

As Grandes Empresas nos Anos 90: Respostas Estratégicas a um Cenário de Mudanças

Nelson Siffert Filho
Carla Souza e Silva*

* Respectivamente, subchefe da Secretaria de Desenvolvimento Regional do BNDES e estagiária de economia da Área de Planejamento.

Resumo

O objetivo deste artigo é analisar as transformações ocorridas nas maiores empresas da economia brasileira ao longo dos anos 90, tendo por base o exame da estrutura de propriedade. Importantes compromissos estratégicos são selados a partir dos arranjos societários. Dessa maneira, são avaliados, sob o prisma microeconômico, dois processos complementares e inter-relacionados: as fusões e aquisições ocorridas no período 1991-1998, bem como as mudanças no controle societário das 100 maiores empresas no mesmo período. Para tal, são utilizados como referência teórica os conceitos associados à teoria da governança corporativa.

1. Introdução

Este artigo analisa as transformações ocorridas nas maiores empresas da economia brasileira ao longo dos anos 90, tendo por base o exame da estrutura de controle societário. Sob o prisma microeconômico, são avaliados os movimentos de natureza estratégica dessas empresas, a partir de dois processos complementares e inter-relacionados: as fusões e aquisições ocorridas no período 1991-1998, bem como as mudanças no controle das 100 maiores empresas no mesmo período.

Embora as respostas estratégicas se dêem em diversas dimensões – como por meio de processos de internacionalização, diversificação e inovação –, a análise está centrada na estrutura de propriedade das maiores empresas, levando-se em conta que essa dimensão sela importantes compromissos de natureza estratégica.

Em face das dificuldades em se obter informações sobre diversas transações de fusões e aquisições na economia brasileira, valemo-nos de dados levantados junto à KPMG, à Porvenir Online e ao BNDES. Além disso, como não foram informados os valores de algumas transações, realizamos várias estimativas, de modo que o total de fusões e aquisições ocorridas no Brasil no período assinalado foi calculado em US\$ 142 bilhões, incluindo as privatizações, que responderam por mais de 50% desse total. Dessa forma, examinaremos também as implicações das privatizações ocorridas nesse período em diversos setores da economia, como telecomunicações, energia e siderurgia.

De maneira complementar, examinamos a composição do controle societário das 100 maiores empresas na economia brasileira nos anos de 1990, 1995, 1997 e 1998. A partir da *fotografia* do controle acionário nesses anos, buscamos inferir as principais mudanças acontecidas nas empresas no tocante à natureza da propriedade. Em particular, examinamos em que medida os grupos familiares nacionais mantiveram ou expandiram suas atividades em uma década marcada tanto pela saída do setor público de parcelas expressivas do aparelho produtivo, quanto pelo avanço de *novos* agentes, como os investidores institucionais, de origem nacional e estrangeira. Nesta abordagem, a tipologia utilizada foi a de controle societário, apresentada pelos professores da Copenhagen Business School.

O cenário com que as empresas analisadas depararam-se nos anos 90 foi marcado pelas mudanças estruturais da economia brasileira – abertura comercial, estabilização monetária e a já mencionada privatização. Mudou, assim, profundamente o ambiente concorrencial, e mesmo institucional, que tais empresas, que chegaram ao final dos anos 80 em posição de destaque nacional, tiveram de enfrentar. A situação de estagnação e de alta inflação – marcante nos anos 80 – permaneceu na primeira metade dos anos 90, mas novos ingredientes foram adicionados ao ambiente competitivo, em especial a partir de 1994, mudando-o radicalmente.

A estratégia corporativa envolve um aspecto básico: a escolha do negócio no qual a corporação deve atuar. Nessa visão, a principal preocupação diz respeito ao posicionamento da corporação no mercado a longo prazo, levando-se em conta seus recursos internos. Entre as estratégias adotadas, destacam-se: a *diversificação* e a *especialização*. A diversificação tanto pode se dar para mercados e ou tecnologias relacionados com as atividades correntes da corporação como para mercados e ou tecnologias não relacionados às capacidades desenvolvidas. Neste caso, chama-se de “diversificação conglomerada”. Já a especialização pode ser entendida como a busca da centralização dos negócios em apenas um *core business*. Diversificação e especialização são, portanto, movimentos antagônicos sob o ponto de vista estratégico, uma vez que delimitam de forma diferenciada o espaço concorrencial. A especialização busca focar as capacidades, concentrando o risco, ao passo que a diversificação busca reduzir o risco, com maior ou menor sinergia com os negócios correntes da corporação.

As empresas, além de definirem em que mercado devem se posicionar, qual padrão de concorrência e quais as características tecnológicas do produto e do processo de produção com que se vão deparar, precisam desenvolver estruturas organizacionais para coordenar suas ações e dar cabo de suas estratégias. São constituídas para tal estruturas de governança que determinam os limites verticais das empresas [Williamson (1985)]. A partir dos atributos das transações coordenadas, são desenvolvidos ativos – de natureza humana, física, locacional, temporal e ou dedicada – com alta especificidade e capazes de promover economicidade às ações das empresas. Assim, são produzidas capacidades, de modo que a empresa passa a incorporar conhecimentos tácitos, levando à constituição de estruturas organizacionais complexas.

As alianças estratégicas, em geral, têm por base o desenvolvimento de ativos específicos. Há exemplos óbvios, como o de empresa fornecedora de gás que implanta uma unidade industrial destinada a um determinado cliente, com ativos dedicados no sentido técnico e locacional. Há também formas mais sutis, como o acordo de acionistas, em que cláusulas de saída do acordo, nomeação de diretores e relativas a investimento dão forma a alianças de longo prazo envolvendo negócios e interesses comuns.

No caso brasileiro, entre as características mais marcantes do processo de mudança das empresas nos anos 90 podem ser ressaltados dois aspectos: a expansão do padrão de controle societário, com base no compartilhamento do controle entre sócios nacionais e estrangeiros, e a formação de alianças estratégicas entre grupos nacionais.

Levando-se em conta essas variáveis de natureza estratégica e organizacional e a partir do exame do mercado corporativo, entendido como o espaço privilegiado das ações estratégicas, buscaremos, ao longo deste artigo, recuperar traços marcantes na configuração das maiores empresas na economia brasileira. Na seção seguinte, são apresentadas as estimativas do processo de fusões e aquisições no período 1991-1998, a participação das privatizações, bem como algumas características desse processo – por exemplo, setores mais atuantes, nacionalidade do capital comprador e algumas inferências sobre o grau de concentração em alguns subsetores. Posteriormente, tomando como referência a tipologia de controle societário apresentada por Thomsen e Pedersen (1997), são examinadas as transformações nas 100 maiores empresas da economia brasileira em termos de receita operacional líquida, independentemente de o controle ser nacional, estrangeiro ou estatal. Por fim, busca-se, à guisa de conclusão, e a partir da visão conjunta das fusões e aquisições e da mudança no controle das 100 maiores empresas, realçar as principais transformações ocorridas nas empresas brasileiras ao longo de boa parte dos anos 90.

2. Fusões e Aquisições no Brasil (1991-1998)

As fusões e aquisições se referem às transações que são realizadas visando à junção de duas ou mais empresas em uma única firma (fusão) ou à compra de participação acionária em uma empresa já existente, sem que isso implique necessariamente seu controle por meio da posse total das ações (aqui-

sição). Dessa forma, embora os valores das transações relacionadas a fusões e aquisições sejam de natureza distinta, sua avaliação conjunta permite obter, em um dado período e numa determinada região, uma *proxy* do mercado corporativo, no qual as mercadorias são as próprias firmas.

Ao definir suas estratégias de diversificação e de posicionamento no mercado, as firmas se deparam com *trade offs* entre os custos de transação associados a uma operação de fusões ou aquisições e os benefícios decorrentes dessa estratégia. O movimento de fusão e aquisição remete, portanto, à questão central da economia dos custos de transação, ou seja, qual o limite que uma firma deve ter? Até que ponto ela deve internalizar determinadas atividades, aumentando a abrangência das transações sob sua coordenação direta, *vis-à-vis* ter acesso ao produto dessas atividades com a realização de transações mercantis?

A especificidade dos ativos, juntamente com outros atributos das transações – como a frequência com que são realizadas e o grau de incerteza associado –, nos fornece importantes indicadores para o escopo da firma, segundo a teoria dos custos de transação. Todavia, como esta abordagem está inserida na chamada nova economia institucional, deve-se levar em conta que as organizações corporativas (estruturas de governança) têm seu escopo determinado também pelo ambiente institucional.

Por seu turno, o ambiente institucional veio sendo significativamente alterado. O processo de globalização, na medida em que ampliou os mercados por meio de quedas das barreiras aos fluxos de bens, serviços e capitais, alterou também o ambiente institucional no qual as empresas estavam acostumadas a operar. Além disso, levou ao acirramento da concorrência interempresarial não apenas no Brasil, mas também no mundo. Dessa maneira, a evolução das fusões e aquisições deve ser entendida como resposta estratégica das corporações ao surgimento desse novo ambiente institucional e concorrencial proporcionado pelo processo de globalização. As principais conseqüências dessa evolução são o aparecimento de megacorporações, a concentração produtiva e a elevação das escalas mínimas de produção em diversos setores.

