

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**FUSÕES & AQUISIÇÕES: UMA VISÃO MICROECONÔMICA**

**LUCIANA CRUZ ALVES DE CARVALHO**

**Nº matrícula: 9714510-7**

Orientador: Luiz Roberto de Azevedo Cunha

Dezembro de 2000

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

## ÍNDICE

<b>Introdução .....</b>	<b>4</b>
<b>Capítulo I – Panorama Mundial .....</b>	<b>8</b>
<b>I.1 – Setores .....</b>	<b>12</b>
<b>I.2 - Regiões .....</b>	<b>13</b>
<b>Capítulo II – Conceitos Iniciais .....</b>	<b>27</b>
<b>II.1 - Crescimento das Firmas.....</b>	<b>27</b>
<b>II.2 – Reestruturação Corporativa .....</b>	<b>29</b>
<b>II.3 - Motivações para o processo .....</b>	<b>30</b>
<b>II.4 – Efeitos da fusão .....</b>	<b>36</b>
<b>Capítulo III – Teoria Microeconômica .....</b>	<b>39</b>
<b>III.1 - A Literatura .....</b>	<b>39</b>
<b>III.2 - Teoria da Firma Neoclássica .....</b>	<b>41</b>
<b>III.3 - Teorias Gerenciais da Firma .....</b>	<b>52</b>
<b>III.4 – Considerações Finais.....</b>	<b>62</b>
<b>Capítulo IV – Apresentação de casos .....</b>	<b>64</b>
<b>Conclusão .....</b>	<b>78</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>81</b>

## **INTRODUÇÃO**

Temos acompanhado inúmeras transformações no mundo dos negócios nas últimas décadas. Resultado de um mercado globalizado, atingido pela aceleração dos fluxos internacionais de bens, serviços, tecnologia e capital. Essa nova era vem demandando a conquista de maiores fatias de mercado, maiores escalas produtivas e empresariais, maior produtividade e menores custos.

Neste contexto, a expansão através de parcerias, fusões e aquisições surge como solução em muitos casos. A concentração e a integração regional, ampliam o mercado, facilitam a obtenção de economias de escala, redução de custos, fatores esses, essenciais para a competitividade e, conseqüentemente, sobrevivência da firma no mercado. Trata-se de um período de apostas para os que almejam suportar e sobreviver aos desafios da globalização.

Na distribuição regional das fusões e aquisições, a América Latina constitui um dos mais promissores mercados para transações corporativas, em virtude das perspectivas de crescimento do mercado consumidor, da industrialização em aceleração e da consolidação

do Mercosul, favorecendo investimentos de longo prazo e com boas possibilidades de retorno.

No Brasil, mais especificamente, o capital externo vem predominando nas operações de fusão e aquisição de empresas. O cenário econômico atual a partir da desvalorização cambial, beneficiou diversos setores e barateou o preço dos ativos, transformando as empresas brasileiras em excelentes oportunidades de negócios voltados para compra, *joint-ventures*, entre outras opções de investimento de capital estrangeiro no país. A atratividade também é decorrente das privatizações com a reestruturação de setores de infraestrutura, principalmente o elétrico e o de telecomunicações. Durante a década de 80, a crise externa na primeira metade, e os sucessivos planos de estabilização, acabaram desacelerando as operações e provocando desinvestimentos de multinacionais instaladas no país. Nos últimos anos, o interesse por negócios no Brasil retornou, inicialmente através de compras de participações minoritárias e, recentemente, de aquisições de controle acionário.

As fusões e as aquisições têm hoje uma importância redobrada no redimensionamento das empresas, com vista a enfrentar, de uma forma competitiva, a globalização, cada vez mais influente na vida das empresas e economias mundiais. O comércio global significa mais opções e menor preço. Entretanto, por outro lado, a globalização poderá conduzir a um poder excessivo dos monopólios e oligopólios, provocar alta dos preços e queda da qualidade nos serviços prestados. Para muitos analistas, o resultado prático é a concentração

do mercado nas mãos de poucas empresas, o que pode acarretar perda de agilidade, e conseqüentemente, de fatias do mercado.

Gustavo Loyola<sup>1</sup>, afirmou que a concentração no setor bancário ocorre pelo "efeito imitação". Se uma instituição se funde para ganhar escala, as demais são praticamente obrigadas a buscar parcerias para não perder espaço. "Houve uma perda de identidade dos bancos do mundo. Hoje, as empresas podem buscar financiamentos no mercado de capitais, as seguradoras oferecem serviços que antes eram dos bancos e é possível investir fora dos bancos em fundos de investimentos. Por isso, no mundo todo, o sistema está buscando novos caminhos."

Foi deste contexto que nasceu a motivação desta monografia, afinal as fusões e aquisições (F&A's) tornaram-se um importante instrumento para o desenvolvimento de novas áreas de negócios e também para permitir a continuação de outros.

O primeiro capítulo ilustra o panorama mundial no qual essas transformações estão acontecendo, através de uma análise regional e setorial, visando compreender a evolução do processo de F&A's no mundo. O segundo capítulo aborda conceitos iniciais, tais como os tipos de fusão e as etapas do processo de F&A, explicando definições usadas no resto do trabalho. Já o terceiro, apresenta Teorias Microeconômicas relacionadas ao tema como a

---

<sup>1</sup> Gustavo Loyola é ex-presidente do Banco Central – Fonte: Jornal do Brasil

Teoria Gerencial da Firma, que tentam esclarecer os complexos negócios que envolvem as aquisições de empresas. Enquanto o quarto capítulo apresenta casos de F&A's recentes, que ilustram os principais conceitos em destaque atualmente, as aquisições hostis (*hostile takeovers*) e os negócios entre dois países diferentes (*cross-border deals*).

## CAPÍTULO I – PANORAMA MUNDIAL

As fusões e aquisições tiveram um salto na década de 90, englobando principalmente empresas de serviços financeiros e telecomunicações. Com uma maior integração, torna-se mais fácil enfrentar a concorrência global, ganhando mercados e competitividade.

De acordo com a consultoria Price Waterhouse <sup>2</sup>, os negócios se subdividem entre: aquisição (compra do controle ou de toda a empresa); compra (de fração maior que 15% e menor que 50%); fusão (criação de uma empresa por outras duas que já atuavam no ramo da nova firma); *joint venture* (associação entre duas empresas para criar uma terceira em segmento que não operavam) e incorporação (o comprador incorpora a empresa comprada).

Segundo o informe semestral da empresa de consultoria e auditoria KPMG Peat Marwick<sup>3</sup>, enquanto que no 1º semestre de 1995 ocorreram no mundo operações no valor de US\$ 392 bilhões, somente no 1º semestre de 1996 essa cifra já havia sido superada em

25,5%, com um volume de US\$ 492 bilhões, atingindo quase o total do ano de 1995 (US\$ 502 bilhões).

---

<sup>2</sup> “Strategic Change – Globalization” – site da empresa PriceWaterHouseCoopers

Em 1997, as fusões mundiais atingiram um recorde de US\$ 1.203,3 bilhão dominadas pelas associações entre empresas de telecomunicações, bancos e concessionárias de serviços públicos.

No primeiro semestre de 1997, as fusões e aquisições tiveram um aumento de 9% em relação ao mesmo período do ano anterior. Os preços médios pagos nas transações apresentaram um aumento de 47%: em 1996, o preço médio numa transação era de US\$ 38 milhões, enquanto que neste primeiro semestre foi de US\$ 56 milhões.

