

## FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL ATUAL: POSSIBILIDADES DE OCORRÊNCIA DE UMA ONDA

Prof. Dr. Alberto Borges Matias (matias@usp.br)

Antonio Carlos Pizarro de Mattos Barretto (acpbarre@usp.br)

Vlamir Gorgati (vlamir@usp.br)

Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 - Sala BS 62, Cidade Universitária, São Paulo , SP CEP 05508-900

Este trabalho analisa as Ondas de Fusões e Aquisições ocorridas nos Estados Unidos e compara o ambiente atual do Brasil com as características ambientais americanas durante as Ondas estudadas, tirando conclusões sobre a possibilidade de ocorrência de uma Onda de Fusões e Aquisições de grande magnitude no Brasil.

Área Temática: Finanças.

# FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL ATUAL: POSSIBILIDADES DE OCORRÊNCIA DE UMA ONDA

Prof. Dr. Alberto Borges Matias (matias@usp.br) fone: 818-6044/814-0548

Antonio Carlos Pizarro de Mattos Barretto (acpbarre@usp.br) fone: 67-4850

Vlamir Gorgati (vlamir@usp.br) fone: 3064-8869 fax: 812-0693

Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

## **Introdução**

Têm ocorrido no Brasil, desde o início da década de 1990, um crescente número de negócios envolvendo Fusões e Aquisições. Conforme dados da Price Waterhouse, mencionados em artigo do jornal “O Estado de São Paulo” de 08 de julho de 1996, as Fusões e Aquisições no Brasil cresceram 54% no período de janeiro a maio de 1996 em relação ao mesmo período de 1995.

Em função deste número crescente de transações, tanto profissionais como acadêmicos têm se interessado cada vez pelo assunto. A questão que se procura levantar neste trabalho se refere à extensão da ocorrência de Fusões e Aquisições no Brasil, visando determinar a possível formação de uma Onda, como foi possível observar no exterior por diversas ocasiões.

A idéia básica deste trabalho é identificar a conjuntura econômica na qual se desenvolveu cada Onda observada nos Estados Unidos e verificar se o cenário brasileiro atual apresenta características semelhantes que possam indicar a formação de uma Onda interna. Não se pretende quantificar Fusões e Aquisições no Brasil, mas avaliar a possibilidade de ocorrência de um número elevado dessas transações.

No item 2 deste trabalho, é fornecida uma descrição das principais ondas ocorridas nos Estados Unidos. No item 3 são explicadas as principais bases teóricas para Fusões e Aquisições. No item 4 será discutida a conjuntura econômica atual do Brasil. No item 5 são discutidas a possibilidade de estarmos vivenciando o início de uma Onda de Fusões e Aquisições no Brasil e as suas possíveis características.

## As Ondas de Fusões e Aquisições no Mercado Americano

Diversos estudos foram realizados nos Estados Unidos procurando determinar a ocorrência de Ondas de Fusões e Aquisições. Estes estudos foram revistos por Weston e colaboradores (1990) e Post (1994), que identificaram cinco grandes Ondas no mercado americano, conforme a tabela que segue:

Tabela 2.1 Ondas de Fusões e Aquisições nos EUA

Onda	Weston	Post
1a.Onda	1895-1904	1898-1902/4
2a.Onda	1922-1929	1919/22-1929
3a.Onda	1940-1947	1940-1947
4a.Onda	Década de 1960	Década de 1960
5a.Onda	A partir de 1976	1975-1989

Fonte: Weston e Colaboradores (1990) e Post (1994)

Cada uma das Ondas identificadas se situa dentro de uma conjuntura distinta, apresentando características próprias. Existem explicações teóricas para o surgimento de cada uma delas, porém, como colocam Brealey, Myers & Marcus (1995), ainda não existe uma teoria geral que explique a sua formação.

### *A visão de Weston e colaboradores(1990)*

Segundo Weston e colaboradores (1990), diversas Ondas de Fusões e Aquisições têm ocorrido no mercado americano, cada uma apresentando, em maior ou menor grau, um tipo específico de fusão e aquisição. Cada uma destas ondas teria ocorrido em períodos de alta atividade econômica, grandes taxas de crescimento e modificações no ambiente empresarial.

A primeira Onda descrita por Weston e colaboradores (1990) ocorreu no final do século XIX, abrangendo um período que se estende de 1895 a 1904. Este período foi caracterizado por uma rápida expansão econômica, cujo pico se deu em 1899 e praticamente terminou em 1903, com o início de uma recessão econômica.