Entre as principais motivações do movimento de fusões e aquisições, destacam-se:

- a penetração em novos mercados, em curto período de tempo;
- a consolidação do *market share* a nível global;
- as oportunidades de investimento, em função da desregulamentação dos mercados;
- a alteração no padrão tecnológico, proporcionando amplas escalas de produção e a redução de custos;
- a obtenção de sinergias de natureza tecnológica, financeira, mercadológica e organizacional; e
- a possibilidade de ganhos de natureza financeira.

Desde 1990, tem sido significativo o crescimento de fusões e aquisições em âmbito mundial. Entre 1994 e 1998, esse processo evoluiu a uma taxa anual de 43%, em média, alcançando, ao final do período, um montante de transações acima de US\$ 2 trilhões.

Entre as maiores fusões e aquisições ocorridas no mundo, parte significativa refere-se às corporações norte-americanas. A maior transação, anunciada em novembro de 1998, entre a Exxon e a Mobil, chegou a US\$ 86,3 bilhões (soma do valor de mercado das duas empresas). Há outros exemplos expressivos, acima do patamar de US\$ 50 bilhões, como a operação entre o Travelers Group e o Citibank (US\$ 72 bilhões), entre a AT&T e a TeleCom (US\$ 70 bilhões) e entre a BP e a Amoco (US\$ 55 bilhões). Verifica-se, no cenário internacional, o predomínio de transações nos setores financeiro, de telecomunicações e de petróleo.

Outra dimensão a ser considerada é a relação entre o movimento de fusões e aquisições e o investimento direto estrangeiro. De acordo com a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento [Unctad (1998)], o processo de fusões e aquisições é o principal motor dos fluxos de investimento direto estrangeiro. Só em 1997, as transações transfronteiriças – envolvendo empresas de diferentes nacionalidades – representaram 85% dos fluxos de investimento direto estrangeiro [Unctad (1998)], tendo crescido a uma taxa de 21% a.a. no período 1987-1990, de 30,2% a.a. no período 1991-1995 e de 45,2% a.a. entre 1996 e 1997.

No Brasil, o ingresso do investimento direto estrangeiro também está fortemente associado ao processo de privatizações e ao movimento de fusões e aquisições. Os investimentos destinados à aquisição de empresas estatais

chegaram a US\$ 2,6 bilhões em 1996, dobrando em 1997 para US\$ 5,2 bilhões, representando 28% desses investimentos observados no país nesses anos [Laplane e Sarti (1999)]. Já as operações de fusão e aquisição, incluindo o setor privado, foram responsáveis por 30% da entrada desse tipo de investimento em 1995 e por 32,5% em 1996.

Ressalte-se, contudo, que, com relação ao movimento de fusões e aquisições propriamente dito no Brasil, há uma relativa precariedade de informações. Em termos de número de transações, o Gráfico 1 apresenta a evolução no período 1992-1998. A estimativa é que o valor das fusões e aquisições no Brasil, no período 1991-1998, tenha sido da ordem de US\$ 142 bilhões, incluindo as privatizações, que responderam por 51,7% desse total. De acordo com a KPMG (1998), somente em 1998 essas transações movimentaram uma soma estimada entre US\$ 35 bilhões e US\$ 40 bilhões.

O Gráfico 2 apresenta uma estimativa dos valores movimentados em processos de fusão e aquisição no Brasil por setor de atividade, enquanto a Tabela 1 mostra os números de transações por setor. Conforme se observa nesse gráfico, as fusões e aquisições ocorridas em quatro setores (de ener-

GRÁFICO 1
Número de Fusões e Aquisições de Empresas no Brasil entre 1992 e 1998

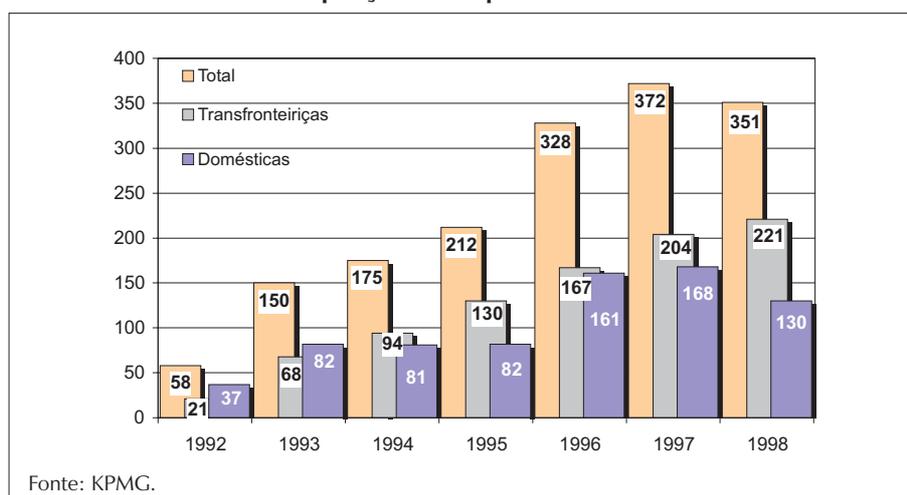


GRÁFICO 2
Valor das Transações de Fusão e Aquisição no Brasil entre 1992 e 1998, por Setor de Atividade (US\$ Milhões)

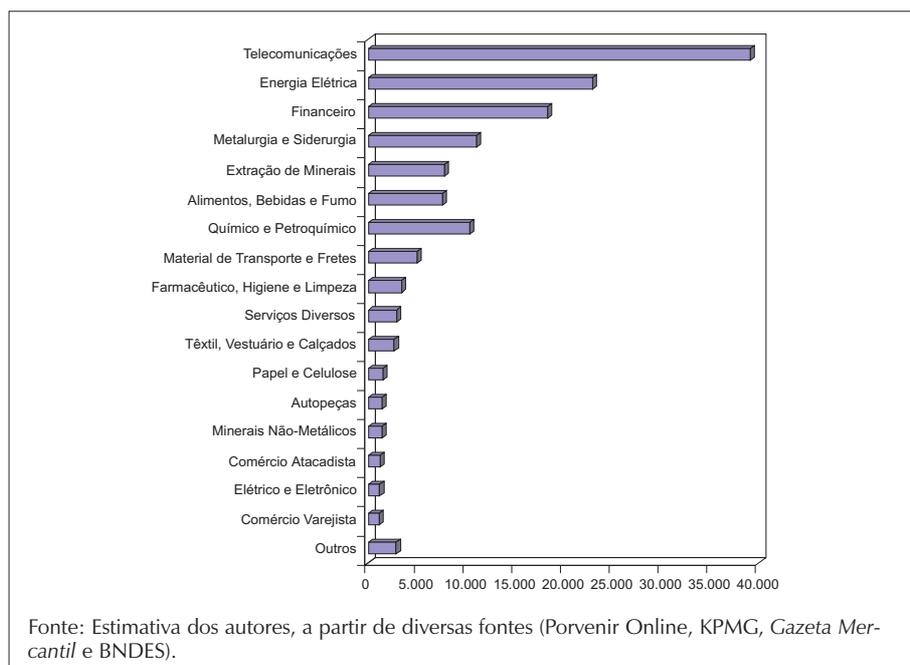


TABELA 1
Número de Transações de Fusões e Aquisições Efetuadas entre 1992 e 1998, por Setor de Atividade

<i>Principais Setores</i>	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Total
Alimentos, Bebidas e Fumo	12	28	21	24	38	49	36	208
Financeiro	4	8	15	20	31	36	28	142
Químico e Petroquímico	4	18	14	13	18	22	25	114
Metalurgia e Siderurgia	11	13	11	9	17	18	23	102
Elétrico e Eletrônico	2	7	5	14	15	19	9	71
Telecomunicações	1	7	5	8	5	14	31	71
Outros	24	69	104	124	204	209	193	938
Total das Fusões	58	150	175	212	328	372	351	1.646

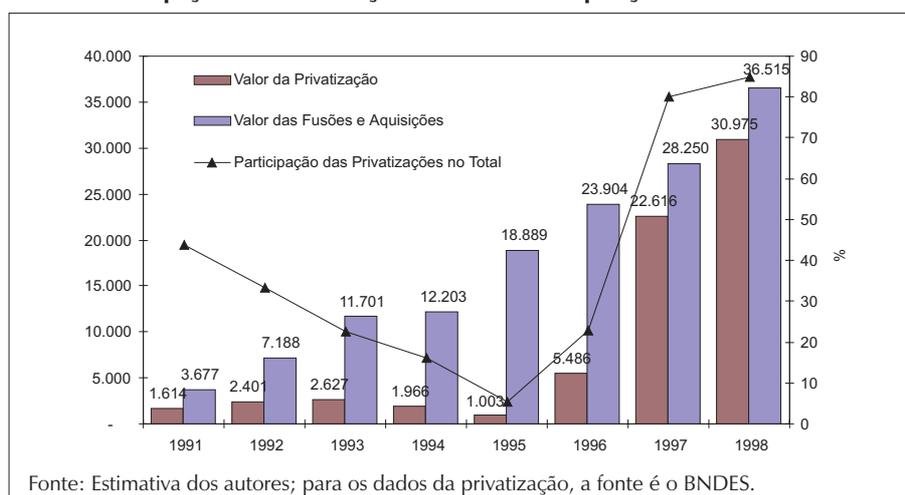
Fonte: KPMG, *apud* Favaret (1999).

gia elétrica, de telecomunicações, financeiro e siderúrgico) representaram cerca de 60% do total observado no período. A privatização de empresas estatais em setores intensivos em capital justifica os valores mais elevados das transações, embora, ao se observar o número das transações efetuadas, os setores mais dinâmicos sejam o de alimentos, bebidas e fumo, o financeiro e o químico e petroquímico.