### FUSÕES E AQUISIÇÕES NO MUNDO EM 1997

<b>MAIORES OPERAÇÕES</b>	<b>US\$ BI</b>
<i>Telecomunicações</i>	96,3
<i>Bancos e holdings do setor bancário</i>	84,2
<i>Distribuição de energia, gás e água</i>	80,4

<b>RANKING MUNDIAL</b>	<b>US\$ BI</b>
<i>EUA</i>	702,6
<i>Reino Unido</i>	119,0
<i>França</i>	51,2
<i>Canadá</i>	28,0
<i>Austrália</i>	28,0

Fonte: Securities Data Company

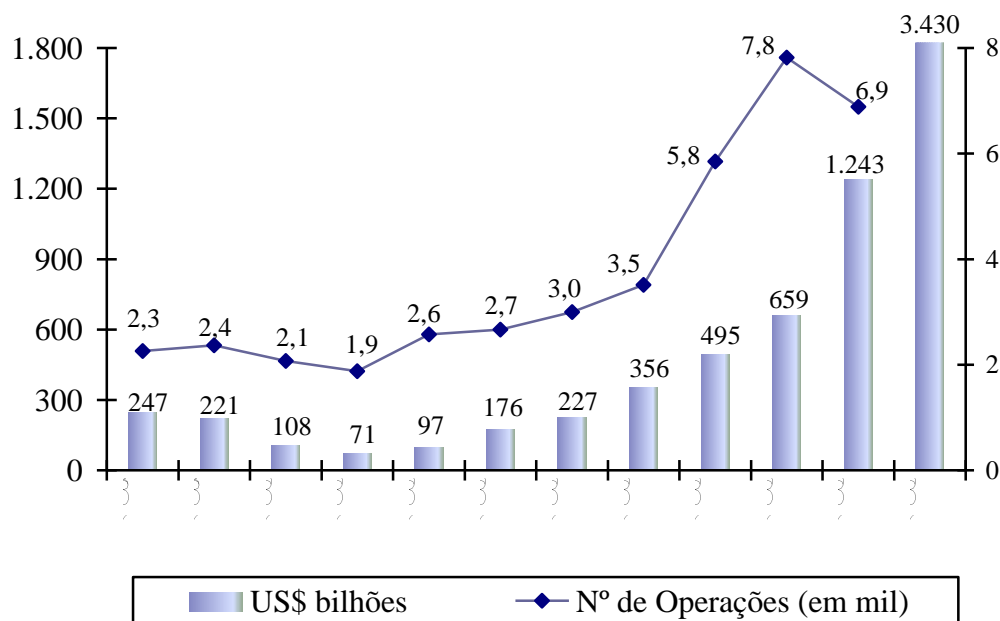
---

<sup>3</sup> “Transações realizadas no Brasil em 1998” – informe semestral publicado pela KPMG



As expectativas em 1999 eram de que a atividade da área de fusões e aquisições dificilmente superaria o surpreendente resultado do ano de 1998. Isso porque, mais de US\$2,52 trilhões em negócios de F&A, dos quais muitos foram considerados históricos, haviam ocorrido. Podemos destacar o caso da AT&T com a Telecommunications Inc. e o do Travelers Group com o Citigroup. Dessa forma as expectativas quanto ao volume de transações em 1999 eram de um resultado bem abaixo ao de 1998. Contudo, principalmente na Europa, os compradores surgiam cada vez mais ansiosos em penetrar em novos mercados globais. Consequentemente, no final de 1999, o volume mundial anunciado de transações na área de fusões e aquisições ultrapassou os US\$3,43 trilhões, registrando um novo recorde em termos de volume anual.

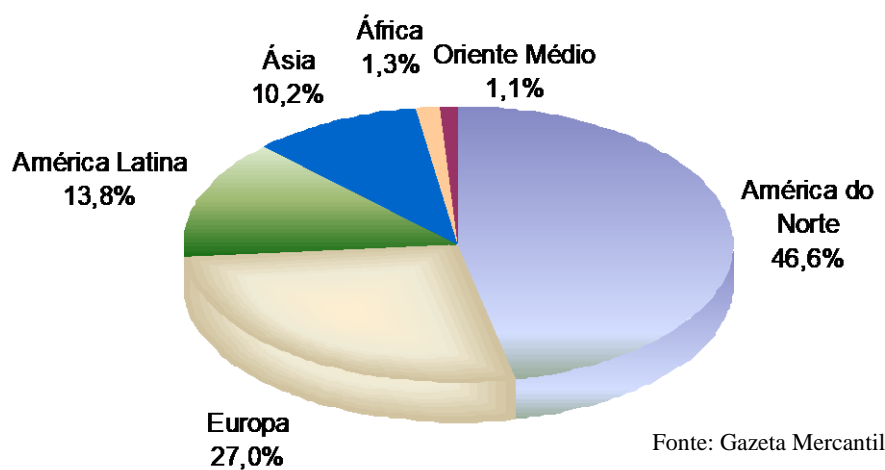
#### Desempenho das Fusões e Aquisições no Mundo



Fonte: Mergerstat (Grupo Houlihan Lokey Howars) / Jornal do Brasil

Segundo relatório do Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom<sup>4</sup>, boa parte das operações aconteceu na América Latina e na Europa Central, significando um deslocamento do centro de atração de fusões e aquisições da Bacia do Pacífico (leste asiático) para essas regiões. As empresas americanas continuam a liderar as fusões e aquisições mundiais, apoiadas principalmente na força do dólar e na alta das bolsas de valores.

#### Distribuição Geográfica das Fusões e Aquisições



---

<sup>4</sup> Escritório de advocacia americano, especializado em fusões e aquisições – “Fusões e Aquisições – Questões societárias numa economia globalizada” – material preparado para um seminário

## I.1 - Setores

Em 1999, o setor líder em transações de F&A's foi o das telecomunicações. O valor negociado ultrapassou US\$569 bilhões. Esse valor supera a soma das transações dos dois setores seguintes e corresponde a um sexto do total acumulado no ano. Em 2000, espera-se a continuidade do elevado índice de consolidações no setor das telecomunicações, particularmente na área de telefonia móvel.

Outro setor de destaque foi o setor de bancos comerciais, com volume superior a US\$364 bilhões correspondendo a mais de 950 transações negociadas. Contudo o desempenho deste setor em 1999, caiu em mais de 20% em relação ao volume de US\$379 bilhões registrado em 1998. Porém, devido à recente desregulamentação financeira nos EUA, diminuindo as restrições relativas a consolidações no setor financeiro, as expectativas para este ano, então estão bem otimistas.

<b>Setor</b>	<b>Nº de Operações / 99</b>
Telecomunicações	47
Mídia	28
Alimentos	25
Supermercado	24
Publicidade e editoras	17
Financeiro	16
Construção civil	13
Autopeças	13
Energia	10
Metalurgia/Siderurgia	9
Seguros	9
Serviços	8
Varejo	7
Cimento	6
Petróleo	6
Farmacêutico	6
Petroquímico	6
Têxtil	6

Fonte: KPMG

## I.2 - Regiões

- **Estados Unidos**

O que está por trás do “boom” de fusões e aquisições é o crescimento da economia dos EUA e de boa parte do mundo, juntamente com a estabilização do dólar, o controle da inflação e do desemprego. Isso, aliado ao aumento dos lucros das grandes multinacionais ao longo das últimas décadas, tem estimulado grandes negócios de alto risco. Além disso, para essas companhias, que estão ávidas para acompanhar a expansão econômica, adquirir empresas é mais eficiente do que planejar e construir novas unidades. Nos EUA, a desregulamentação da indústria de geração de energia elétrica e a convergência das indústrias elétricas e de gás, levaram à aceleração das operações de F&A.

