estrangeiro: especificidade da indústria de alimentos e bebidas no Brasil, 1996-2006. Informações Econômicas. São Paulo, 2008. Disponível em <ftp://ftp.sp.gov.br/ftpiea/publicacoes/tec5-0308.pdf>.

ÁRIDA, P. E RESENDE, A. L. Inertial inflation and monetary reform. In: Wiliamson, J. (org.). Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel. Washington, D. C.: Institute for International Economics, 1985.

ÁRIDA, P. et al. Inflação zero – brasil, argentina e israel. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

AVERGUB, A. Abertura e integração comercial brasileira na década de 90. In: GIAMBIAGI, F. A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. Cap. 1, p. 43-84.

AZEVEDO, A. E FLIGENSPAN, F. Produção e consumo: avanços e recuos no período do Real. In: PORTUGAL, M. A economia do Real. Porto Alegre: Ortiz, 1996. Cap. 6, p. 157-184.

BACHA, E. L. Plano Real: uma avaliação preliminar. In. Revista do BNDES, 3, jul./1995, 99. 3-36.

BAER, WERNER. A economia brasileira. São Paulo, Nobel, 1996.

BATISTA JUNIOR, P. N. A economia como ela é.... São Paulo, Boitempo, 2001, c2000.

BAUMANN, R. et al. O Brasil e os demais BRIC's – comércio e política. Brasília: CEPAL. Escritório do Brasil/IPEA, 2010. Disponível em http://www.cepal.org/publicaciones/xml/7/39967/O_Brasil_e_os_demais_BRICs.pdf

BELLUZO, L. G. Et al. Hiperinflação. São Paulo: Dinheiro Vivo, 1985

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Brasil : 1994 - 2002: a era do real. Brasília, DF : Secom, 2002. 467 p. : il.

BRAKMAN, S at al. Cross-border mergers & acquisitions: the facts as a guide for international economics. Munich: CESifo Group, 2006. Disponível em <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1187998.PDF>

CAMARANO, E. Política fiscal e estabilização: o Plano Real sob ameaça do déficit público. In: PORTUGAL, M. A economia do Real. Porto Alegre: Ortiz, 1996. Cap. 3, p. 57-94.

CAMARGOS, M. E BARBOSA, F. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. Revista de Administração de Empresas. São Paulo, 2009. Disponível em http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75902009000200007.pdf

CAMARGOS, M. E BARBOSA, F. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. Revista Contabilidade Vista & Revista. Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, 2010. Disponível em <http://www.face.ufmg.br/revista/index.php/contabilidadevistaerevista/article/viewFile/816/pdf43>

CANO, M. O recente processo de fusões e incorporações na economia brasileira. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2003. Disponível em <http://cutter.unicamp.br/document/?code=vtls000297056>

CANO, W. América latina: notas sobre a crise atual. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2009. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n3/v18n3a08.pdf>

CANO, W. Uma agenda nacional para o desenvolvimento. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2010. Disponível em <http://www.centrocelsofurtado.org.br/arquivos/image/201108311433430.CANO1.pdf>

CANO, W E SILVA, A. L. Política industrial do governo Lula. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2010. Disponível em <http://aedabrasil.files.wordpress.com/2011/07/wilson-cano-2010-polc3adtica-industrial-do-governo-lula.pdf>

CARLTON, D. W. E PERLOFF, J. M. Modern industrial organization (2000)

CARNEIRO, R. A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 1999. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/Downloads/Publicacoes/TextosDiscussao/texto90.pdf>

CARNEIRO, R. Globalização e integração periférica. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2007. Disponível em <http://www.unicap.br/real/artigos/Texto15ProfRicardoCarneiro.pdf>

CARNEIRO, R. Dinâmica de crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2007. Disponível em <http://www.iececon.net/ricardo/Carneiro2.pdf>

CARNEIRO, R. Impasses do desenvolvimento brasileiro: a questão produtiva. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2008. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/textosdiscussao/texto153.pdf>

CARVALHO, V. E LIMA, G. Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento econômico: a experiência brasileira. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2009. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/02.pdf>

CASTRO, L. . Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República (1974-1984). In: GIAMBIAGI, F. Economia brasileira Contemporânea. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. Cap. 5, p. 116-140.

CASTRO, L. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. In: GIAMBIAGI, F. Economia brasileira Contemporânea. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. Cap. 6, p. 141-165.

COUTINHO, L.; PRATES, D. E SILVA, J (orgs.). Economía brasileña contemporánea. Madrid: Fundación Cultural Hispano-brasileña, 2008.