Os setores intensivos em capital são aqueles que apresentam o maior valor das transações efetuadas. Como as privatizações desses setores decolaram, sobretudo no biênio 1997-1998, verifica-se um aumento de sua participação nos movimentos de fusão e aquisição, tendo correspondido a cerca de 80% do total nesses anos (Gráfico 3).

Em termos de valor, há o predomínio dos setores de telecomunicações, de energia e de siderurgia. Com relação ao controle acionário, observa-se que a maioria das empresas passou a ter o controle compartilhado misto, ou seja, um arranjo societário no qual estão presentes sócios nacionais e estrangeiros. Destaca-se também a presença de consórcios nacionais, com participação expressiva de fundos de pensão. Essas questões serão abordadas mais adiante.

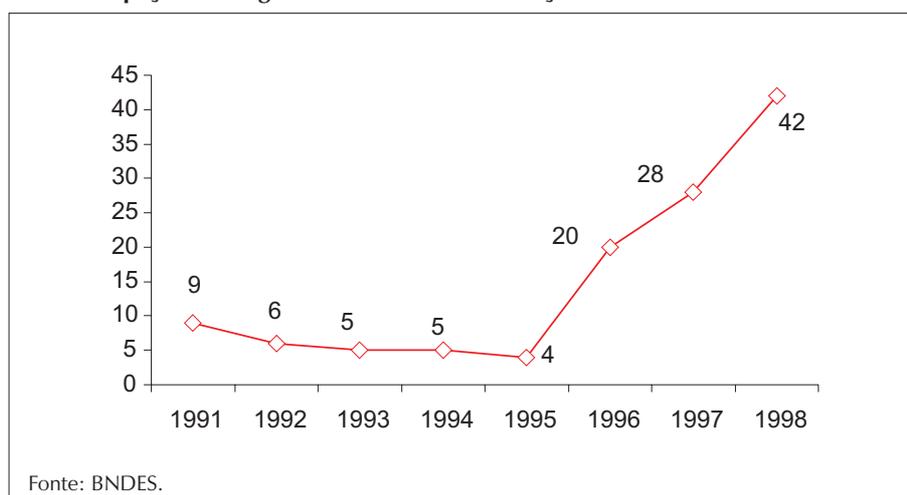
GRÁFICO 3
Participação das Privatizações nas Fusões e Aquisições (US\$ Milhões)



Já em termos de participação do capital estrangeiro na privatização, observa-se, no Gráfico 4, o crescimento significativo após 1995, quando ela se elevou de cerca de 4% para 42% do total realizado no período 1991-1998. Contudo, apesar dessa crescente participação das empresas estrangeiras no processo de privatizações, bem como no movimento de fusões e aquisições como um todo, cabe destacar que a atuação das empresas nacionais nesse processo está longe de ser tímida. Elas enxergaram no processo de privatizações e no interesse estrangeiro pelas empresas privatizadas boas oportunidades de diversificação de suas atividades. Essas empresas formaram alianças e parcerias entre si e com as empresas estrangeiras, por meio do que são alavancados recursos, bem como tecnologia e *know-how*.

Como exemplo de aliança estratégica entre grupos nacionais, podemos citar o caso do Grupo Votorantim, que formou um consórcio com o Grupo Camargo Correa e o Bradesco, o VBC, para participar nas privatizações do setor de energia. Através desse consórcio, foi arrematada, em conjunto com fundos de pensão, a CPFL em 1997. Em 1998, a CPFL, sob controle do consórcio VBC, se associou à Eletricidade de Portugal e comprou a Eletropaulo. Além disso, pode-se destacar sua atuação no setor de cimento, ao efetuar uma série de aquisições de empresas de menor porte, visando man-

GRÁFICO 4
Participação Estrangeira no Total das Privatizações – Valores Acumulados (%)



ter a liderança no setor. Já o Grupo Camargo Correa formou parcerias com outros grupos de construção pesada para a administração de concessões de vias de transportes (Via Lagos e Ponte S.A.) e também se utilizou do movimento de fusões e aquisições para entrar no mercado cimenteiro, atividade complementar ao *core business* do grupo (construção pesada).

Outro exemplo é o Grupo Inepar, cujas atividades estavam centradas nos setores de montagem industrial e equipamentos elétricos e que, através da aquisição de empresas, ampliou sua participação nesses setores. Adquiriu a Sade Vigesa, promovendo sua fusão com a FEM (Companhia Siderúrgica Nacional – CSN) e formando a Inepar-FEM, a maior empresa de montagens industriais do país. Atualmente, a Inepar-FEM tem uma parceria com a alemã Noell Stahh para a agregação de tecnologia na área de movimentação de cargas portuárias. Além disso, utilizou-se da formação de outras parcerias para diversificar suas atividades, avançando sobre os setores de energia elétrica (operação de hidrelétricas) e telecomunicações, a partir das oportunidades abertas pelas privatizações. Como exemplo, pode-se citar a participação do grupo no consórcio Global Telecom, juntamente com a Motorola (dos Estados Unidos), a Nissho Iwai e o DDI (do Japão) e o grupo Suzano, que ganhou a concessão de exploração da Banda B de telefonia celular nos estados de Santa Catarina e Paraná.

Esses não são casos isolados e decorreram do desempenho da economia brasileira nos últimos anos, que proporcionou um ambiente favorável ao crescimento da participação estrangeira nas privatizações, à medida que se consolidava a estabilidade monetária. Essa tendência, aliada ao posicionamento mais aberto do empresariado nacional, fez germinar alianças como as mencionadas.

Numa perspectiva setorial, observa-se nos anos 90 em alguns setores, como alimentos, bebidas e fumo e comércio varejista, movimentos de fusões e aquisições envolvendo, exclusivamente, partes privadas. Naturalmente, o processo de abertura teve impacto na intensidade desse movimento em tais setores, mas foi um processo diferente do que ocorreu nos setores de energia, telecomunicações, siderurgia e petroquímica, nos quais a reestruturação em termos de fusões e aquisições se deu a partir da saída do Estado dessas atividades produtivas. O setor financeiro também passou por transformações substanciais, em função da desregulamentação.

Vejamos, então, os traços principais dessas mudanças de controle societário decorrentes do movimento de fusões e aquisições, sob a ótica setorial.

Há setores nos quais esse movimento se deu predominantemente entre partes privadas, não havendo nenhum estímulo externo à própria dinâmica do setor. Nesse grupo estão inseridos os setores de alimentos, bebidas e fumo, comércio varejista, autopeças, farmacêutico, automobilístico, têxtil e vestuário, cimento, entre outros, em que não houve intervenção direta do Estado nas transações. Concentraremos nossa análise nos dois primeiros setores, uma vez que foram bastante dinâmicos nos seus movimentos (considerando-se o número de transações ocorridas) e estão inter-relacionados.

Um dos fatores que impulsionaram as fusões e aquisições no setor de alimentos foram os movimentos à jusante da cadeia, ocorridos no setor de comércio varejista, em especial, no segmento de super e hipermercados. Dessa maneira, pode-se, entre outras observações, afirmar que as fusões e aquisições ocorridas no setor de alimentos, bebidas e fumo foram uma resposta dos produtores em busca de maior poder de barganha com relação aos seus distribuidores, e vice-versa. São movimentos correlacionados que, em alguma medida, se auto-impulsionam.

É claro que esses movimentos nos dois setores também apresentam características peculiares. No caso do setor de alimentos, de acordo com Favaret (1999), podem ser identificados outros fatores de estímulo, como a saturação dos mercados nos países desenvolvidos, levando as empresas estrangeiras a buscar novos mercados; o aumento dos custos com propaganda (devido ao acirramento da concorrência, a questão da marca se tornou imperativa); a focalização nos negócios principais; e a entrada em mercados regionais e locais.

No setor de alimentos, bebidas e fumo, o volume de transações tem refletido a busca do aumento de poder de mercado, principalmente através da diversificação e da atuação em diferentes segmentos. Os maiores atores desse processo são as empresas estrangeiras. De acordo com Rodrigues (1999, p. 21):

“Os investimentos estrangeiros nessas indústrias se dão na forma de fusões e/ou aquisições de empresas para tentar expandir a capacidade de produção/vendas

das corporações, e saltar etapas na conquista de novos mercados. A aquisição de ativos intangíveis, como marcas, redes de fornecedores/distribuidores, é fator-chave para o crescimento das empresas nesses setores em que a dinâmica concorrencial é pautada por estratégias mercadológicas, em função da crescente segmentação do consumo. As F&A são, muitas vezes, mais eficazes e preferíveis ao crescimento orgânico das corporações em mercados regionais dominados por marcas consagradas.”

Das 208 transações ocorridas no setor entre 1992 e 1998, cerca de 60% envolveram empresas estrangeiras na ponta compradora. Uma das consequências é que, dentre as 20 maiores empresas do setor em 1991, apenas duas eram estrangeiras, enquanto em 1998 o número de estrangeiras entre as 20 maiores ascendia a 13 empresas [*Gazeta Mercantil* (1998)]. Não obstante, como ressalta Rodrigues (1999), ainda há o predomínio de empresas brasileiras no setor, que estão concentradas principalmente nos segmentos de frigoríficos e processamento de grãos.