Segundo Joseph Flom<sup>5</sup>, aconteceram quatro ondas de fusão nos Estados Unidos neste século: na virada do século, nos anos entre o fim da Primeira Guerra Mundial e a quebra da bolsa em 1929, no período seguinte a Segunda Guerra Mundial até o início dos anos 70 e, a maior de todas nos anos 80.

Os EUA estão atravessando um novo ciclo de grandes fusões principalmente envolvendo o mercado financeiro, que ainda não se mostra tão intenso quanto o observado no final dos anos 80, o qual representou o maior volume histórico de transações. No entanto, a mudança de perfil dos negócios é considerada importante. Atualmente esses

---

<sup>5</sup> “Mergers & Acquisitions: The Decade in Review” – Joseph H. Flom, Senior Partner Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP

negócios estão sendo realizados seguindo uma lógica comercial no sentido das empresas conseguirem meios de ganhar escala, aumentar receitas e reduzir custos. No ciclo anterior o objetivo dos negócios era muito mais financeiro, envolvendo a compra e venda de empresas. Outra diferença entre o ciclo atual e o passado é a técnica usada nos negócios. Antes o que se via eram compras alavancadas com financiamento de alto risco. Mas, atualmente a técnica mais usada é a troca de ações.

Abaixo seguem recentes fusões bancárias dos EUA:

- NationsBank e BankAmerica, no valor de US\$ 60 bilhões formando o primeiro banco comercial dos EUA, com US\$ 570 bilhões em ativos.
- Banc One e First Chicago anunciam a fusão, por US\$ 30 bilhões, tornando-se o quinto banco dos EUA.
- Citicorp e Travelers fazem fusão, com US\$ 70 bilhões em troca de ativos e valor de mercado de US\$155 bilhões.
- First Union adquire o Corestates, por US\$ 16,6 bilhões.
- Nations Bank adquire o Barnett Bank, por US\$ 15,5 bilhões.
- Wells Fargo and Company adquire o First Interstate Bancorp, por US\$ 12,3 bilhões.
- Fusão do Chemical Banking Co. e do Chase Manhattan Corp. por US\$ 10 bilhões.
- Nations Bank adquire Boatman's Bancshares , por US\$ 9,75 bilhões.
- First Bank System toma o controle do US Bancorp por US\$ 9,1 bilhões.
- Washington Mutual adquire Ahmanson por US\$ 9 bilhões.
- First Union e First Fidelity fundem-se por US\$ 5,4 bilhões.
- First Chicago Corp e NDB Bancorp. Inc. unem-se, por US\$ 4,7 bilhões
- NCNB Corp. e CS Sorvan Corp fundem-se por US\$ 4,5 bilhões.
- Banc One toma o controle de First Commerce por US\$ 3 bilhões

\* Fonte: Gazeta Mercantil

- **Europa**

Na Europa, o movimento de fusões e aquisições permanece em crescimento, sendo a Alemanha o país com mais empresas a serem vendidas e a Inglaterra com mais empresas compradoras. A concorrência é o fator principal de impulso às fusões e aquisições para 81% das empresas pesquisadas pela consultoria Price Waterhouse. A necessidade de fortalecer as atividades básicas da empresa é considerada maior do que a necessidade de expansão geográfica, sendo que o quesito-chave para uma oferta de compra é a possibilidade de crescimento. No entanto, a Comissão Européia adotou procedimentos para controlar o poder das megaempresas e preservar a concorrência, através de veto a fusões e aquisições para eliminar cartéis e o estabelecimento ilegal de preços.

Diante do ‘frenesi’ de fusões e a medida que mais empresas procuram a ajuda estatal para sobreviver, a divisão antitruste da Comissão Européia está sobrecarregada de consultas. Os setores nos quais há grande atividade atualmente, como o bancário e o de telecomunicações, estão evoluindo tão rapidamente que é difícil saber quais empresas são dominantes e por quanto tempo elas ficarão à frente das outras, além disso o trabalho da Comissão é dificultado pelo fato de que grande parte da atividade de fusão agora envolve lances inesperados ou hostis de tomada do controle. Isso significa que a comissão não tem tempo para formar uma opinião preliminar antes de vasculhar os detalhes dos contratos de fusões e aquisições e se encontra em uma situação fora do controle.

Abaixo seguem importantes operações realizadas nos últimos anos:

- Reed Elsevier e Wolters Kluwer, no valor de US\$ 28 bilhões formando a maior editora de assuntos científicos do mundo em 1997.
- B.A.T. Ind. E Zurich Insyrance Co., por US\$ 36 bilhões, formando uma empresa global de finanças e seguros.
- Grand Metropolitan e Guinness, criando a GMC Brands, sétima maior empresa de bebidas do mundo, avaliada em US\$ 37 bilhões.
- Em 1997, União dos Bancos Suíços (UBS) e Swiss Bank Corporation (SBC) uniram-se, criando um banco de US\$ 590 bilhões em ativos. O novo banco United Bank of Switzerland controla uma carteira de fundos estimada em US\$ 910 bilhões, o que o transforma no maior administrador de fundos do planeta.
- Banca Popolare di Brescia e Banca San Paolo di Brescia, no valor de US\$ 1,28 bilhão, criando um dos maiores bancos da região norte da Itália.
- Daimler-Benz AG e Chrysler Corp., no valor de US\$ 43 bilhões em ações e dívidas assumidas, em um negócio considerado a maior incorporação de uma empresa norte-americana por uma companhia estrangeira. A nova empresa Daimler-Chrysler é a terceira maior montadora do mundo em receita.

\*Fonte: Gazeta Mercantil

- **América Latina / Brasil**

A América Latina constitui um dos mais promissores mercados para transações corporativas, em virtude das perspectivas de crescimento do mercado consumidor, da industrialização em aceleração e da consolidação do Mercosul, favorecendo investimentos de longo prazo e com boas possibilidades de retorno.

Os investidores estrangeiros, cujos investimentos são fundamentais para a região, estão interessados nas operações de transferência das áreas de infra-estrutura para a iniciativa privada, como os setores energético, ferroviário e rodoviário. No setor privado, a definição de mercado passou a ser o Mercosul, e não um determinado país, fazendo com que as

empresas naturalmente buscassem posições nos países vizinhos, principalmente nos setores financeiro e de bens de consumo.

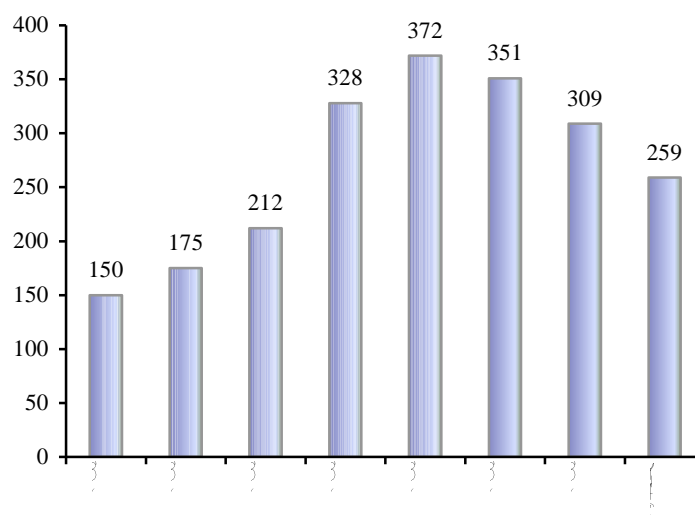
A maior concentração dos negócios (fusão, incorporação e “joint-ventures”) reside no setor financeiro, que passa pelo processo mais drástico de reestruturação, seguido do setor de alimentos e autopeças. Neste setor, por exemplo, permanecerão no mercado aquelas empresas que conseguirem produzir a baixo custo e a preço competitivo, em todo o mundo, constituindo-se “global suppliers”.