DUARTE, R. Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos. Revista de Administração Contemporânea. Curitiba, 2003. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rac/v7n4/v7n4a13.pdf>

FEIJÓ, C. A.; CARVALHO, P. G. M.; RODRIGUEZ, M.S. Concentração industrial e produtividade do trabalho na indústria de transformação nos anos 90: evidências empíricas

FERRAZ, J.; KUPFER, D.; HAGUENAUER. Made in Brazil: Desafios Competitivos para a Indústria. Rio de Janeiro: Campus, 1995

FERREIRA, P. C. E GUILLÉN, O. O impacto da abertura comercial sobre mark-up e produtividade industrial brasileira. Rio de Janeiro: Ensaio Econômico da FGV, 2001. Disponível em <http://www.anpec.org.br/encontro2001/artigos/200104340.pdf>

FERREIRA, L. Taxa de câmbio social e abertura comercial. Economia aplicada. São Paulo: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, 2005. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ecoa/v9n4/v9n4a07.pdf>

FILGUEIRAS, LUIZ ANTONIO MATTOS. História do Plano Real: fundamentos, impactos e contradições. São Paulo: Boitempo, 2001, c2000. 231 p. : il.

FILHO, N. E SILVA, C. As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças. In: GIAMBIAGI, F. A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro: BNDES, 1999. Cap. 4, p. 375-410.

FLIGENSPAN, FLAVIO BENEVEIT. Uma visão global da economia brasileira durante a vigência do Plano Real: avanços, impasses e um cenário de crescimento com exclusão. In: Indicadores Econômicos FEE. Porto Alegre vol. 26, n. 1 (jan./mar.1998), p. 102-143: il.

FRANCO, GUSTAVO H. B. O Plano Real e outros ensaios. Rio de Janeiro, Francisco Alves, 1995.

FREITAS, M. C. E PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2001. Disponível em <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V10-F2-S17/04-Cristina%20e%20Daniela.pdf>

GEORGE, K. D. e JOLL, C. Organização industrial – concorrência, crescimento e mudança estrutural (1983)

GIAMBIAGI, F. et al. A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro, BNDES, 1999.

GIAMBIAGI, F. et al. Economia brasileira contemporânea (1945-2004). Rio de Janeiro, Elsevier, 2005.

GOMES, R. Et al. Abertura comercial, internacionalização e competitividade: a indústria brasileira de máquinas têxteis após os anos 1990. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2007. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v16n3/05.pdf>

GUJARATI, D. Econometria básica. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006

HANNA, L. e KAY, J.A. The contribution of mergers to concentration growth: a reply to professor Hart. The Journal Of Industrial Economics, 1981

HART, P. E. e PRAIS, S. J. The analysis of business concentration: A Statistical Approach. Journal of the Royal Statistical Society, 1956

HERMANN, J. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: ‘restatement’ ou auto-crítica? Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2002. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/o_modelo_de_liberalizacao_financeira.pdf

HERMANN, J. Liberalização e desenvolvimento financeiro: lições da experiência brasileira no período 1990-2006. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2010. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v19n2/a03v19n2.pdf>

INSTITUTO DE ECONOMIA – UFRJ. Estrutura de mercado e desempenho na indústria de transformação brasileira: uma análise utilizando medidas diretas de eficiência. Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2009. Disponível em <http://www.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto2804.pdf>

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEA. Relações comerciais e de investimentos do Brasil com os demais países do BRICS. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em <http://www.scribd.com/doc/71322405/7/Brasil-China>.

IOOTTY, M. E EBELING, F. Coerência corporativa e diversificação via fusões e aquisições: um exame para empresas líderes da indústria manufatureira norte-americana nos anos 90. Nova Economia. Belo Horizonte: Departamento de Ciências Econômicas da UFMG, 2007. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/neco/v17n3/v17n3a05.pdf>

JOHNSTON, J. E DINARDO, J. Econometric Methods. New York: McGraw-Hill, 1997

KON, A. Economia Industrial. São Paulo: Nobel, 1999

KUPFER, D. Trajetórias de reestruturação da indústria brasileira após a abertura e a estabilização. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 1998. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/1998-1_Kupfer.pdf

KUPFER, D. Padrões de concorrência e competitividade. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 1993. Disponível em www.ie.ufrj.br/gic/index.html

KUPFER, D. Mudança estrutural nas empresas e grupos líderes da economia brasileira na década de 90. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2001.

KUPFER, D. A Indústria brasileira após 10 anos de liberalização econômica. Seminário Brasil em Desenvolvimento. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2003. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/a_industria_brasileira_apos_10_anos_de_liberalizacao_comercial.pdf

KUPFER, D. e HASENCLEVER, L. (orgs.) Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil, Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LANGLOIS, R. N.; ROBERTSON, P. L. Firms, markets and economic change. London: Routledge, 1995

LIEBESKIND, J.P.; OPLER, T. C. E HATFIELD, D. Corporate restructuring and the consolidation of US industry. The Journal of Industrial Economics, 1996.