Merecem destaque aqui as estratégias adotadas pela Parmalat, Danone, Nabisco e Bunge y Born. As três primeiras vêm adotando estratégias de “diversificação especializada” [Faveret (1999)], isto é, ao mesmo tempo que diversificam suas atividades para subsetores como massas e biscoitos, sucos e chás, derivados de tomate, mantêm-se na atividade principal, de alimentos e bebidas. Para tanto, a Parmalat, por exemplo, fez mais de 25 aquisições de empresas nesse período, dentre as quais a Batávia, a Mococa, a Etti e a Neugebauer.

Dois fatos ainda podem ser citados como tendo contribuído para a ampliação do investimento estrangeiro no setor no Brasil: o crescimento do consumo de alimentos proporcionado pelo aumento do poder aquisitivo após a estabilização monetária e o acréscimo das margens de lucro de certos segmentos, com a abertura comercial. Segundo Rodrigues (1999), países onde ocorre má distribuição de renda, como o Brasil, há alta elasticidade-renda na demanda por alimentos, fato que traz boas perspectivas para o mercado brasileiro. Com relação ao aumento das margens de lucros, a autora menciona o caso do segmento de cervejas, que com a abertura e a valorização cambial viu seus custos serem reduzidos, uma vez que parte dos insumos usados na produção de cerveja é importada (o lúpulo e o colúlim). Nesse segmento, a entrada de concorrentes estrangeiros se deu pela

associação de empresas estrangeiras com as nacionais (Miller-Brahma e Anheuser-Bush¹), não sendo forte a concorrência através de importações.

Além do aumento da participação estrangeira, o processo de fusões e aquisições contribuiu para a elevação do grau de concentração do setor. Em 1991, tomando-se por base a classificação de alimentos, bebidas e fumo da revista *Balanço Anual*, da *Gazeta Mercantil* (1998), numa amostra de 338 empresas, as 20 maiores respondiam por 42% da receita operacional líquida do setor em 1998, enquanto em uma amostra de 252 empresas as 20 maiores responderam por 67% do total da receita.

Também os movimentos de fusões e aquisições ocorridos no setor de comércio varejista se caracterizaram pela busca de empresas estrangeiras por maior participação no promissor mercado brasileiro. Nesse sentido, pode-se destacar as estratégias do Carrefour e do Sonae.

O Carrefour, líder no mercado nacional, recentemente incorporou à sua estratégia de expansão as aquisições, tendo adquirido a rede Eldorado e algumas unidades das Lojas Americanas. O grupo português Sonae, que entrou no mercado nacional em 1989, é atualmente a quinta maior rede de supermercados do Brasil, de acordo com a *Gazeta Mercantil* de 11.5.99). Esse rápido crescimento foi obtido por meio da incorporação de diversas redes localizadas principalmente na Região Sul, sendo as mais importantes a do Mercadorama, do Coletão, do Real, do Extra Econômico, do Nacional e da Cândia. Das empresas estrangeiras atuantes no Brasil, apenas a Wal Mart (dos Estados Unidos) ainda não adotou a estratégia de fusões e aquisições para sua expansão, tendo focado sua atuação mais nas suas capacidades de logística e tecnologia de informação.

O Bompreço – grupo com atuação concentrada na Região Nordeste – é um caso a ser destacado. Associou-se ao grupo holandês Royal Ahold em 1996, através do compartilhamento de seu controle societário. A partir de então, passou a adotar uma estratégia agressiva de aquisições, com o objetivo de fortalecer sua posição, principalmente nos mercados do Norte e Nordeste, tendo comprado as redes de supermercados Supermar e Petipreço, reforçando sua posição.

¹ Atualmente, essas parcerias estão sendo desfeitas depois da anunciada fusão entre a Brahma e a Antarctica.

O que se nota nas estratégias desses grupos ao adotarem a prática de fusões e aquisições é a busca de maior participação em mercados regionais e de maiores escalas. Como o Brasil tem grandes dimensões, são poucos os grupos de comércio varejista com atuação nacional. Também não é visível a diversificação dos grupos para outros segmentos do varejo além daqueles de tradicional atuação, por meio da aquisição de empresas de diferentes segmentos. O que vem ocorrendo, em particular no segmento de super e hipermercados, é que as empresas vêm buscando diversificar a oferta de produtos, cada vez mais passando a vender roupas, remédios e outros artigos, só que essa diversificação não tem relação direta com o movimento de fusões e aquisições. No sentido estrito, esse movimento no setor, portanto, se reflete em estratégias de especialização (no segmento de atuação), na busca de maior eficiência e no aumento do *market share*.

No caso das privatizações – com fusões e aquisições decorrentes da iniciativa estatal –, destacam-se os setores de energia, telecomunicações, petroquímica e siderurgia. Nos dois primeiros, o movimento é recente, em particular, no setor de energia, no qual ainda não foram completadas as privatizações. Nos outros dois setores, após a saída do Estado da atividade produtiva, ocorreram movimentos subseqüentes de fusões e aquisições.

Nos setores de energia e telecomunicações, como o fornecimento desses serviços estava concentrado nas mãos do Estado, o processo de privatizações promoveu uma desconcentração e o aumento da concorrência. No setor de energia, muitas empresas, antes de serem leiloadas, foram cindidas e cada empresa resultante tornou-se responsável por uma etapa no fornecimento de energia. Esse foi o caso da Cesp, dividida em Elektro (transmissão) e Cesp (geração). Além disso, para evitar que, passado o processo, ocorressem movimentos de verticalização, as empresas que participarem da etapa de geração não poderão comprar outras da fase de transmissão nem de distribuição, e vice-versa.

Também as empresas de telecomunicações foram reestruturadas antes de serem vendidas. No caso da telefonia celular, formaram-se *holdings*, através de fusões, para atuação em uma determinada região (por exemplo, a Tele Centro-Sul). Os grupos que participam do controle de uma determinada empresa de telefonia celular não podem ter o controle de outra empresa do mesmo segmento e só podem participar do controle de uma de telefo-

nia fixa em uma outra região que não aquela coberta pela empresa de telefonia celular da qual participa. Para estimular a concorrência, foram vendidas concessões de operação da Banda B, no caso de telefonia celular, e de empresas-espelho, no caso da telefonia fixa e de longa distância.

As empresas estrangeiras foram bem ativas nesse processo. Do total de empresas privatizadas nos dois setores, o capital estrangeiro tem participação em cerca de 60% delas, somando-se os casos em que controlam ou compartilham o controle com empresas ou investidores institucionais nacionais. A participação do capital nacional se deu pela formação de parcerias entre si, com empresas estrangeiras e com investidores institucionais. Em geral, as empresas estrangeiras que adquiriram empresas nacionais de energia ou de telecomunicações já atuavam no setor em seus países de origem ou em outros países, ou seja, valeram-se das privatizações para expandir suas áreas de atuação. Já as empresas nacionais buscaram diversificar suas atividades para os setores privatizados, não tendo, de modo geral, experiência prévia nos setores. Dessa maneira, a formação de parcerias e o compartilhamento do controle se mostraram como as melhores alternativas para essas empresas, na medida em que poderiam agregar conhecimento, experiência e recursos.

O Quadro 1 apresenta as privatizações ocorridas no setor de telecomunicações em 1998. Bastante representativo, nele pode-se visualizar a formação dos consórcios, que são parcerias entre as empresas, e, em particular, perceber a atuação das empresas brasileiras nessas estratégias. Cabe também apontar a ativa presença de investidores institucionais – os fundos de pensão. Essas questões serão melhor discutidas na próxima seção.

No setor siderúrgico, as privatizações foram responsáveis pelas principais fusões e aquisições. O processo de privatização brasileiro se encaixa no movimento de desestatizações promovido no setor em âmbito mundial, atrelado à necessidade de reestruturação (taxas de lucro baixas, retração da demanda, excesso de capacidade produtiva), tendo favorecido a internacionalização do capital e a concentração industrial da produção. É de se esperar movimentos no sentido concentrador, uma vez que os grupos envolvidos são os nacionais em busca de maior competitividade tanto no mercado nacional quanto no mercado global.

QUADRO 1
Desestatizações no Setor de Telecomunicações – 1998

<i>Empresa</i>	<i>Valor (US\$ Bilhões)</i>	<i>Compradores (Participação %)</i>	<i>Países (Participação %)</i>
Telesp	4,97	Telefónica S.A e Subsidiárias: 56,6 Telecom de Portugal: 23 Iberdrola Investimentos: 7 Banco Bilbao Vizcaya: 7 RBS Participações: 6,4	Espanha: 70,6 Portugal: 23 Brasil: 6,4
Tele Centro-Sul Participações S.A.	1,77	Timepart Part. Ltda: 62 Stet International: 19 Techold Part. S.A (Opportunity, Previ e Sistel): 19	Brasil: 81 Itália: 19
Tele Norte-Leste Participações S.A.	2,94	Construtura Andrade Gutierrez: 21,20 Inepar S.A Ind. e Const.: 20 Macal Inv. e Partic. S.A.: 20 Fiago Participações S.A (Funcenf): 18,70 Brasileg: 10,05 Cia. de Seguros Aliança: 10,05	Brasil: 100
Embratel Participações S.A.	2,27	MCI International: 100	Estados Unidos: 100
Telesp Celular	3,08	Portelcom Participações (Portugal Telecom)	Portugal: 100
Tele Sudeste Celular Participações S.A.	1,16	Telefónica Internacional: 92,98 Iberdrola Investimentos: 6,98 NTT Mobili Communications: 0,02 Itochu Corporation: 0,02	Espanha: 99,96 Japão: 0,04
Telemig Celular Participações S.A.	0,65	Telesystem International Wireless Inc.: 48 Opportunity: 21 Fundos de Pensão (Previ e Sistel): 18 Outros: 13	Canadá: 48 Brasil: 52
Tele Celular Sul Participações S.A.	0,60	UGB Participações (Globopar e Bradesco) Bitel Participações (Stet Mobile Holding N.V.)	Brasil: 50 Itália: 50
Tele Nordeste Celular Participações S.A.	0,57	UGB Participações (Globopar/Bradesco) Bitel Participações (Stet Mobile Holding N.V.)	Brasil: 50 Itália: 50
Tele Leste Celular Participações S.A.	0,37	Iberdrola Energin S.A. Telefónica Internacional S.A. (Tisa)	Espanha: 100
Tele Centro-Oeste Participações S.A.	0,38	Splice	Brasil: 100
Tele Norte Celular Participações S.A.	0,16	Telesystem International Wireless Inc.: 48 Opportunity: 21 Fundos de Pensão (Sistel e Previ): 18 Outros: 13	Canadá: 48 Brasil: 52