Juntamente com a expansão econômica, ocorreram no período grandes modificações na infraestrutura econômica e nas tecnologias de produção, bem como a integração da costa oeste dos Estado Unidos com a sua costa leste, que transformou muitas empresas de regionais em nacionais.

Com o advento de uma severa recessão em 1903 e com a decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos de impedir Fusões ou Aquisições que limitassem o livre comércio, a Onda terminou, embora esta já desse sinais de enfraquecimento a partir de 1901.

O tipo dominante de Fusões e Aquisições neste período foi a fusão horizontal, resultando em uma alta concentração de empresas em vários setores da economia, onde era possível a realização de economias de escala.

A Onda de 1922-1929 teria se iniciado também com um reaquecimento da economia em 1922, terminando em 1929 no início de uma severa recessão. O ambiente econômico da época apresentava grandes modificações tecnológicas, afetando os setores de transportes, comunicações e distribuição. A adoção do transporte por carros e caminhões aumentou a abrangência dos mercados locais. A adoção do método de produção em massa com margens pequenas de lucro também afetou a logística de distribuição e as estruturas de produção, tornando possíveis grandes economias de escala.

O tipo de Fusão e Aquisição dominante foi a integração vertical, especialmente nos setores alimentício, químico, e de mineração.

A Onda de 1940-1947 teve como pano de fundo um rápido crescimento da economia, devido ao esforço de guerra e ao trabalho de reconstrução da Europa. No entanto, devido à falta de mudanças significativas no ambiente econômico e tecnológico, este movimento foi menor que os anteriores.

A quarta Onda descrita por Weston e colaboradores (1990) abrangeu a década de 1960. Esta Onda teve como característica a diminuição do número de Fusões e Aquisições verticais e horizontais, devido à aprovação de uma legislação que tornava desvantajoso este tipo de fusão. O tipo dominante no período foi a Fusão ou Aquisição conglomerada, especialmente de extensão de produto. O ponto alto ocorreu entre 1967 e 1969, coincidindo com um "boom" econômico, o qual se reduziu após 1969. A maioria dos compradores eram empresas de tamanho pequeno e médio que adotaram uma estratégia de diversificação de atividades fora de seu "core" business, adquirindo outras pequenas e médias empresas. O objetivo era conseguir uma proteção contra instabilidade nas vendas e margens de lucro, obsolescência tecnológica e incertezas relacionadas com o setor industrial, dentre outros. Um setor particularmente ativo neste período foi o aeroespacial.

Esta quarta Onda terminou no final da década de 1960 e início da de 1970, com o surgimento de uma recessão na economia americana, agravada pela crise do petróleo.

A Onda iniciada a partir de 1976 se deu com a entrada da economia americana em um longo período de expansão, o qual incentivou um grande crescimento das operações de Fusões e Aquisições. Estas se concentraram na indústria de serviços, especialmente na área financeira, de seguros e hospitalar. Estes movimentos foram causados especialmente devido a mudanças na legislação regulatória destes setores. O setor de recursos naturais também apresentou um aumento nos negócios de Fusões e Aquisições em função de aumentos nos preços de energia e minerais.

Deve ser notado que durante a década de 1980, os desinvestimentos se tornaram parte importante da atividade de Fusão e Aquisição, representando cerca de 35% de todas as transações no período.

#### *A Visão de Post (1994)*

Segundo Post (1994) o mercado americano apresentou cinco grandes Ondas de Fusões e Aquisições, que coincidem com as Ondas descritas acima.

A primeira Onda abrange o período de 1898 a 1902/1904 e apresenta como tipo dominante de fusão e aquisição a consolidação vertical em empresas do setor de indústria pesada. O movimento foi impulsionado por grandes mudanças na infraestrutura econômica e nas tecnologias de produção, o que permitiu economias de escala e especialização, bem como pela integração continental dos Estados Unidos, em função da ligação ferroviária entre a costa oeste e a costa leste. O declínio da onda seria devido à introdução de uma legislação regulatória de caráter anti-truste (Sherman Act).