A decisão de diversas montadoras de realizar investimentos para instalar novas fábricas na região sul do Brasil deve fazer com que, num futuro próximo, as operações entre empresas de autopeças no Mercosul seja ainda maior.

O crescimento do mercado de fusões e aquisições é a mais recente etapa do choque de competitividade a que foram submetidas as empresas brasileiras. O processo se iniciou com a abertura da economia às importações e se aprofundou com a redução da inflação. Em alguns setores, os investimentos em tecnologia são fundamentais para a competição internacional. A tendência é de reestruturação, concentração e eliminação das empresas ineficientes.



### Número de Negócios Realizados no Brasil



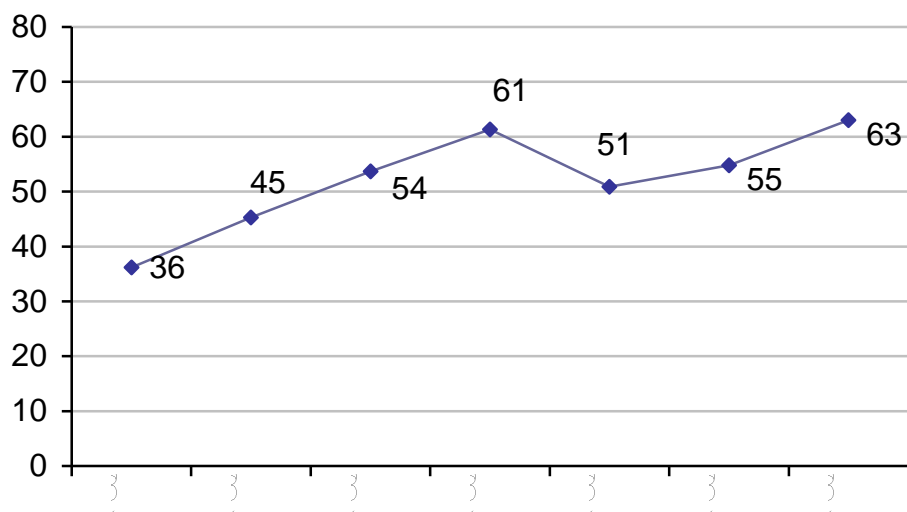
Fonte: KPMG Peat Marwick

O sistema produtivo do país está sendo profundamente modificado pelo processo de fusões e aquisições, e esta tendência deverá permanecer, pelo menos a médio prazo. De 1994 a 1995, o Brasil saltou do quinto lugar em volume de negócios na América Latina para o primeiro lugar, de acordo com dados da empresa norte-americana Financial Securities Data<sup>6</sup>. O Brasil é considerado, na região, como o mercado mais atraente para esse tipo de operação.

A mudança não tem sido apenas quantitativa, mas também qualitativa. Durante a década de 1980, a operação mais comum era de desinvestimento de multinacionais. Nos últimos anos, o interesse dos estrangeiros retornou, inicialmente através de compras de participações minoritárias e, mais recentemente, de compras de controle acionário.

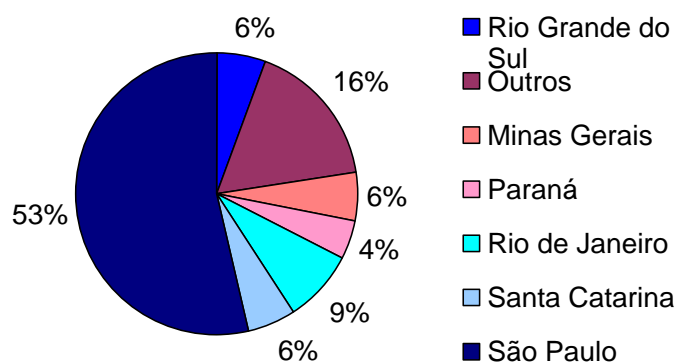
<sup>6</sup> “Comparable M&A Report” – site da Thomson Financial Securities Data ([www.tfsd.com](http://www.tfsd.com))

Participação de Grupos Estrangeiros na Compra de Empresas Brasileiras (%)



Fonte KPMG

Distribuição por Estados das Operações de Fusão e Aquisição (3º tri/2000)



Fonte: KPMG

As perspectivas das fusões e aquisições estão principalmente voltadas para os setores financeiro, petroquímico, autopeças e têxtil. A conquista por ganhos de escala é primordial para as empresas atuantes nestes segmentos.

#### Setores de Destaque

ALIMENTOS	O interesse pelo setor por parte dos investidores estrangeiros deve-se às características específicas do Brasil, como a produção agropecuária (o principal insumo da indústria de alimentos), o potencial do mercado consumidor e a localização geográfica (porta de entrada para o Mercosul e toda a América Latina). O país é um dos maiores produtores mundiais de café, soja e frango, possuindo um dos maiores rebanhos de bovinos do mundo.
TÊXTIL	Após um longo período de reestruturação setorial, muitas empresas encerraram suas atividades, em função da abertura econômica e do aumento de produtos importados. Atualmente, a indústria têxtil encontra-se mais competitiva e com maquinário modernizado, possibilitando redução de custos. Entretanto, a grande maioria das empresas está descapitalizada devido aos significativos investimentos direcionados principalmente para atualização tecnológica.  A desvalorização cambial permitiu que o setor reconquistasse clientes no mercado externo, recuperando os mercados perdidos para empresas concorrentes da Turquia e da China.
AUTOPEÇAS	As trocas de controle acionário nas empresas de autopeças nunca foram tão comuns no Brasil. Com a globalização, as companhias brasileiras foram obrigadas a se fundir com as estrangeiras, principalmente depois que as montadoras instaladas em outros países mostraram o interesse pelo potencial do mercado automotivo brasileiro. Estima-se que até o ano 2000 apenas 20 empresas estarão atuantes no mercado

QUÍMICO E PETROQUÍMICO	O Processo de fusões e aquisições no setor está em evidência em 1999, com a reestruturação em andamento do setor petroquímico e o processo de quebra do monopólio da Petrobras.
SIDERÚRGICO	O setor siderúrgico brasileiro vem sendo beneficiado pela instalação - iniciada ou apenas anunciada – de grandes montadoras, o que deverá elevar a produção. Indústrias como Renault, Peugeot e Mercedes-Benz utilizarão suas plantas no Brasil como base para exportação aos demais países do Mercosul.
FINANCEIRO	<p>O setor financeiro está em reestruturação, buscando se adequar as necessidades do mercado brasileiro num mundo globalizado. A forte queda das receitas financeiras, o crescimento da concorrência com a chegada de grandes instituições internacionais e o contínuo aumento das despesas, têm provocado ajustes no sistema financeiro e fortalecido o processo de fusões e aquisições envolvendo os bancos brasileiros.</p> <p>Busca-se, assim, o aumento da escala operacional e maior nível de capitalização, como forma de contenção de custos, aumento da margem bruta e redução dos riscos de crises no sistema.</p>
ELETROELETRÔNICOS	Este segmento tem como característica principal a atuação de empresas tradicionais no país, com participação de capital e tecnologia de empresas estrangeiras. As operações de fusões e aquisições, assim como as joint-ventures, fazem parte do intercâmbio tecnológico necessário para a sobrevivência destas empresas.
COMÉRCIO	No setor de comércio, com destaque para os supermercados, é cada vez maior a participação de grupos estrangeiros no país. Existe um interesse crescente por parte destes grupos em aumentar suas posições neste mercado, onde busca-se principalmente ganhos de escala e melhores margens operacionais.