MADDALA, G. S. Introduction to Econometrics. New York: Macmillan Publishing Company, 1988

MARION, P. J. E VIEIRA, G. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). Revista Administração. Santa Maria: Universidade Federal de Santa Maria, 2010. Disponível em <http://cascavel.ufsm.br/revistas/ojs-2.2.2/index.php/reaufsm/article/viewFile/2243/1370>

MESCHI, M. Analytical perspectives on mergers and acquisitions: a survey. Londres: Centre of International Business Studies, South Bank University, 1997. Disponível em <http://bus.lsbu.ac.uk/cibs/sites/bus.lsbu.ac.uk.bus.cibs/files/5-97.pdf>

MEDEIROS, B. B. Investimento estrangeiro, transbordamentos e produtividade industrial: teorias, evidências e políticas aplicadas ao caso brasileiro. Porto Alegre: Programa de Pós-graduação em Economia da UFRGS, 2008. Disponível em http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/PesquisaObraForm.do?select_action=&co_autor=63508

MONTES, G. E REIS, A. Investimento público em infraestrutura no período pós-privatizações. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2011. Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v20n1/v20n1a07.pdf>

MORAES, R. A política monetária de Real. In: PORTUGAL, M. A economia do Real. Porto Alegre: Ortiz, 1996. Cap. 2, p. 21-56.

MIRANDA, J. C. e MARTINS, L. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. Economia e Sociedade, 2000. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2000. Disponível em

<http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/economia-e-sociedade/V9-F1-S14/03-Miranda.pdf>

MIRANDA, J. C. Abertura comercial, reestruturação industrial e exportações brasileiras na década de 1990. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2001. Disponível em http://desafios2.ipea.gov.br/pub/td/2001/td_0829.pdf

NAKAGAWA, F E GRANER, F. Investimento externo soma US\$ 50 bi até setembro e é o maior desde 1947. Estadão. São Paulo, 25 out. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/economia,investimento-externo-soma-us-50-bi-ate-setembro-e-e-o-maior-desde-1947,89558,0.htm>.

PAINCEIRA, P. P. E CARCANHOLO, M. D. Abertura financeira e vulnerabilidade externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina. Curitiba: Anais do VII Encontro Nacional de Economia Política, 2002. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/abertura_financeira_e_vulnerabilidade_externa_na_america_latina.pdf

PASIN, R. E MATIAS, A. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. Revista de Administração da Universidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2001. Disponível em http://www.cepefin.org.br/publicados_pdf/a_geracao_sinergias.pdf

PENROSE, E. T. (1959). The theory of the growth of firm. Oxford: Basil Blackwell, 1966.

PENROSE, E. T. A economia da diversificação. Revista de Administração de Empresas. Rio de Janeiro, 1979. Disponível em http://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75901979000400002.pdf

PINHEIRO, A. C. A privatização no Brasil : o caso dos serviços de utilidade pública. Rio de Janeiro, BNDES, 2000.

PINHO, M. E SILVEIRA, J. M. Os efeitos da privatização sobre a estrutura industrial da siderurgia brasileira. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 1998. Disponível em http://www.eco.unicamp.br/Downloads/publicacoes/economia_sociedade/revista_10/04_Ze_Maria.pdf

PORTUGAL, MARCELO SAVINO. O combate a inflação no Brasil: do cruzado ao real. In: A economia do real: uma análise da política econômica de estabilização no período 1994-1996. Porto Alegre : Ortiz, 1996. p. 9-20 : il.

RESENDE, M. Medidas de concentração industrial: uma resenha. Revista Análise Econômica, 1994.

ROCHA, F. e KUPFER, D. Evolução das empresas líderes brasileiras na década de 90. Rio de Janeiro, 2002

ROCHA, F. Os Impactos das fusões e aquisições sobre a concentração industrial: o caso brasileiro, 1996-2000. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 2003. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/os_impactos_das_fusoes_e_aquisicoes.pdf

ROCHA, F.; IOOTY, M.; FERRAZ, J. C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: a ótica das empresas adquiridas. Revista de Economia Contemporânea, 2001

RODRIGUEZ, M. S. Concentração das atividades industriais no Brasil. Tese de Mestrado. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da UFRJ, 1999.