A Onda seguinte se deu no período de 1919/1922 a 1929, tendo como tipo dominante a integração vertical, especialmente nos setores alimentício, químico e de varejo. O ambiente da época apresentava desenvolvimentos tecnológicos importantes no setor de transportes (automóvel), comunicação (rádio doméstico e propaganda) e distribuição de massa. Uma característica do ambiente econômico foi a existência de margens de lucro mais baixas, que favoreciam economias de escala e eficiências na produção.

A terceira Onda ocorreu em 1940-1947, sendo relacionada com o crescimento da economia durante a guerra e o pós-guerra. Com um nível de desenvolvimento tecnológico e ambiental menor, a Onda também foi menor.

A quarta Onda se deu durante a década de 1960, coincidindo com um grande crescimento da economia americana. O tipo dominante de Fusão e Aquisição neste período foi a diversificação e formação de conglomerados, especialmente na indústria de defesa e aeroespacial.

A quinta Onda abrangeu o período de 1975 a 1989, tendo sido motivada por razões estratégicas. O tipo dominante foi o de Fusão e Aquisição horizontal, sendo que no final do período passou a ocorrer um enfoque na atividade principal.

O ambiente econômico dos anos oitenta foi caracterizado por uma desregulamentação das instituições financeiras e aumento de competição neste setor, o surgimento de novas tecnologias e produtos e a globalização dos mercados.

Post (1994) conclui que desde 1968 a atividade de Fusão e Aquisição nos Estados Unidos parece acompanhar o crescimento da economia e é impulsionada por grandes modificações na tecnologia e no ambiente econômico.

### *Comparação entre as Ondas de Post (1994) e Weston (1990)*

Ambos os estudos analisados identificaram Ondas de Fusões e Aquisições nos mesmos períodos e com praticamente as mesmas características. O estudo de Post (1994), desenvolve um pouco mais a quinta Onda, situando-a entre um período melhor definido.

Todas as Ondas apresentam um tipo específico dominante de Fusão e Aquisição, que parece ser determinado pelas condições ambientais do período em que ocorre a Onda. Assim, por exemplo, no final do período de 1895-1904, com uma mudança no ambiente regulatório e econômico, houve um severo declínio da atividade de Fusão e Aquisição.

A conclusão a que chegaram ambos os autores é a mesma: os movimentos de Fusões e Aquisições parecem ocorrer especialmente em situações de grande crescimento econômico e são impulsionados por modificações substanciais nas tecnologias e no ambiente.

### **Tipos de Fusões**

De acordo com Brealey, Myers & Marcus (1995), as formas mais importantes que o processo de fusão e aquisição pode assumir são três: a fusão horizontal, a fusão vertical e a fusão de conglomerados.

Estes três tipos de fusões se diferenciam entre si em virtude do tipo de atividade econômica realizada pelas empresas que se fundem, considerando o tipo de negócio em que estão e em que parte do seu processo produtivo

Assim, em uma fusão horizontal, as empresas que se fundem operam no mesmo tipo de negócio, sendo competidoras uma da outra. A fusão neste caso geralmente visa buscar uma redução de custos e um aumento da eficiência operacional através da obtenção de economias de escala. A fusão da Chrysler com a American Motors foi um exemplo. Este tipo de fusão costuma ser regulado pelo governo porque reduz a competição em uma dada indústria, podendo levar à criação de um monopólio ou cartel.

A fusão vertical se caracteriza quando as empresas que se fundem estão em etapas diferentes do seu processo de operação. Assim, a fusão de uma empresa montadora de automóveis com um fornecedor de autopeças é uma fusão vertical. O objetivo aqui é procurar diminuir custos de transação externos causados pela existência de um mercado imperfeito ou procurar realizar economias através de operações integradas, como planejamento de estoques e da produção, transporte, etc.

A fusão de conglomerados ocorre quando as empresas que se fundem operam em negócios distintos. A fusão da RJR ( empresa de tabaco) com a Nabisco (empresa de alimentos) é um exemplo. As fusões de conglomerados podem ser divididas nos três tipos característicos que seguem

Extensão de Produto: ocorrem quando as linhas de produtos das empresas são aumentadas. Este tipo de fusão é entre empresas que atuam em negócios que possuem uma certa relação entre si.

Extensão geográfica de mercados: envolve empresas cujas operações são conduzidas em mercados com localização geográfica diferente, como por exemplo, uma empresa atua somente no mercado interno e a outra somente no mercado externo.

Conglomerado Puro: estas são fusões que não se enquadram em nenhum dos dois tipos descritos acima, envolvendo empresas que atuam em negócios não relacionados.