- **Estudo sobre rentabilidade**

O processo de fusões e aquisições brasileiro nos anos 90 funcionou como uma importante alavanca para aumentar a abertura do mercado nacional e racionalizar o processo de modernização produtiva. Sem falar nas vantagens de ter sido fonte de reestruturação do setor produtivo nacional, com importantes alianças entre o capital estrangeiro e brasileiro. Mas, de acordo com um estudo<sup>7</sup> de três economistas da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) - João Carlos Ferraz, Mariana Iooty e Frederico Rocha -, esse fenômeno pouco contribuiu para melhorar a rentabilidade das indústrias até dois anos após a fusão ou aquisição.

Na verdade, o estudo comprovou um movimento para ganhar mercado. Outro resultado é a invalidez a tese defendida por alguns críticos desse processo, de que as empresas brasileiras foram engolidas por serem defasadas e pouco competitivas. "Foi um fenômeno da busca da qualidade, de comprar as melhores justamente porque tinham *market share* e boa tecnologia", explica o economista João Carlos Ferraz.

“Os três pesquisadores do Instituto de Economia da UFRJ analisaram os balanços de 120 empresas brasileiras do setor de transformação, que passaram por esse processo na década de 1990. De acordo com o estudo Desempenho das Fusões e Aquisições na Indústria

---

<sup>7</sup> João Carlos Ferraz, Mariana Iooty – “Fusões, aquisições e internacionalização patrimonial no Brasil nos anos 90”

Brasileira na Década de 90, das 1.149 fusões e aquisições realizadas de 1990 a 1999, 581 envolveram empresas do setor industrial. Desse total, os economistas selecionaram 120 companhias que tiveram seus balanços divulgados periodicamente de 1990 a 1997. A participação estrangeira nas operações de fusões e aquisições no Brasil alcançou 55% do total das transações no período analisado. A maior parte das empresas analisadas é dos ramos de química e petroquímica (29), metalurgia (25), autopeças e material de transporte (15) e alimentos (14). Os pesquisadores analisaram ao longo do período quatro principais indicadores das companhias: receita operacional líquida, rentabilidade do patrimônio líquido, aquisição do permanente e endividamento geral.”<sup>8</sup>

O estudo analisou a performance das empresas durante quatro anos em relação ao processo de aquisição ou fusão: no ano em que foi adquirida ou ocorreu a fusão; um ano antes da transação; um e dois anos após o fechamento do negócio. Na média, a rentabilidade das empresas adquiridas no ano anterior à transação foi inferior à média da de seus setores de atuação.

Além disso, a pesquisa analisou o desempenho das companhias depois da conclusão da transação. "A rentabilidade das empresas adquiridas se mantém, em média, inferior àquela das empresas que não foram alvo de fusões e aquisições", conclui Frederico Rocha. Contudo, há três exceções nos setores de mineração, mecânica e têxtil e couro. Segundo os

---

<sup>8</sup> João Carlos Ferraz, Mariana Iooty – “Fusões, aquisições e internacionalização patrimonial no Brasil nos anos 90”

pesquisadores, mineração é o único segmento que mostra rentabilidade positiva comparada com a média do setor. Mariana Iotty lembra, porém, que quase todas as companhias de mineração analisadas são ex-estatais.

O trabalho divide o movimento em dois: a privatização de empresas estatais e as fusões e aquisições do setor privado. Os economistas da UFRJ citam que era muito comum as estatais serem usadas para manter baixos os índices de preços, sem falar que houve um processo muito forte de enxugamento dos trabalhadores depois da desestatização. Após a aquisição, as empresas que passaram por privatização, segundo o estudo, apresentaram melhoria de desempenho nos dois anos analisados, enquanto as empresas privadas que trocaram de controle teriam incrementado inicialmente seu desempenho financeiro, para depois piorar. "As empresas privatizadas não só melhoraram seu desempenho financeiro em relação ao período em que eram estatais como também tiveram resultado superior ao das demais empresas", conclui o trabalho.

O estudo mostra que não houve melhor desempenho produtivo após as fusões e aquisições da maioria das empresas analisadas. "A participação relativa em seus mercados de atuação também não se alterou significativamente no tempo", esclarece o texto. Também houve exceções. Nos setores de mecânica, papel e madeira e química e petroquímica, a participação nos setores cresceu nos dois anos analisados após o processo de fusão e aquisição. Na média, houve queda de lucratividade nas 120 empresas analisadas. Isso pode

ser resultado, segundo os pesquisadores, de transferências de lucros da empresa comprada para a compradora, ou de transferências de dívidas.

Os três economistas advertem, no entanto, que o trabalho não pode ser visto como conclusivo e que há várias limitações, como os dados utilizados analisarem apenas dois anos após a transação. Nesse período, os efeitos das ações produtivas por parte dos novos proprietários podem ainda não ter sido sentidos. "O processo pode ainda estar em curso", explica Ferraz.

Outro ponto ressaltado pelos pesquisadores é que apenas a análise do balanço não dá uma fotografia perfeita do desempenho da companhia. "Pode haver algum tipo de manipulação de resultados, no qual a empresa adquirente teria o objetivo de proteger seus acionistas em detrimento dos acionistas que permaneceram na recém-comprada empresa", alerta o estudo.

O terceiro ponto que pode ter distorcido um pouco a análise é que a reestruturação produtiva pode envolver racionalização da produção, principalmente no caso de segmentos oligopolizados com demanda estagnada, como no setor metalúrgico, por exemplo. A última ponderação dos economistas é de que as empresas estrangeiras podem estar apenas se posicionando no mercado brasileiro, aguardando um melhor momento para uma expansão mais acelerada.



Apesar de todas essas ressalvas, os três economistas da UFRJ concluem que se nas estatais a mudança patrimonial ocorrida teve bons resultados financeiros, o mesmo não se pode estender para o setor privado. "As fusões e aquisições serviram muito mais como uma forma de posicionamento de empresas transnacionais em um mercado que promete grande expansão, ou seja, para ganhar market share", concluem os economistas. Como esse processo que é parte da globalização ainda está muito longe do fim, Ferraz, Rocha e Mariana sugerem que a situação poderá melhorar com o crescimento econômico, trazendo aumento de demanda, e quando os grupos fizerem investimentos adicionais, como parte de um processo mais amplo de expansão do conglomerado internacional.

## **CAPÍTULO II – CONCEITOS INICIAIS**

### **II.1 - Crescimento das Firmas**

Mudanças estruturais nas indústrias estão associadas ao movimento de suas firmas, ou seja, indústrias em declínio são compostas por firmas, que por não ingressarem ou se adaptarem em novas áreas de crescimento, deixam de existir, ou diminuem consideravelmente sua participação no mercado. Já as indústrias em expansão representam firmas com capacidade de reciclagem, aumento de tamanho e ampliação de suas atividades.