No Brasil, as transações envolvendo fusões e aquisições na siderurgia e na metalurgia – 102 no total, entre 1992-1998 – levaram a um aumento no grau de concentração. Enquanto em 1991 as 20 maiores empresas, em uma amostra de 533 empresas, concentravam 57% da receita operacional

líquida total do setor, em 1997, para uma amostra de 267 empresas, as 20 maiores respondiam por 67%, segundo a revista *Balanço Anual* [*Gazeta Mercantil* (1998)]. É interessante ressaltar que, incluindo os consórcios mistos, as empresas estrangeiras passaram a responder por 45% da receita operacional líquida total do setor, quando respondiam por 36% em 1992.

O programa de privatizações foi o ponto de partida para o processo de reestruturação no setor, que posteriormente agregou outras transações de fusão e aquisição, como foi o caso, por exemplo, da Acesita. Esta foi comprada, em 1993, por um consórcio formado pela Nippon Steel, Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), Bozano, Simonsen e os fundos de pensão Previ e Valia. Em 1996, a Acesita, que já detinha o controle da Aços Villares, adquiriu parcela expressiva do controle da CST (34%). Em 1998, teve parte do seu controle (40%) adquirido pela Usinor – grupo siderúrgico francês. A entrada da Usinor no mercado brasileiro foi motivada pela possibilidade de se expandir no mercado mundial, valendo-se do aproveitamento de sinergias com uma siderúrgica produtora de aço inoxidável e pelo acesso à produção de placas da CST, um insumo estratégico para a Usinor. Por sua vez, a Acesita se beneficiou do acesso à tecnologia e da rede mundial de distribuição da empresa estrangeira.

A Gerdau é outro exemplo nesse processo de fusão e aquisição: adquiriu a Aços Finos Piratini em 1992 e fundiu suas empresas siderúrgicas numa única empresa, a Gerdau S.A. Também obteve participação societária na Açominas e vem internacionalizando suas atividades, criando subsidiárias no Uruguai, na Argentina, no Chile e no Canadá.

De acordo com Andrade *et alii* (1999), as empresas nacionais têm buscado atuar em sinergia com as multinacionais, através de parcerias, para a implantação de melhores práticas e tecnologias. Cita-se como exemplo a *joint venture* montada pela CSN com a Imsa (do México), a Cisa, destinada à construção de uma usina de aços revestidos. Contudo, a entrada de capitais estrangeiros pode ser considerada tímida, restringindo-se a participações minoritárias em algumas empresas, como, por exemplo, as participações da Nippon Steel na Usiminas (18%) e da Kawasaki na CST (20%). Certamente, o ingresso da Usinor no capital da Acesita contribuiu para mudar esse quadro.

Uma característica a ser ressaltada nesse movimento de fusões e aquisições é o papel desempenhado pelos bancos privados no processo de privatização do setor. No momento inicial, tanto no caso da Usiminas como no da CSN, eles foram ativos na formação de consórcios. Todavia, com as dificuldades enfrentadas pelo setor financeiro nos anos 90, aliadas às estratégias de realocação de portfólio, houve um reposicionamento com o ingresso de novos atores. Isso pode ser percebido na saída de bancos – Bamerindus, Bozano, Simonsen e Unibanco – do controle de algumas empresas do setor. Eles entraram nas privatizações de empresas siderúrgicas visando à troca de moedas de privatização por ativos reais, mas a necessidade de investimentos com prazos de retorno mais longos os tem retirado do setor [Andrade *et alii* (1999)]. Entre os novos atores, destaca-se o papel da Camargo Correa na Usiminas.

Outro fato bastante relevante na evolução da composição societária da siderurgia brasileira refere-se à privatização da CSN. O grupo vencedor do leilão foi composto pelo Grupo Vicunha – até então atuante apenas no setor têxtil –, o Banco Bamerindus, fundos de pensão e outros bancos nacionais e investidores externos.

Com a privatização da CVRD em 1997, formou-se uma circularidade, em termos de controle societário, em parcela expressiva do setor siderúrgico nacional. Afinal, a CVRD é detentora de posições acionárias em diversas empresas do setor: Açominas (3% do capital votante), CST (21%), Usiminas (21%) e CSN (10%). O Consórcio Brasil, constituído pela CSN (25,55%), por fundos de pensão (39,29%), Investvale e BNDESPAR (9,47%), Banco Opportunity (16,73%) e Nations Bank (8,97%), adquiriu a Valepar, *holding* que detém 41,73% do capital votante da CVRD, pelo valor de R\$ 3,33 bilhões. Dessa maneira, essa privatização contribuiu fortemente para o aumento das participações cruzadas no setor e reforçou sobremaneira as posições da CSN e dos fundos de pensão, em especial o do fundo de pensão do Banco do Brasil (Previ).

O processo de reestruturação no setor deve continuar levando ainda a um maior aumento da concentração. Seja em função da estrutura societária complexa do setor, que acaba por colocar entraves à competitividade das empresas, seja porque já estão em andamento possíveis redefinições.

No setor petroquímico, o movimento de fusões e aquisições também foi liderado pelo programa de privatizações. As vendas de participações estatais, diferentemente dos demais setores analisados, foram iniciadas na década de 70 e se intensificaram nos anos 90. Dentre as transações realizadas no período 1991-1998, destaca-se a venda das centrais de matérias-primas: a Copene, a Copesul e a PQU. Ao todo, foram 114 operações no período, que refletiram principalmente as estratégias de reafirmação e expansão para o setor petroquímico, como foi o caso dos Grupos Suzano e Odebrecht, Unipar e Mariani.

Foi grande a disputa desses grupos pelas centrais de matérias-primas, estratégicas para a segunda geração, na qual estão concentrados. Alguns grupos aproveitaram as privatizações para diversificar suas atividades para subsetores, como foi o caso do Suzano. O grupo tradicionalmente atua na segunda geração e passou a atuar também na produção de borrachas sintéticas, com a aquisição da Petroflex.

Esse foi um setor fortemente afetado pela abertura econômica, que colocou as empresas brasileiras vulneráveis à maior concorrência estrangeira, constituída de empresas com maiores escalas de produção e, portanto, mais eficientes. Nessa perspectiva, ainda está se processando uma reestruturação no setor, de modo a promover o aumento das escalas e a maior competitividade das empresas nacionais líderes. Esse processo de reestruturação consiste na redefinição das empresas atuantes em cada pólo, isto é, espera-se que os grupos concentrem suas atividades em um determinado pólo, vendendo suas participações em outros para outras empresas. Vital para as empresas nacionais, essa reestruturação tende a gerar novos movimentos de fusão e aquisição e o aumento no grau de concentração.

Mais uma consideração a ser feita é quanto ao papel da Petrobras no setor. A empresa tem constituído parcerias com grupos privados – como as com a Odebrecht e a Rio Polímeros –, demonstrando ser um parceiro estratégico bastante disputado entre os *players* nacionais e mundiais de energia e petroquímico.

O setor financeiro destaca-se nas fusões e aquisições em face da liberalização da participação estrangeira no sistema financeiro nacional e da desregulamentação de alguns segmentos. Tomando-se como referência a

participação dos 20 maiores bancos no total de ativos do sistema bancário nacional, verifica-se que houve significativo avanço de instituições estrangeiras no setor. Essas empresas concentravam menos de 10% do total de ativos em 1994, ao passo que passaram a responder por cerca de 35% em 1998.

Esse avanço das empresas estrangeiras em grande parte foi feito por meio de fusões e aquisições, sendo parcela significativa delas realizada no âmbito do Proer – o programa gerenciado pelo Banco Central de auxílio às mudanças societárias no sistema bancário. Dentre essas transações no sistema bancário, destaca-se a entrada do HSBC, com a compra do Bamerindus; do ABN-Amro, ao adquirir o Real; do Bilbao Vizcaya, pela compra do Excel-Econômico; do Santander, após comprar os bancos Noroeste e Geral do Comércio; e da Caixa Geral de Depósitos, com a aquisição do Bandeirantes. Além da entrada de novos *players*, outros bancos estrangeiros se valeram desse expediente para se expandir, como o First Boston (com a aquisição do Garantia) e o Chase Manhattan (ao adquirir o Banco Patrimônio).