Um conglomerado pode ser entendido como uma empresa que controla um leque de atividades em diversos negócios que requerem habilidades administrativas diferentes e que realiza um processo de diversificação basicamente através de aquisições e fusões.

Os conglomerados podem ser financeiros ou administrativos. Um conglomerado financeiro é aquele que financia as demais empresas, controlando-as e assumindo os riscos financeiros das diversas atividades. Este tipo de conglomerado conduz geralmente a uma melhor alocação de recursos financeiros dentro da empresa, diminuindo riscos de falência.

O conglomerado administrativo incorpora as características do conglomerado financeiro, acrescentando a elas o provimento de serviços administrativos e de experiência administrativa conduzindo, dessa forma, as decisões operacionais das demais empresas.

#### *Teorias de Fusões*

As discussões sobre o assunto de fusões e aquisições, respaldadas pela teoria econômica, deram origem a diversas teorias que procuram explicar as razões dessa atividade.

De acordo com Weston, Chung e Hoag (1990) as teorias sobre fusões e aquisições podem ser agrupadas em teorias de eficiência, de informação e sinalização, de problemas de agência, de poder de mercado, de vantagens fiscais e de fluxo de caixa livre. Tais teorias podem ser resumidas na seguinte tabela:

Tabela 4.1 - Teorias de Fusão e Aquisição

TEORIA	CARACTERÍSTICAS	AUTORES
Eficiência	A fusão é um modo de melhorar o desempenho da administração ou atingir alguma forma de sinergia	.Williamson (1975), Manne (1965,1967), Arrow (1975).
Informação e Sinalização	A fusão informa ao mercado e à administração que a empresa está subavaliada.	Bradley (1980), Ross (1977), Spence (1973,1974).
Problemas de agência	Fusões e aquisições como solução para problemas de agência.	Jensen e Meckling (1976), Fama (1980), Mueller (1969).
Poder de mercado	A fusão vai aumentar a fatia de mercado.	
Vantagens Fiscais	Uma empresa pode, através da fusão, se beneficiar de créditos fiscais ou se substituir impostos sobre ganho de capital por impostos sobre a renda.	Madj e Myers (1984), Jones e Taggart (1984)
Fluxo de Caixa Livre	Custos de agência causados por conflitos no pagamento de fluxos de caixa livres são a maior causa de fusões e aquisições.	Jensen (1986, 1988)

Fonte: Weston, Chung e Hoag (1990)

### *Teorias de Eficiência*

As teorias de eficiência podem ser definidas como sendo aquelas que afirmam que as fusões e aquisições são formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, melhorando, dessa maneira, a eficiência da economia como um todo.

As teorias de eficiência são as seguintes:

Teoria da Eficiência Diferencial: esta é a teoria de eficiência mais geral. Ela afirma que se existirem duas empresas, sendo uma com administração mais eficiente que a da outra, e estas se fundem, a tendência é que a eficiência da menos eficiente seja elevada ao nível da eficiência da outra. Existiria neste caso um ganho social, bem como privado, porque o nível geral de eficiência da economia aumentaria.

Teoria da Ineficiência Administrativa: esta teoria afirma que o motivo principal para o processo de fusão, senão o único, seria a existência de uma administração tão ineficiente em uma empresa que praticamente qualquer outra administração traria melhores resultados. Assim, com a fusão ou aquisição, a administração ineficiente é substituída por outra mais eficiente.

Teoria da Sinergia Operacional: a teoria da sinergia operacional se baseia na existência de economias de escala no negócio, que são atingidas através da fusão de empresas.

Teoria da Diversificação Pura: aqui, a fusão é vista como forma de diversificação da empresa, justificada por várias razões. A primeira delas diz respeito ao fato de que a diversificação



fornece aos administradores e funcionários da empresa oportunidades de promoção e segurança no emprego, o que reduziria os custos de mão-de-obra.

Uma segunda razão é que a diversificação permite que as equipes de trabalho formadas internamente à empresa sejam aproveitadas em atividades rentáveis.

Uma terceira razão se refere ao fato de a diversificação poder aumentar a capacidade de endividamento da empresa e reduzir o valor presente de seus débitos fiscais como resultado de uma diminuição da variabilidade do fluxo de caixa devido à fusão.