O crescimento da firma pode ter várias dimensões, tais como: diversificação, integração vertical, pesquisa e desenvolvimento (P & D) e fusões. Cada movimento tem mais ou menos importância, de acordo com a firma. Afinal, muitas firmas cresceram através da expansão de suas próprias atividades (expansão interna), enquanto outras se apoiaram em processos de aquisição para obter o mesmo resultado (expansão externa). A diversificação, por exemplo, é mais apropriada para firmas em indústrias estáveis e de grande porte do que para pequenas firmas estabelecidas em jovens indústrias.

O crescimento interno pode requerer mais gastos do que o externo em alguns casos, abstraídos os custos de transação advindos das negociações para processos de fusão ou aquisição de empresas.

A condição vital à expansão é a existência de recursos internos ociosos. Isso porque se as atividades correntes absorverem todos os esforços da firma, não haverá espaço para desenvolvimento de planos futuros. Nesse contexto, a estrutura de mercado é fundamental. O modelo de concorrência perfeita, por exemplo, não conduz ao crescimento. Dessa forma, a firma não destina recursos a atividades como pesquisa por exemplo, o que possibilitaria sua expansão.

No contexto atual, crescimento significa competitividade. As firmas que crescem mais rápido acabam beneficiando-se de mais vantagens, comparativamente às mais lentas. Crescer aceleradamente pode ser sinônimo de um maior volume de investimento bruto. Com isso, a realização de economias de escala, incorporação de tecnologia e a contratação de mão-de-obra mais qualificada têm maior probabilidade de acontecer. Portanto, as firmas com taxa de crescimento de produtividade mais alta, acabarão apresentando também maior rentabilidade, menores preços e produtos de melhor qualidade.

## II.2 – Reestruturação Corporativa

A fim de permanecerem competitivas, muitas firmas então buscam se reestruturar rapidamente sem incorrer em reformas internas. Dessa forma restam as seguintes alternativas: Fusão, Incorporação ou Aquisição de ativos de outra firma.

- **Incorporação**

A Incorporação se difere das outras formas de reestruturação, sobretudo pelo fato de que a empresa resultante da operação mantém a identidade de uma das incorporadas. O que ocorre normalmente é a maior empresa incorporando a menor. A estrutura da empresa adquirente é geralmente mantida.

“É a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações.” (art.227 da Lei nº 6.404)

- **Fusão**

A Fusão, que é a reestruturação mais aplicada atualmente pelas firmas, compreende a combinação de duas ou mais firmas, formando uma única nova, a qual absorve os passivos e ativos das antigas.

“É a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.” (art.228 da Lei nº6.404)

### **II.3 - Motivações para o processo**

Uma etapa importante para a análise dos processos de F&A é a compreensão dos motivos que levam as firmas a se moverem nessa direção. As fusões são rentáveis se tiverem como resultado aumento de poder de mercado, ou analogamente, diminuição do potencial da concorrência. Contudo, um período de recessão e acirramento da concorrência não necessariamente implica em aumento de fusões. As fusões são diretamente influenciadas pela disponibilidade e custo dos recursos financeiros.

A função alocativa do mercado de ações é, talvez, a mais importante. Este mercado tenta direcionar os recursos da sociedade para seus usos mais lucrativos. Na forma ideal, um mercado de ações ativo, operando numa economia onde a propriedade das ações é bastante dispersa, oferece mecanismos onde as poupanças individuais são encaminhadas para as melhores unidades produtivas possíveis. Uma outra tarefa muito importante é garantir que os ativos das firmas também estejam sendo bem utilizados.

O mecanismo de “aquisição” é que exerce esta última função. Supõe-se que as firmas “menos eficientes” são incorporadas por outras “mais eficientes”, sendo a gerência trocada por outra mais apta. As firmas têm que estar atentas à avaliação que o mercado faz de suas ações. Geralmente, preços altos em relação ao patrimônio da firma significa que a firma tem uma boa imagem perante o mercado, não precisando se preocupar com o

mecanismo da Aquisição. A teoria econômica tem relevante participação na análise desse processo.

O administrador de uma firma, que optou pelo crescimento através de uma Fusão ou Aquisição de outra firma, pode ter vários objetivos, tais como: desejar nomear ou demitir diretores, fazer uma fusão com outra firma por ele controlada, ou ainda vender os bens adquiridos realizando ganhos rápidos. Alternativamente, ele pode resolver continuar com a firma mantendo sua linha operacional, só que gerenciada com maior eficiência ou com uma política de dividendos diferente. Para tal, o comprador tem que conseguir o controle acionário da firma. Este controle acionário geralmente é conseguido quando se detêm cinquenta e um por cento das ações votantes. Este número pode variar de acordo com a distribuição dos acionistas e com as leis do país.

Existem dois métodos típicos para se conseguir o controle de uma empresa com ações negociadas em bolsa. O aspirante a controlador pode tentar comprar a quantidade de ações necessária no mercado de capitais, ou ele pode anunciar publicamente que comprará todas as ações existentes a um determinado preço. Este último método é chamado “oferta de aquisição”<sup>9</sup>, e pode fracassar caso a oferta de ações pelo público ao preço oferecido não seja igual ou superior à quantidade mínima desejada pelo comprador.

---

<sup>9</sup> *takeover bid*

O método da bolsa de valores tem a desvantagem de fazer com que o preço da ações suba à medida que as compras se desenvolvem, a não ser que o mercado de capitais seja perfeito e as operações se desenvolvam com o maior sigilo. Já o método da oferta de aquisições obriga que o preço preexistente na bolsa de valores, ocorrendo uma distribuição de parte dos benefícios futuros com os antigos acionistas. Geralmente, o anúncio público da oferta de aquisição atrai outros potenciais compradores, já que as demais firmas estabelecidas na indústria não desejam perder participação relativa no mercado.

Na prática, o método menos custoso é, usualmente, uma combinação desses dois métodos. Mas é importante salientar que o preço médio pago pelas ações irá, quase sempre, exceder o preço que vigorava no mercado antes da operação se iniciar ou ser cogitada.

A atividade de aquisição de empresas depende em grande medida do ambiente econômico - institucional. Nos Estados Unidos, por exemplo, em 1950 foi aprovado o Clayton Act<sup>10</sup> que modificou de maneira significativa as operações de incorporações. O Clayton Act era uma lei antitruste que visava proteger a concorrência evitando a integração vertical ou horizontal. Após sua aprovação alterou-se o ambiente institucional, fazendo com que as aquisições se processassem na forma de conglomerados (entre firmas de indústrias não relacionadas ou pouco relacionadas).

---

<sup>10</sup> Beckenstein, A - "Merger activity and mergers theories: Na empirical investigation" - The Antitrust Bulletin.

As fusões não devem ser encaradas apenas como um meio de diminuir a concorrência ou estabelecer um domínio monopolista, uma vez que as fusões constituem uma parte relevante do processo de crescimento das firmas em geral. “ Num estudo pioneiro sobre o Reino Unido, Evely e Little atentaram para a grande importância da expansão externa no crescimento das principais firmas em ramos dominados por um pequeno número de vendedores e concluíram que havia poucas firmas entre as líderes que não tinham sido criadas por fusão ou que não tinham recorrido à aquisição ou à fusão em algum estágio de seu crescimento.”<sup>11</sup> “ Uma vez mais, num estudo de grandes empresas nos Estados Unidos, Weston concluiu que as fusões dão uma contribuição significativa para o crescimento em todas as firmas.”<sup>12</sup>

Muitas vezes a firma adquirida pode ter interesse na operação, caso esteja atravessando alguma crise, e este seja o único meio de preservar seu capital e mão-de-obra. Igualmente se a firma possui obrigações tributárias. Outra situação em que ser adquirida é a saída mais eficaz, é o caso em que a firma atinge determinado tamanho, o qual a torna grande demais para ter apenas um controlador, e ao mesmo tempo, ainda é uma firma de pequeno porte. Quando a firma adquirida está aparentemente em desvantagem, provavelmente a firma adquirente faz um bom negócio por um preço abaixo do de mercado. Contudo, se houver mais de um comprador, geralmente a operação ocorre pelo valor de mercado (valor atual descontado do seu fluxo futuro de lucros estimado), se não levarmos em consideração a assimetria de informação existente entre as firmas interessadas.