Esse movimento foi proporcionado pela situação de vulnerabilidade com que se depararam os bancos nacionais, após a estabilização e a abertura econômica. Os bancos nacionais que estavam relativamente em boas condições também se valeram da estratégia de fusões e aquisições para aumentar suas escalas de operação e adquirir capacitações complementares nos diversos segmentos do setor, de modo a estarem aptos a fazer face a um cenário de crescente competição.

Por parte de bancos nacionais, têm-se, como exemplo, as aquisições do Banerj, do Bemge e do Banco Francês e Brasileiro pelo Itaú. O Grupo Itaú, do qual o Banco Itaú faz parte, é um exemplo de conglomerado, atuando nos segmentos de louças sanitárias, televisores e químico. Contudo, percebe-se que o grupo tem buscado focar suas competências no segmento financeiro, uma vez que sua participação no movimento de fusões e aquisições e mesmo no processo de privatização tem se centrado na aquisição de instituições financeiras. O Unibanco, com a aquisição do Nacional, o Bozano, Simonsen, com a do Meridional, e o Sudameris, após comprar o Banco América do Sul, são outros exemplos da atuação de bancos nacionais na busca de melhor posicionamento no setor.

Uma consideração à parte cabe ser feita quanto à estratégia do Bradesco. Maior banco privado do país segundo a revista *Balanço Anual* [Gazeta Mercantil (1998)], o Bradesco vem diversificando sua carteira de investimentos através do programa de privatizações, adquirindo participações em empresas de energia e telecomunicações, por exemplo. No setor financeiro, o banco tem direcionado esforços para o fortalecimento de posições em diversos segmentos do mercado, como *leasing*, cartões de crédito, previdência e seguros. Para tanto, incorporou algumas instituições financeiras, como o Banco de Crédito Nacional (BCN), a Indiana Financeira e a Cia. de Seguros Geral.

Também é significativa a constituição pelo Bradesco de um portfólio de participações acionárias em diversas empresas. Em muitas situações, teve uma postura pró-ativa, no sentido de viabilizar processos de fusões e aquisições. Na indústria de autopeças, por exemplo, sua atuação foi intensa em relação aos destinos da Cofap e da Metal Leve.

3. Mudanças no Controle Societário nos Anos 90

Esse processo de fusões e aquisições tem sido uma resposta estratégica das empresas a um ambiente com elevado grau de incerteza e acirramento da concorrência. Por seu turno, o próprio processo tem redefinido as condições concorrenciais, em nível global, com o surgimento de megacorporações cujo patrimônio chega a ser, em muitos casos, superior ao PIB de vários países.

Em relação ao Brasil, as privatizações ocorridas no período 1991-1998 foram responsáveis por mais da metade das fusões e aquisições. Além disso, tanto as privatizações como a concessão de exploração a novas áreas no setor de telecomunicações (Banda B), de rodovias etc. constituíram-se em ponto de partida para a reestruturação societária em vários setores, impulsionando fusões e aquisições e a formação de parcerias entre empresas nacionais e estrangeiras.

Nesse processo, não se deve desconsiderar a participação do capital nacional, seja através da formação de consórcios para atuar na privatização, seja em operações de menor valor em diversos setores.

A correlação entre fusões e aquisições, de um lado, e concentração, de outro, no caso brasileiro, apresenta variações setoriais. O primeiro, quando feito de forma *espontânea*, isto é, sem a interferência direta de um órgão regulador, tem levado, de modo geral, ao aumento do grau de concentração setorial. Isso é visível no setor de alimentos, bebidas e fumo e do comércio varejista, por exemplo. Já quando as fusões e aquisições são reguladas *a priori*, como as ocorridas nos setores de energia e telecomunicações, o movimento não levou a um aumento da concentração setorial, uma vez que até então eram setores com monopólio estatal e, portanto, já com elevada concentração sob o ponto de vista da estrutura de propriedade. Quando a privatização ocorreu em setores desregulamentados, observa-se que eles se encontram em reestruturação societária cujo resultado final indica o aumento da concentração. Pode-se afirmar que a transferência de ativos fixos entre empresas nacionais e estrangeiras proporcionada pelas fusões e aquisições tem redesenhado o mapa do controle societário em diversos setores da economia brasileira.

Esta seção objetiva analisar as mudanças de controle societário, tendo por base a amostra das 100 maiores empresas. Nesse sentido, a análise das fusões e aquisições realizada na seção anterior complementa esta, por tratar das mesmas questões. Embora se restrinja a um universo menor de empresas, estas, pelo seu porte, são de grande significado para a dinâmica da economia brasileira.

Observou-se, nos anos 90, a expansão de nova forma de controle das grandes corporações no Brasil, isto é, o *controle compartilhado*. Nessa forma de controle, nenhum sócio, de forma isolada, é majoritário, de modo que a gestão da empresa depende, necessariamente, de um acordo entre os sócios controladores. Os contratos de controle compartilhado abrangem várias dimensões que são fundamentais para balizar as estratégias de crescimento adotadas. De modo geral, o controle compartilhado tem como acionistas principalmente investidores institucionais, tanto nacionais como estrangeiros. O exame das transformações das grandes empresas sob esse prisma deve-se ao reconhecimento de que a natureza da propriedade e a identidade dos controladores têm efeitos sobre a *performance* das empresas, uma vez que os posicionamentos estratégicos são dependentes do alinhamento de interesses entre as partes contratantes. Para se aprofundar no exame dessas questões, entre os instrumentos teóricos disponíveis, há a te-

oria da *governança corporativa*, voltada para a análise dos mecanismos instituídos para se controlar as firmas.

Na economia brasileira, o Estado, enquanto produtor de bens e serviços, esteve desde os anos 80, e sobretudo nos anos 90, em um processo de redirecionamento de seu papel no controle de empresas produtivas. Estatais atuantes em siderurgia, papel e celulose, fertilizantes, química e petroquímica, no transporte ferroviário, na mineração, entre outros setores, passaram para um novo controle, implicando a redefinição de suas prioridades.

Por outro lado, a empresa familiar nacional encontra-se sob forte pressão, seja pelas dificuldades em se estabelecer uma adequada estrutura de capital, com maior participação de *equity* (recursos não-exigíveis) no financiamento dos investimentos, seja pelas dificuldades inerentes a uma economia com maior exposição aos capitais externos. Nesse contexto, novos agentes ganham relevo enquanto articuladores estratégicos do controle de grandes empresas nacionais: os investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, e os investidores externos. Alianças estratégicas também são formadas entre grupos nacionais, estabelecendo-se arranjos societários envolvendo a participação desses atores. Enfim, são novas formas de governança corporativa na economia brasileira.

A governança corporativa relaciona-se ao sistema de monitoramento e incentivo, instituído para que os administradores gerenciem as empresas de acordo com o interesse dos acionistas. Em relação a isso, as economias desenvolvidas apresentam dois modelos estilizados: o nipo-germânico, no qual o controle das corporações se dá, principalmente, por meio de mecanismos internos formados por participações cruzadas – do capital bancário, de companhias seguradoras e mesmo de outras corporações; e o anglo-saxão, caracterizado pela pulverização do controle acionário, sendo externo o mecanismo de controle, através do mercado de capitais [Lethbridge (1997)]. Nesse último modelo, o preço das ações reflete um julgamento do mercado, por mais subjetivo que venha a ser, em relação às *performances* dos administradores e das empresas que comandam.

O debate ganha relevância quando se busca associar estruturas de governança corporativa com desempenho competitivo. Nesses termos, a questão para as grandes empresas nacionais é definir que tipo de modelo seguir,

dado o ambiente institucional e a proximidade ou distância seja do modelo anglo-saxão, seja do nipo-germânico.

Mesmo questões relacionadas ao grau de alavancagem financeira são determinadas no âmbito das questões relacionadas à governança. Essa regulação de natureza financeira é também tarefa a ser realizada pelos acionistas ou mesmo pelo sistema bancário, através da avaliação de risco.

Na percepção de Thomsen e Pedersen (1997), a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa. Algumas razões para tal são:

- a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma;
- a identidade dos proprietários é um indicativo de suas prioridades;
- segundo a teoria de finanças, os acionistas e ou proprietários que possuem *portfólios* diversificados não serão avessos a uma postura de maior risco da firma, ao passo que proprietários com parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco;
- a liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento dos investimentos das corporações; e
- as estruturas integradas de propriedade (hierarquias) podem reduzir os custos de coordenar transações com alto grau de especificidade dos ativos [Williamson (1996)].

Thomsen e Pedersen (1995) apresentam uma análise da propriedade corporativa em 12 países europeus, além do Japão e dos Estados Unidos, tomando como referência as 100 maiores empresas não-financeiras em cada um desses países, classificando-as de acordo com a tipologia apresentada no Quadro 2, onde são definidas seis categorias de propriedade.