Teoria da Sinergia Financeira: esta teoria considera que a alocação de recursos de capital através de fusões é mais eficiente devido aos custos de transação envolvidos com o levantamento externo de capitais e o tratamento fiscal dado aos dividendos. Ao invés de procurar financiar seus projetos por meio de capitais externos, a empresa pode se fundir com uma firma que apresenta excesso de caixa e utilizá-lo para financiar suas operações. Da mesma forma, caso a empresa possua um excesso de caixa e não tenha oportunidades de investimento no seu negócio, uma fusão pode ser um meio de direcionar estes recursos excedentes, internalizando oportunidades de investimento de outra empresa e evitando que estes excedentes sejam distribuídos como dividendos.

Teoria da Subavaliação: aqui, a causa da fusão seria o fato de uma das empresas estar subavaliada, o que faz com que haja um ganho imediato com a fusão.

#### *Teoria da Informação e Sinalização*

Esta teoria se baseia na hipótese de que a proposta de fusão ou aquisição de uma empresa libera informações novas a respeito da mesma, como por exemplo a informação de que as ações da firma a ser adquirida estão subavaliadas, o que levaria o mercado a realizar uma reavaliação permanente da empresa e a administração da empresa objeto da oferta a implementar uma estratégia administrativa mais eficiente.

A teoria da sinalização afirma que alguns atos específicos podem indicar alguma informação importante. Um exemplo surge quando o fato de empresa receber uma proposta de fusão poder sinalizar ao mercado que o fluxo de caixa futuro desta empresa provavelmente irá se elevar.

#### *Teoria dos Problemas de Agência*

Problemas de agência são problemas surgidos pelo conflito entre os administradores da empresa e os proprietários. Segundo Weston, Chung e Hoag (1990), estes problemas ocorrem basicamente porque contratos entre os administradores e os proprietários são caros de elaborar e colocar em prática.

Uma aquisição ou fusão seria uma solução para este tipo de problema, uma vez que permite à administradores externos ganhar controle da empresa que enfrenta problemas de agência.

### *Teoria do Poder de Mercado*

A teoria do poder de mercado considera que um motivo para a ocorrência de fusões seria o interesse em aumentar a fatia de mercado de uma empresa. Este é um motivo muito discutido porque o fato de se aumentar o tamanho de uma empresa não significa que ela se tornará mais eficiente ou que conseguirá atingir economias de escala, fazendo com que a fusão possa não ser o meio mais economicamente vantajoso de se aumentar a fatia de mercado.

Além dessas considerações, o aumento de fatia de mercado via aquisições provoca uma concentração da indústria em uma empresa, podendo levar a um monopólio, o que faz com que este tipo de aquisição seja muito regulado pelos órgãos governamentais.

### *Vantagens Fiscais*

Esta teoria sustenta que existem fusões que são motivadas por oportunidades de minimização de custos fiscais. Estas oportunidades surgem quando uma empresa com prejuízos a compensar e créditos fiscais pode ser utilizada para encobrir os lucros de uma outra empresa com a qual é fundida. Outra vantagem é o fato de as empresas adquirentes poderem reavaliar os ativos da empresa adquirida e depreciá-los sob este novo valor.

Também existe a possibilidade de que uma empresa com poucas oportunidades de investimento (tendo por isso que realizar ganhos de capital) adquirir uma empresa em crescimento para substituir estes ganhos de capital por impostos sobre a renda.

### *Teoria do Fluxo de Caixa Livre*

Esta teoria considera que as aquisições e fusões ocorrem em virtude de conflitos entre os administradores e os acionistas com respeito ao pagamento dos fluxos de caixa livres. De acordo com a teoria, os fluxos de caixa livres deveriam ser pagos aos acionistas, reduzindo, dessa forma, o poder dos administradores.

## **A Conjuntura Econômica Atual do Brasil**

Parte importante do entendimento de um processo como o de Fusões e Aquisições é a compreensão da conjuntura econômica que lhe dá suporte. Enxergar o pano de fundo da economia, através de informações como taxas de inflação, taxas de juros, crescimento do PIB e balanço de pagamentos, entre outros indicativos do quadro econômico, é fundamental para se visualizar modificações nos cenários que indiquem tendências para os negócios.

O objetivo deste item é apresentar as principais características conjunturais de nossa economia e suas tendências. Com essas informações, concluir sobre suas semelhanças em relação aos cenários em que se desenvolveram as ondas de Fusões e Aquisições citadas nos itens anteriores e sobre as possibilidades de ocorrência de uma onda no Brasil.