---

<sup>11</sup> R. Evely e I.M.D. Little – “Concentration in British Industry”



Outro motivo para as fusões é que estas podem resultar em economias de escala mais rapidamente do que uma expansão interna. Num ambiente de concorrência entre duas firmas, torna-se mais difícil obter vantagens através da maior especialização da produção. Obtendo economias de escala com a especialização, é mais lucrativo para a firma produzir mais quantidade, menos variedade de produtos, a preços mais baixos. O mesmo resultado é mais difícil de ser atingido pela expansão interna, visto que há imperfeições de mercado, como o controle dos canais de distribuição, as vantagens da diferenciação do produto ou até mesmo a falta de disposição dos empresários de correr os riscos da expansão competitiva. Outra imperfeição de mercado é o acesso às informações de P&D. Há, muitas vezes, vantagens em fundir-se para ter acesso a tais conhecimentos.

Além disso, a expansão interna tende a ser mais demorada do que um simples processo de fusão ou aquisição, afinal, estas formas de expansão não implicam, necessariamente, em aumento da capacidade da indústria.

Convém lembrar que outro motivo relevante para as fusões é a existência de complementaridade. Firmas com qualidades opostas enxergam na fusão benefícios mútuos. A firma A pode ser mais forte em marketing, enquanto B tem ótima atuação em pesquisa e desenvolvimento (P&D). A firma A pode adquirir B porque esta produz um insumo relevante à produção de A, ou controla os canais de distribuição dos produtos desta.

---

<sup>12</sup> J.F.Weston - "The Role of Mergers in the Growth of Large Firms"

Levando-se em consideração a importância das fusões para o crescimento de muitas firmas, é importante examinar sua influência sobre as inter-relações entre crescimento, tamanho e rentabilidade. Deve-se verificar: se de fato firmas de baixa receita são, geralmente, incorporadas por firmas mais lucrativas; até que ponto as fusões levam a aumentos de eficiência e rentabilidade; se há alguma relação entre fusão, crescimento global e investimentos em novos ativos.

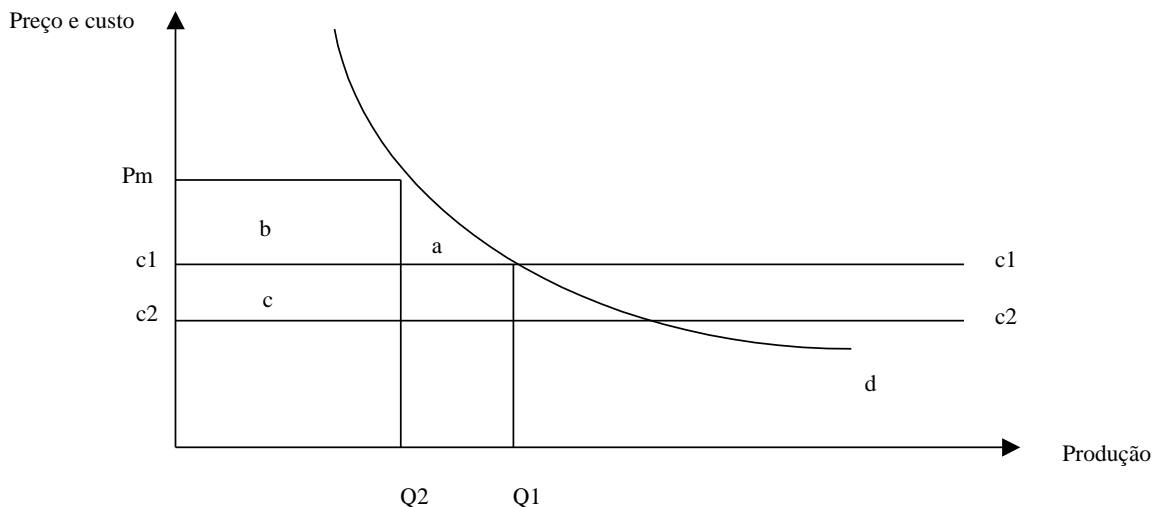
Há uma clara tendência por parte do mercado de ações de valorizar as ações das empresas de acordo com seu fluxo futuro esperado de lucros. Logo, as fusões podem desempenhar importante papel na manutenção da eficiência alocativa e produtiva. Dessa forma, como as empresas com maiores perspectivas de lucro terão preços mais altos para suas ações, parte da diferença de rentabilidade esperada entre as firmas refletirá em diferenças na capacidade de gerar lucros.

A qualidade de gerência das firmas também se reflete nos valores de mercado. Assim, firmas administradas mais eficientemente tendem a incorporar as outras com desvantagem neste sentido. Neste contexto, as fusões atuam através da transferência de recursos de firmas menos eficientes para outras mais eficientes. Na prática porém, essa visão supõe que os gerentes estejam preocupados principalmente com a maximização do retorno dos acionistas. Mesmo que isso ocorra, não há ainda perfeição de informação no mercado de ações em relação ao desempenho das empresas. Além disso as decisões têm de ser tomadas em condições de incerteza quanto às perspectivas futuras das empresas.

As firmas adquirentes tendem a ter maiores lucros e a crescer mais do que as adquiridas. Há evidências de uma associação inversa entre a probabilidade de ser adquirida e o tamanho da firma, e a associação entre tamanho e aquisição parece de fato mais forte eu a associação entre rentabilidade e aquisição. Em outras palavras, para uma firma pequena e sem lucro interessada em evitar a aquisição por outra, valeria mais a pena que a gerência se concentrasse no crescimento e não na rentabilidade.

**II.4 – Efeitos da fusão**

Analisando os efeitos das fusões sobre custos, preços, produção e bem-estar, pode-se considerar o caso de uma indústria, que após fundir-se, passou de competitiva à monopolista. Na figura abaixo, a curva de demanda da indústria, antes e depois da fusão, é  $D$ , enquanto a de custo unitário é  $C_1$ . Supondo custo unitário igual ao preço, a produção é  $Q_1$ . Com a fusão, os custos se reduzem para  $C_2$ , o preço aumenta para  $P_m$  e a produção se reduz para  $Q_2$ . Assim os gastos correspondem a área  $c$ , custos mais baixos do monopolista. As perdas são aquelas observadas no excedente do consumidor e associadas à queda de produção provocada pelo aumento de preço. A perda total do excedente do consumidor é a área  $(a+b)$ , mas a área  $b$  é compensada por um aumento equivalente do excedente do produtor, de modo que a perda líquida é igual a área  $(c-a)$ . Conclui-se que quanto mais a fusão aumentar o preço e quanto mais elástica for a demanda, maior será a área  $a$  e, portanto, maiores reduções de custos serão necessárias para se contrabalançar essa perda, e resulte num aumento de bem-estar econômico.



Convém lembrar que essa é uma análise de equilíbrio parcial que abstrai todas as interações entre os diversos setores da economia. Além disso, o modelo acima é estático, ou seja, não leva em conta os efeitos da fusão sobre o investimento em novos patrimônios e sobre o progresso técnico. Logo, a fusão pode apresentar diversas vantagens do ponto de vista da firma, mas não necessariamente traz benefícios para a economia como um todo. A economia só se beneficia se uma fusão resultar em vantagens como economias de escala e racionalização da produção, que não poderiam acontecer de outra forma.