STEINDL, J. (1952). Maturidade e estagnação no capitalismo americano. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SICSÚ, J. Definições, primeiros resultados e perspectivas da política econômica do governo Lula. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2003. Disponível em http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/definicoes_primeiros_resultados_perspectivas.pdf

VELASCO, L. A economia política das políticas públicas: as privatizações e a reforma do estado. Rio de Janeiro: Departamento Econômico do BNDES, 1997. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/Td/Td-55.pdf

VIEIRA, F. E VERÍSSIMO, M. Crescimento econômico em economias emergentes selecionadas: Brasil, Rússia, Índia, China (BRIC) e África do Sul. Economia e Sociedade. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2009. Disponível em http://www.ie.ufu.br/sites/ie.ufu.br/files/Anexos/Bookpage/Anexos_Artigos_2009_Vieira.pdf

WERNECK, R. Setting up a modern macroeconomic-policy framework in brazil, 1993-2004. Rio de Janeiro. Departamento de Economia da PUC-Rio, 2008. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td557.pdf>

WERNECK, R. A deterioração do regime fiscal no segundo mandato de Lula e seus desdobramentos. Rio de Janeiro. Departamento de Economia da PUC-Rio, 2010. Disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td587.pdf>

WOOLDRIDGE, J. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. São Paulo: Thomson Learning, 2007

WILLIAMSON, O. E. Markets and hierarchies – analysis and antitrust implications: a study in the economics of internal organization. New York: The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O. E. The economics institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

7. ANEXO

Tabela 9 - Número de F&A entre 1980 e 2010

Ano	Nº de Operações
1994	175
1995	212
1996	328
1997	372
1998	351
1999	309
2000	353
2001	340
2002	227
2003	230
2004	299
2005	363
2006	473
2007	699
2008	663
2009	454
2010	726

Fonte: KPMG

Tabela 10 - IPCA anual entre 1980 e 2010 (%)

Ano	IPCA
1990	1.620,97
1991	472,70
1992	1.119,10
1993	2.477,15
1994	916,46
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22
1998	1,66
1999	8,94
2000	5,97
2001	7,67
2002	12,53
2003	9,30
2004	7,60
2005	5,69
2006	3,14
2007	4,46
2008	5,90
2009	4,31
2010	5,91

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Tabela 11 - IDE entre 1980 e 2010 (US\$ Milhões)

Ano	Investimento Direto Estrangeiro
1990	988,80
1991	1.102,20
1992	2.061,00
1993	1.290,90
1994	2.149,90
1995	4.405,12
1996	10.791,69
1997	18.992,93
1998	28.855,61
1999	28.578,43
2000	32.779,24
2001	22.457,35
2002	16.590,20
2003	10.143,52
2004	18.145,88
2005	15.066,29
2006	18.822,21
2007	34.584,90
2008	45.058,16
2009	25.948,58
2010	48.461,57

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen)

Tabela 12 - SELIC entre 1980 e 2010 (% ao ano)

Ano	Taxa - Fim do Período	Taxa Média
1996	23,00	24,41
1997	40,92	22,76
1998	29,00	24,33
1999	19,00	24,76
2000	15,75	17,60
2001	19,00	17,46
2002	25,00	19,22
2003	16,50	23,51
2004	17,75	16,38
2005	18,00	19,14
2006	13,25	15,32
2007	11,25	12,03
2008	13,75	12,45
2009	8,75	10,13
2010	10,75	9,90

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen)

Tabela 13 - Corrente de Comércio Anual entre 1980 e 2010 (US\$ Milhões)

Ano	Exportações	Importações	Corrente de Comércio
1990	179,40	92,80	272,20
1991	216,80	148,20	365,00
1992	292,80	184,80	477,60
1993	269,50	196,50	466,00
1994	320,60	196,40	517,00
1995	346,80	279,20	626,00
1996	294,30	246,50	540,80
1997	299,90	218,00	517,90
1998	272,60	227,30	499,90
1999	370,40	253,10	623,50
2000	400,80	209,50	610,30
2001	466,50	275,40	741,90
2002	574,50	360,30	934,80
2003	655,40	389,40	1.044,80
2004	985,40	584,40	1.569,80
2005	1.152,31	1.056,12	2.208,43
2006	1.180,46	973,02	2.153,48
2007	1.096,47	957,40	2.053,87
2008	1.355,47	941,88	2.297,35
2009	1.769,00	1.724,79	3.493,80
2010	1.418,12	1.720,25	3.138,37

Fonte: Banco Central do Brasil (Bacen)

Tabela 14 - Variação anual real do PIB brasileiro (%)

Ano	PIB
1990	(4,35)
1991	1,03
1992	(0,47)
1993	4,67
1994	5,33
1995	4,42
1996	2,15
1997	3,38
1998	0,04
1999	0,25
2000	4,31
2001	1,31
2002	2,66
2003	1,15
2004	5,71
2005	3,16
2006	3,96
2007	6,09
2008	5,16
2009	(0,64)
2010	7,49

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Tabela 15 - Risco-país entre 1980 e 2010 (%)

Ano	EMBI médio
1994	948,72*
1995	1.117,58
1996	690,29
1997	445,02
1998	800,43
1999	1.036,07
2000	727,37
2001	889,76
2002	1.372,40
2003	836,54
2004	541,84
2005	399,04
2006	234,97
2007	180,55
2008	300,77
2009	306,00
2010	203,48

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do JP Morgan