As categorias de propriedade diferenciam-se quanto à concentração da propriedade e à origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar etc.). Vale notar que, na ausência de qualquer participação societária cruzada, todas as ações, exceto aquelas mantidas por investidores estrangeiros, são direta ou indiretamente possuídas por famílias e ou cidadãos nacionais. A forma e

QUADRO 2
Categorias de Propriedade

<i>Tipo</i>	<i>Concentração da Propriedade</i>
1. <i>Propriedade Dispersa</i> : quando nenhuma entidade ou pessoa possui mais de 20% das ações com direito a voto.	Baixa
2. <i>Propriedade Minoritária Dominante (Controle Compartilhado)</i> : quando apenas um proprietário, seja ele uma pessoa, uma família ou uma companhia, detém entre 20% e 50% das ações com direito a voto.	Média
3. <i>Propriedade Familiar</i> : quando uma pessoa ou família detém a maioria (ou seja, mais de 50%) das ações com direito a voto. Também incluem-se nessa categoria as fundações, pois elas refletem o desejo pessoal do fundador de transferir para a família algum grau de controle.	Alta
4. <i>Propriedade Governamental</i> : quando o governo (local ou nacional) possui a maioria das ações com direito a voto.	Alta
5. <i>Propriedade Estrangeira</i> : quando uma multinacional estrangeira detém a maioria das ações com direito a voto.	Alta
6. <i>Cooperativas</i> : quando a companhia está registrada como uma cooperativa ou, em alguns casos, a maioria das ações com direito a voto pertence a um grupo de cooperativas.	Baixa

o tamanho da intermediação da propriedade é que diferem de país para país.

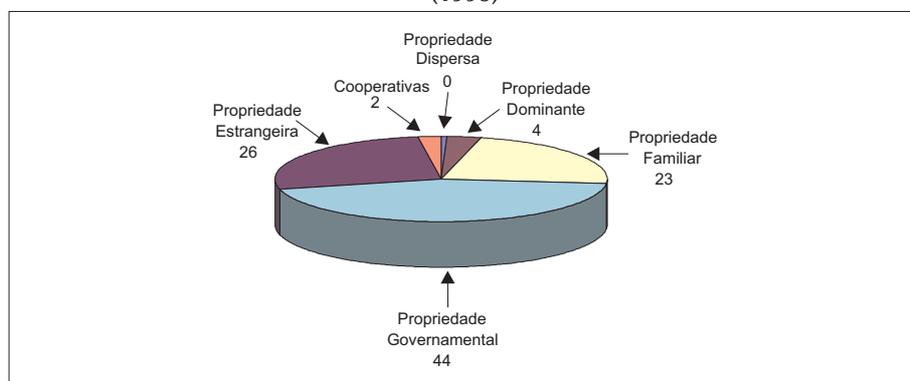
Considerando-se as categorias de controle societário apresentadas na seção anterior, buscou-se classificar as 100 maiores empresas não-financeiras da economia brasileira de acordo com o critério da receita operacional líquida nos anos de 1990, 1995, 1997 e 1998. Ao se analisar a posição nesses anos, procurou-se avaliar o dinamismo das mudanças de controle societário ocorridas na economia ao longo de grande parte da década de 90. A Tabela 2 apresenta os resultados encontrados, enquanto os Gráficos 5 e 6 mostram a participação de cada tipo de controle societário no total da receita obtida pelas 100 maiores empresas não-financeiras no Brasil, respectivamente.

Como se pode verificar, no período 1990-1998 foram significativas as transformações na estrutura de controle societário das 100 maiores empre-

TABELA 2
Propriedade das 100 Maiores Empresas Não-Financeiras no Brasil
(Entre Parênteses, o Percentual da Participação na Receita Total das 100 Maiores
Empresas)

	<i>Propriedade Dispersa</i>	<i>Propriedade Dominante</i>	<i>Propriedade Familiar</i>	<i>Propriedade Governamental</i>	<i>Propriedade Estrangeira</i>	<i>Cooperativas</i>
1990	1 (0)	5 (4)	27 (23)	38 (44)	27 (26)	2 (2)
1995	3 (2)	15 (11)	26 (17)	23 (30)	31 (38)	2 (2)
1997	3 (2)	19 (12)	23 (16)	21 (32)	33 (37)	1 (0)
1998	4 (3)	23 (19)	26 (17)	12 (21)	34 (40)	1 (0)

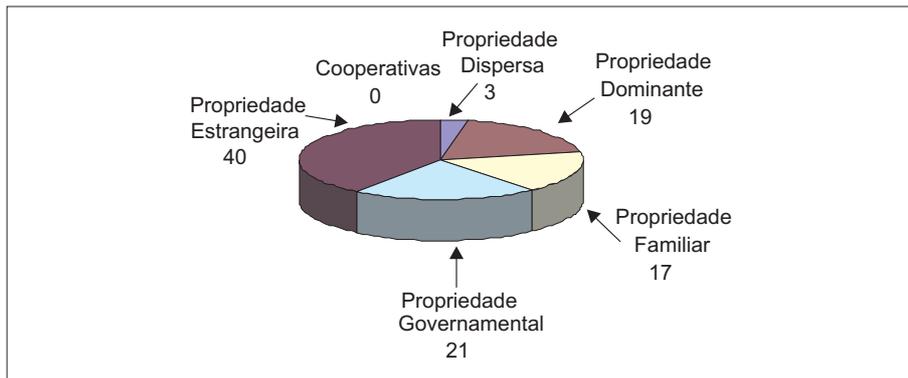
GRÁFICO 5
Participação Percentual na Receita das 100 Maiores Empresas Não-Financeiras no
Brasil, por Tipo de Controle Societário
(1990)



sas não-financeiras na economia brasileira. Entre os fatos a considerar decorrentes dessas transformações, podemos salienta:

a) A redução do número de empresas estatais, que passaram de 38 para 12 dentre as 100 maiores empresas não-financeiras, devido às privatizações ocorridas no período. Aquelas que atuavam nos setores de siderurgia, mineração, transporte ferroviário e petroquímico, entre outros, deixaram de

GRÁFICO 6
Participação Percentual na Receita das 100 Maiores Empresas Não-Financeiras, por
Tipo de Controle Societário
(1998)



ter o governo como acionista controlador. No período 1991-1998, as transferências patrimoniais decorrentes da venda de empresas estatais somaram US\$ 68,3 bilhões. Vale observar que, em termos de participação na receita das 100 maiores empresas não-financeiras, a redução de participação das empresas estatais foi de 44% para 21% do total. Muito embora a redução tenha sido maior em termos de número de empresas, tal resultado deve-se ao fato de as empresas estatais de grande porte não terem sido privatizadas, como, por exemplo, Furnas, Eletrobrás, Petrobras e BR Distribuidora, todas da área de energia e petróleo.

b) Com a continuação do processo de privatização, pode-se esperar que, nos próximos dois anos, haja uma redução ainda maior do número de empresas estatais entre as 100 maiores, pois, das 12 relacionadas em 1998, estima-se que três venham a ser privatizadas, entre elas, Furnas.

c) Há um crescimento significativo da propriedade minoritária dominante, o chamado “controle compartilhado”, que de apenas cinco empresas em 1990 ascendeu a 23 em 1998. Pode-se dizer que as empresas privatizadas passaram, em sua grande maioria, a deter um controle compartilhado no qual estão presentes fundos de pensão, empresas nacionais e investidores estrangeiros. A participação desse tipo de controle societário na receita das 100 maiores empresas atinge 19% do total em 1998. Essa forma de propriedade (minoritária dominante), além de representar um novo tipo de con-

trole societário para o conjunto das maiores empresas brasileiras, tende a crescer ainda mais, uma vez que é o padrão de controle que tem surgido como decorrência da privatização. As questões relativas à governança corporativa aplicam-se, especialmente, a esse tipo de estrutura de propriedade, em que há a separação entre propriedade e controle. Vale observar que 50% das empresas identificadas como tendo controle compartilhado possuem sócios estrangeiros com participação significativa. A esse tipo de associação denomina-se “controle compartilhado misto”, envolvendo a associação do capital nacional e do capital estrangeiro.

d) As propriedades estrangeira e familiar nacional detinham, em 1990, a mesma participação em termos de número de empresas entre as 100 maiores, ou seja, 27 cada, sendo que, no tocante à participação na receita, os estrangeiros detinham 26% contra 23% da propriedade familiar nacional. As transformações desses dois tipos de controladores foram expressivas no período 1990-1997, uma vez que os estrangeiros passaram a responder por 34 empresas entre as 100 maiores (40% do total da receita) contra 26 empresas familiares nacionais (17% do total da receita). Verifica-se, assim, que durante o período estudado houve um avanço significativo da presença de empresas estrangeiras – das mais diversas nacionalidades – entre as maiores na economia brasileira, enquanto a redução daquelas cujo controle era familiar foi da ordem de 6% do total das receitas no mesmo período. Embora a queda de receita tenha sido significativa, não se pode desconsiderar a empresa familiar nacional, por ser uma característica marcante da economia brasileira em termos societários. A questão é avaliar a capacidade de essas empresas sobreviverem entre as maiores em um contexto de acirrada concorrência.

e) Observa-se também que as propriedades dispersa e cooperativa não eram e continuam não sendo significativas enquanto tipos de governança corporativa no Brasil entre as maiores empresas. Contudo, enquanto tendência, observa-se ligeiro aumento da propriedade dispersa e redução da propriedade cooperativa. Vale notar que as quatro empresas classificadas como propriedade dispersa em 1998 não o eram no sentido anglo-saxão, isto é, com grande pulverização do controle. No caso analisado, foram classificadas como propriedade dispersa em razão de não apresentarem nenhum acionista com uma participação maior que 20%.