Para tanto, será apresentada uma evolução do quadro nos últimos anos, particularmente aquela observada desde a implantação do Plano Real e, mais especificamente, desde o início da

abertura do mercado nacional, fator considerado de suma importância para a construção das condições favoráveis aos investimentos externos.

O hiato existente entre os níveis técnico e tecnológico das indústrias nas principais economias do mundo e aquelas do Brasil é o primeiro fator a determinar atratividade para os investimentos. Porém, a existência de grandes incertezas quanto ao rumo da economia, resultado da instabilidade da moeda que prevaleceu nas últimas duas décadas e das frágeis condições estruturais, como os constantes déficits fiscais, inviabilizava investimentos estrangeiros de longo prazo.

Esse quadro começa a mudar quando o governo brasileiro se utiliza de um plano de estabilização da moeda baseado não só em medidas emergenciais no âmbito da política monetária, mas também em medidas de efeito a longo prazo, ao insistir num processo de reformas estruturais como a da previdência social, a administrativa e mesmo a fiscal.

Embora a velocidade e profundidade dessas reformas não estejam acompanhando as expectativas da sociedade e do próprio governo, é fato que têm sido uma constante na agenda do governo e vem despertando reações positivas no mercado. A evolução dos índices das bolsas de valores no Brasil ou mesmo dos papéis da dívida brasileira no exterior - caso específico dos Brady Bonds - podem ilustrar com clareza a evolução da imagem do país tanto interna quanto externamente.

#### *Taxa de Inflação*

Durante a década de 1980 o Brasil viveu um período de grande instabilidade econômica, evidenciado pela grande variação das taxas de inflação. O índice IGP-DI, calculado pela FGV, apurou taxas entre 65%, em 1986, e 1.780%, em 1989. Esse cenário de instabilidade se repetiu durante os cinco anos da gestão dos governos Collor e Itamar Franco, atingindo mais de 2.700%, em 1993.

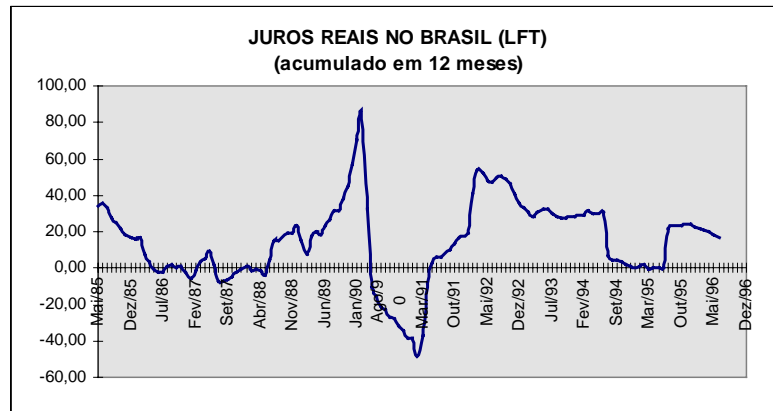
Com a implantação do Plano Real, houve uma sensível diminuição no ritmo de elevação dos preços, tendo o ano de 1995 fechado com taxa de inflação inferior a 15% e deixando perspectivas de inflação abaixo desse índice para o ano de 1996.

#### *Taxas de Juros*

Com relação às taxas de juros, observou-se, após a implantação do plano, que as mesmas permaneceram altas, fechando 1995 com taxa anual real em cerca de 30%.

Esta taxa real é maior que a observada em períodos anteriores à implantação do Plano Real, porque trata-se de uma de suas âncoras, como já ocorreu em planos de estabilização anteriores, conforme o gráfico que segue:

Gráfico 4.2.A



Fonte : Lloyds Bank

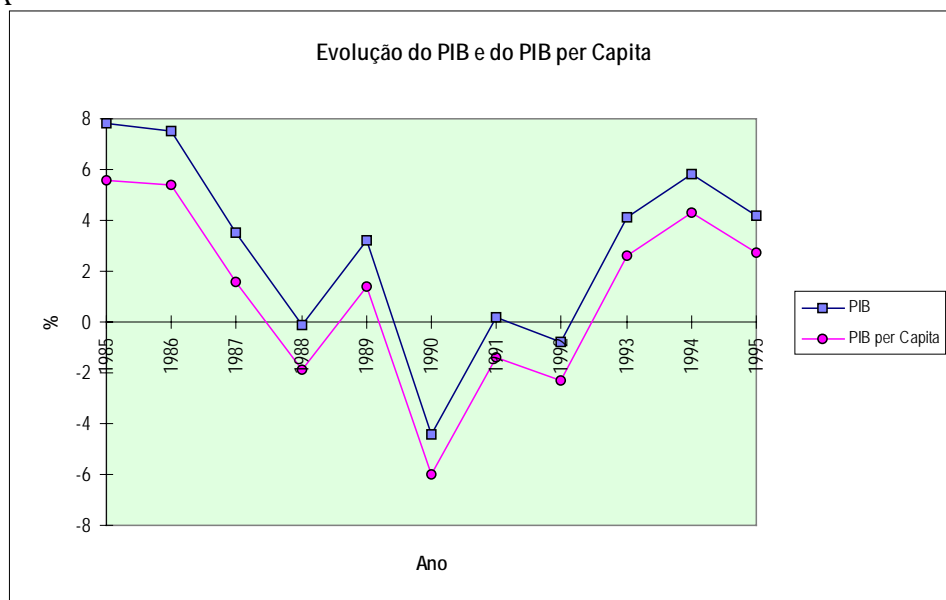
Atualmente, está sendo observada uma ligeira queda nas taxas de juros reais, resultado da intenção do governo de tentar mantê-las em patamares mais baixos para estimular o investimento produtivo.

#### *Crescimento do PIB*

Após um período de estagnação iniciado a partir de 1987, o PIB volta a crescer em 1993, recuperando a perda acumulada na década anterior, embora ainda não atinja os níveis de 1985.

O PIB per capita teve a mesma evolução, sofrendo significativa recuperação durante a década de 1990, conforme o gráfico que segue:

Gráfico 4.3.A

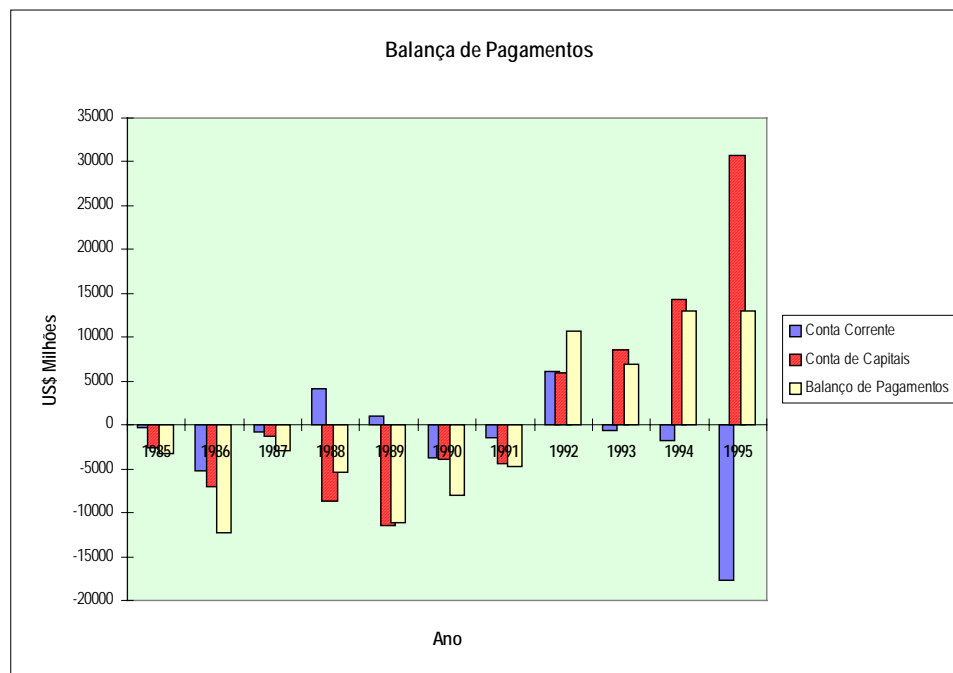


Fonte: Revista Exame, junho de 1996

### *Balança de Pagamentos*

A balança de pagamentos do país mostra uma sensível modificação em seu perfil a partir do início da década de 1990, como se vê no gráfico que segue:

Gráfico 4.4.A



Fonte : Revista Exame, junho de 1996

O período de 1985 a 1991 apresentou saldos negativos no balanço de pagamentos do país, devido ao alto déficit na conta de capitais e ao baixo resultado na conta corrente. A partir de 1992, a situação sofre uma grande mudança, com a balança de pagamentos apresentando resultados positivos, situação que permanece até o final de 1995.