Em termos de comparação entre o Brasil e os países desenvolvidos, cabem os seguintes comentários:

a) Em geral, pode-se afirmar, com base na tipologia de controle societário, que o Brasil, relativamente às 100 maiores empresas brasileiras, em 1990 e mesmo em 1998 não apresentava semelhança com nenhum dos 12 países europeus, além dos Estados Unidos e do Japão, considerando-se, em conjunto, todas as categorias de propriedade. Todavia, com relação a algumas delas verifica-se que o Brasil apresenta estrutura semelhante à da Itália, exceto em face da maior participação, em termos de receita, da categoria propriedade estrangeira.

b) Em relação à participação da propriedade estrangeira, observa-se que, em 1990, o Brasil (27 empresas, com 26% da receita) apresentava uma participação relativamente elevada *vis-à-vis* os países europeus selecionados, bem como os Estados Unidos e o Japão. Como essa participação aumentou, no Brasil, entre 1990 e 1998, a tendência de elevada internacionalização das maiores empresas ampliou-se ainda mais. Apenas a Bélgica, em 1990, apresentava uma internacionalização, entre as 100 maiores empresas, maior que a do Brasil em 1998. A Espanha e a Áustria também mostravam níveis elevados de participação do capital estrangeiro entre as maiores empresas. De qualquer modo, cabe destacar essa característica das grandes empresas no Brasil, ou seja, uma participação elevada de empresas estrangeiras, em comparação com os países desenvolvidos. Nos Estados Unidos e no Japão, por exemplo, essa relação é inferior a 10%.

Deve-se também ter em mente que as transformações, em termos de controle societário, ocorridas no plano das empresas deram-se em um contexto macroeconômico marcado pela retomada do investimento direto externo na economia brasileira, o qual atingiu o patamar acima de US\$ 20 bilhões em 1998. Como observado, parcela significativa dessas inversões destinou-se à aquisição de empresas, seja através da aquisição do controle integral, seja participando de forma compartilhada do controle.

4. Conclusões

A partir do exame das fusões e aquisições e das mudanças ocorridas no controle societário das 100 maiores empresas no Brasil nos anos 90 – pro-

cessos complementares e inter-relacionados –, alguns traços das transformações pelas quais passaram as maiores empresas se destacam. Há, sobretudo, uma profunda reconfiguração dos principais atores e a forma com que passam a atuar. A saída do Estado de importantes setores do aparelho produtivo, a exemplo dos setores siderúrgico, petroquímico, de ferrovias, de energia etc., implicou um redesenho do tripé clássico que deu sustentação ao desenvolvimento nacional até os anos 80, ou seja, o capital privado nacional, o capital estrangeiro e o capital estatal. Com a retirada deste, os dois primeiros se rearticularam. Nesse sentido, o processo de privatização foi o ponto de partida de movimentos de reestruturação societária e produtiva em vários setores.

Cabe ressaltar que a saída do Estado da esfera produtiva não se deu em todos os setores. A Petrobras desempenha papel relevante na atividade produtiva, tendo alterado ultimamente seu padrão de atuação. Em relação ao ambiente de mudanças, ela vem formando parcerias com empresas privadas nacionais e estrangeiras e tem se constituído num parceiro estratégico em certos setores. Ainda com relação à atuação do Estado, a forma como conduziu e regulamentou o processo de privatizações em alguns setores – como o de telecomunicações e de energia – impediu que o processo de reestruturação posterior levasse a uma concentração produtiva.

O crescimento da participação de grupos estrangeiros entre as maiores empresas se deu, em sua grande maioria, por intermédio de movimentos de fusões e aquisições e pela sua presença em diversos consórcios, seja na área de energia ou de telecomunicações. Mantendo-se essa tendência, o Brasil ficará semelhante à Espanha no tocante à forte presença das estrangeiras entre as maiores empresas. Esse fato inscreve, definitivamente, a economia brasileira no cenário de expansão das corporações internacionais das mais diversas nacionalidades e setores de atuação. O embate, em diversos mercados, de empresas de origem norte-americana com empresas européias, seja no comércio varejista, no automobilístico, no financeiro, entre outros, abre a perspectiva de elevada competição nesses setores. As externalidades desse processo, tanto em termos de benefícios para os consumidores – através de menores preços, lançamento de produtos novos, maior preocupação com a qualidade – como sob o ponto de vista de incorporação de tecnologia, podem ser positivas. A questão que se coloca é a capacidade do mercado brasileiro em se manter atrativo, de tal sorte que as perspectivas

de reinversão de lucros sejam mais atraentes que sua remessa para as matrizes das empresas estrangeiras.

A expansão do controle compartilhado mostra que alianças estratégicas são estabelecidas, muitas vezes, a partir da celebração de acordos de acionistas. Nesses contratos, são definidos aspectos vitais para a estratégia de expansão das empresas, como, por exemplo, o escopo das áreas de atuação, os mecanismos de financiamento, o grau de exposição a riscos, as políticas tecnológica e mercadológica, enfim, são traçados os parâmetros que balizarão o comportamento dos administradores. Nesse sentido, aprofundar o debate relativo à governança corporativa torna-se extremamente importante, pois resta saber, do ponto de vista institucional, de qual modelo de governança corporativa nos aproximaremos, seja o anglo-saxão, seja o nipo-germânico. De qualquer modo, a expansão do número de grandes empresas em que há clara separação entre propriedade e gestão mostra que é preciso desenvolver uma prática e um aparelho institucional que proporcionem eficiência a essa relação, de tal modo que as estratégias adotadas possam se dar em um ambiente em que o grau de incerteza seja mitigado.

Finalmente, embora não menos importante, cabe reconhecer o papel de destaque dos grupos familiares entre as maiores empresas. A experiência internacional também mostra países com grupos familiares de destaque. No Brasil, nos anos 90, as empresas familiares depararam-se com uma dupla pressão: por um lado, um mercado crescentemente competitivo, em função da abertura comercial e da valorização cambial; por outro, um custo elevado de capital no mercado interno. Nesse cenário, aquelas empresas menos capitalizadas foram alvos de fusão ou aquisição, tanto por parte de empresas estrangeiras como de nacionais. Contudo, aqueles grupos familiares que se mantiveram capitalizados – a exemplo dos Grupos Votorantim e Gerdau – fizeram movimento estratégicos, seja diversificando-se para novas áreas, seja ampliando os mercados, com maior presença externa. As alianças estratégicas também se mostraram um caminho atrativo para alguns grupos que até os anos 80 mantinham a mentalidade do velho capitão de indústria, segundo a qual “quem não é dono de tudo não é dono de nada”. Alguns grupos conseguiram antecipar a tendência e adotaram estratégias prospectivas, isto é, estratégias centradas na tentativa de se anteverem possibilidades de atuação. Outros adotaram estratégias reativas, isto é, a partir do ambiente enfrentado, vão definindo estratégias em res-

posta ao que lhes aparece. De qualquer forma, os grupos nacionais acabaram por perceber que a formação de parcerias, à medida que somam esforços, é uma boa estratégia de resposta ao novo e mutante cenário globalizado.

Referências Bibliográficas

- ANDRADE, M. L. A. de, CUNHA, L. M. da S. e GANDRA, G. T. (1999). Reestruturação na siderurgia. *BNDES Setorial*, n. 9. Rio de Janeiro: BNDES, março.
- BEST, M. (1990). *The new competition: institutions of industrial reconstruction*. Cambridge: Harvard University Press.
- DIETL, H. M. (1998). Capital markets and corporate governance in Japan, Germany and United States – organizational response to market inefficiencies. London and New York: Routledge Studies in the Modern World Economy.
- FARINA, E. M. M. Q, AZEVEDO, P. F. de e SAES, M. S. M. (1998). *Competitividade: mercado, estado e organizações*. São Paulo: Ed. Singular, Pensa e Fapesp.
- FAVERET, P. (1999). Fusões & aquisições no setor de alimentos. *Informe Setorial do BNDES*. Rio de Janeiro: abril.
- GAZETA MERCANTIL (1998). *Balanço Anual*.
- GOMES, G. L., MONTENEGRO, R. S. P. e MONTEIRO FILHA, D. C. (1999). Indústria petroquímica brasileira: em busca de novas estratégias. *BNDES Setorial*, n. 9. Rio de Janeiro: BNDES.
- KPMG (1998). *F&A e aquisições no Brasil, 1992-1998*. Rio de Janeiro.
- LAPLANE, M. e SARTI, F. (1999). Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90. *Texto para Discussão*, n. 629. Brasília: Ipea, 1999.

LETHBRIDGE, E. (1997). Governança corporativa. *Revista do BNDES*, v. 4, n. 8. Rio de Janeiro, BNDES, dezembro, p. 209-31.

RABELO, F. M. (1996). Corporate governance e o futuro dos grupos econômicos brasileiros. São Paulo: Unicamp, mimeo.

RODRIGUES, R. (1999). Empresas estrangeiras e fusões e aquisições: os casos dos ramos de autopeças e de alimentação/bebidas em meados dos anos 90. *Texto para Discussão*, n. 622. Brasília: Ipea, janeiro.

SANTOS, A. M. M. M. e GIMENEZ, L. C. P. (1999). Reestruturação do comércio varejista e de supermercados. *BNDES Setorial*, n. 9. Rio de Janeiro: BNDES, março.

SIFFERT, N. F. (1998). Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, n. 9. Rio de Janeiro: BNDES, junho.

THOMSEN, S. e PEDERSEN, T. (1995). European models of corporate governance. *Working Paper*, 4-95. Copenhagen: Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School.

_____ (1997). Empirical determinants of corporate ownership structure. Trabalho apresentado na Inaugural Conference for New Institutional Economics. St. Louis, Missouri: Washington University, Sept. 19-21.

UNCTAD (1998). *World Investment Report*.

WILLIAMSON, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press.

_____ (1996). *Corporate finance and corporate governance. The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press.