Esta modificação se deve basicamente à conta de capitais, que passou a apresentar um saldo positivo elevado, neutralizando os efeitos dos déficits da conta corrente, o qual foi muito alto em 1995.

### *Uma visão global das mudanças de ambiente*

Como se verifica dos itens anteriores, ocorreram mudanças sensíveis nos indicadores macroeconômicos do país, apontando para um crescimento da economia.

Paralelo a estas mudanças, também ocorreram grandes alterações no ambiente empresarial brasileiro. A abertura do país aos investimentos e produtos estrangeiros introduziu a nova realidade da competição global no país, afetando as atividades de diversos setores da economia e obrigando-os a se reestruturarem, como ocorreu com o setor têxtil, de farelos e farinhas e outros.

Tal abertura possibilitou uma real avaliação da situação tecnológica do parque industrial nacional, evidenciando suas deficiências em relação ao mercado internacional.

Outras alterações dignas de nota são o abandono da política de substituição das importações, a aprovação de uma lei de propriedade intelectual, as privatizações e o encaminhamento de reformas nas áreas fiscal e previdenciária.

### **Conclusões**

A análise do atual panorama ambiental e econômico do Brasil demonstra que ocorreram mudanças significativas na década de 1990, criando um novo ambiente e tornando necessária a transformação das estruturas empresariais nacionais.

As principais características deste novo ambiente são a inserção do Brasil no mercado global, o crescimento da economia do país e sua exposição a uma nova realidade tecnológica.

Neste aspecto, o novo ambiente parece apresentar características semelhantes às da economia americana quando ocorreram as Ondas de Fusões e Aquisições, qual sejam, crescimento econômico e mudanças tecnológicas e no ambiente empresarial.

Desse modo, é factível concluir que existe uma possibilidade de ocorrência de uma Onda de Fusões e Aquisições no Brasil, uma vez que as condições apontadas como comuns a todas as Ondas anteriores já existem.

Essa conclusão é reforçada pelo aumento considerável no número de operações de Fusões e Aquisições que estão ocorrendo no Brasil. De acordo com pesquisa realizada pela KPMG, o número de Fusões e Aquisições no primeiro trimestre de 1996 foi 71% superior em relação ao primeiro trimestre de 1992.

Essas Fusões e Aquisições tiveram como tipo dominante a fusão horizontal, com empresas multinacionais atuando como compradoras.

Dadas as características do ambiente empresarial interno, com elevadas taxas de juros, descapitalização de grande parte das empresas nacionais, falta de recursos para investimento em modernização do parque tecnológico e de redes de distribuição (caso da indústria de autopeças), fragmentação da atividade industrial de diversos setores em muitas pequenas e médias empresas (o que favorece uma consolidação), potencial do mercado interno e pouca competitividade para atuar em um mercado globalizado, as empresas com capacidade para liderar essa Onda de Fusões e Aquisições são as multinacionais, as quais devem atuar no sentido de promover integração horizontal, concentrando-se em seus “core business”.

O presente trabalho, no entanto, é de caráter teórico e exploratório, sendo os autores de opinião que devem ser realizados maiores estudos sobre o tema.

## BIBLIOGRAFIA

- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. & MARCUS, Alan J., *Fundamentals of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 1995.
- GOLBE, Devra L. & WHITE, Lawrence J., “Mergers and Acquisitions in the US Economy: An Aggregate and Historical Overview”, in *Mergers and Acquisitions*, AUERBACH, Alan J, editor, The University of Chicago Press, 1988
- GOLBE, Devra L. & WHITE, Lawrence J., “A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the US Economy”, in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, AUERBACH, Alan J, editor, The University of Chicago Press, 1988
- O Estado de São Paulo*, edição de 08 de julho de 1996
- POST, Alexandra, *Anatomy of a Merger: The Causes and Effects of Mergers and Acquisitions*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1994.
- Revista Exame*, edição de junho de 1996
- Revista Exame*, edição de julho de 1996
- Revista Exame*, edição de dezembro de 1995
- WESTON, J. Fred, CHUNG, Kwang S. & HOAG, Susan E., *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1990