“Os estudos empíricos nesta área diferem no que diz respeito ao prazo abarcado, à amostra das firmas escolhida, às dimensões de desempenho eleitas para investigação e também à metodologia empregada (...) um estudo norte-americano feito por Kiyching descobriu que aproximadamente um terço de uma amostra de dezenove aquisições foi considerado fracassado pelos executivos que delas participaram. Nos casos em que as firmas adquirentes declararam ter obtido vantagens com a fusão, os ganhos conseguidos com o maior acesso aos recursos financeiros e seu menor custo foram comprovadamente mais importantes que

as economias de produção. No Reino Unido, Newbould constatou que o desempenho após a fusão também tinha sido inexpressivo e que as considerações de eficiência tinham sido menos importantes que o poder de mercado na explicação da atividade de fusão (...) nos Estados Unidos, um estudo de Reid sobre 478 das 500 maiores empresas industriais no período de 1951 a 1961 mostrou que o desempenho em termos de lucros (medido pelo crescimento dos lucros dos acionistas iniciais) das firmas que só tinham crescido através de expansão interna tinha sido muito superior ao daquelas que haviam adquirido outras firmas. Mas estas tinham tido maior crescimento de vendas(...) nem sempre ocorre que as firmas dadas às fusões consigam crescimento rápido. Por exemplo, um estudo de Scherer do crescimento de 448 grandes firmas industriais de 1955 a 1959 constatou que o crescimento médio de vendas das 365 firmas que tinham crescido quase inteiramente por expansão interna havia sido ligeiramente superior ao das 83 firmas que tinham feito muitas fusões.”<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Kenneth George, Caroline Joll – “Organização Industrial”

## CAPÍTULO III – TEORIA MICROECONÔMICA

### III.1- A Literatura

Há três abordagens básicas realizadas pela literatura microeconômica sobre o processo de F&A's. A primeira tem relação com o processo de crescimento e diversificação da firmas. “Segundo Penrose (1959) e Guimarães (1987), as operações de F&A's podem ser vistas como um dos meios de expansão disponíveis para a firma: esta pode crescer através da aquisição (e/ou fusão) de plantas e mercados de uma outra firma existente; ou então ela pode construir uma nova planta e assim estabelecer novos mercados. Neste sentido, por esta vertente, as F&A's, vistas como estratégias de diversificação/crescimento, seguiriam também a coerência da diversificação *penrosiana*: as firmas buscariam adquirir ou fundir-se com firmas que possuam características comuns em termos de base tecnológica e de mercado.”<sup>14</sup> A segunda vertente da literatura microeconômica realiza estudos empíricos buscando avaliar suas causas e efeitos, sobretudo em relação à concentração de mercado e rentabilidade das ações das empresas envolvidas. Estudos relevantes estão em Scherer & Ross(1990). A terceira abordagem relaciona o mercado de ações às F&A's, através da teoria

de valorização de ativos. As equações de avaliação de ativos estão em Modigliani e Miller (1958), de acordo com o trabalho de Mariana Iooty e João Carlos Ferraz, citado acima.

Alguns autores defendem teoria de que as firmas para sobreviver têm que visar a maximização do lucro. Já outros acreditam que o tamanho da empresa está diretamente relacionado com sua probabilidade de aquisição, obrigando assim, as firmas, a serem orientadas para o crescimento. Contudo, firmas que privilegiam o lucro tendem a rejeitar oportunidades de crescimento baseadas em investimentos menos rentáveis. Enquanto as firmas que maximizam o crescimento não se importam tanto com a rentabilidade dos novos investimentos, levando em consideração de maneira mais expressiva a taxa de crescimento que a firma pode alcançar. Este tema está relacionado a inúmeras teorias explicativas e ainda está longe de um consenso.

No segundo item deste capítulo será apresentada a Teoria Neoclássica da Firma, na qual o objetivo central da firma é a maximização dos lucros, e caso esse objetivo não seja perseguido fielmente, a firma tenderá a desaparecer. Isso porque em um mercado de capitais perfeito, a firma pouco eficiente teria baixo preço frente seus ativos, sendo mais facilmente adquirida por um agente externo.

No terceiro item deste capítulo, teorias que supõem que o objetivo central da firma não pode ser a simples maximização dos lucros, serão descritas. São as chamadas novas

---

<sup>14</sup> João Carlos Ferraz, Mariana Iooty – “Fusões, aquisições e internacionalização patrimonial no Brasil nos

Teorias Gerenciais da Firma. De acordo com elas, a meta das firmas seria então a maximização do crescimento e, que após um certo nível de lucratividade, torna-se indiferente aumentar a taxa de lucro para diminuir o risco de uma possível aquisição. Dessa forma, a continuidade do crescimento seria benéfica apenas para elevar o poder de seus administradores.

### **III.2 - Teoria da Firma Neoclássica**

- **Maximização de lucros**

A teoria microeconômica mais ortodoxa supõe que o objetivo central da firma é maximizar seu lucro, assegurando o mais eficiente uso de seus recursos produtivos. Para tal, o empresário capitalista procura maximizar sua produção tendo como condicionante um determinado nível de custo, ou então, minimizar seu custo diante de certo nível de produção. A questão central consiste em determinar a quantidade de um particular produto que deve ser colocado à disposição dos consumidores, e implicitamente, a quantidade de fatores que deve ser adquirido para obtenção daquela produção, a fim de que a diferença entre a receita e a despesa da firma seja a máxima possível.

A firma (ou o empresário) conta com a flexibilidade de variar tanto nível de custos como o da produção, tendo o seu comportamento orientado para a obtenção de lucros. Esta



maximização dos retornos se associa inclusive ao conhecimento dos pontos de ruptura da empresa (*break even point*) e pressupõe o perfeito conhecimento do mercado e das curvas de custo da própria firma.

No equilíbrio, as produtividades marginais dos diversos fatores de produção divididas pelos seus respectivos preços devem ser iguais entre si. Mas segundo os autores neoclássicos, “a ótima combinação dos fatores só é efetivamente atingida se a firma estiver voltada à obtenção da maximização de seus lucros.”<sup>15</sup>

- **Críticas à Teoria Convencional**

Uma crítica que é feita à teoria ortodoxa é o suposto conhecimento por parte do empresário das suas curvas de custo médio e marginal e do nível de produção que maximiza seus lucros. “A teoria microeconômica supõe que o homem de negócios está em contínuo estado de alerta, pronto para alterar os preços quando sua instituição detecta mudanças nas condições de demanda e oferta.”<sup>16</sup>

Milton Friedman<sup>17</sup>, porém, rebate estas críticas em relação à teoria da maximização dos retornos, as quais afirmam que o administrador não se comporta da maneira que a teoria

---

<sup>15</sup> Kenneth George, Caroline Joll – “Organização Industrial”

<sup>16</sup> João Carlos Ferraz, Mariana Iooty – “Fusões, aquisições e internacionalização patrimonial no Brasil nos anos 90”

<sup>17</sup> Friedman, M. “Essays in Positive Economics”. - The University of Chicago Press (1953) p. 3-20

supõe. As evidências citadas por Friedman para dar suporte a estas críticas são baseadas em pesquisas empíricas onde os administradores responderam questionários sobre os fatores que influenciam suas tomadas de decisões. Friedman continua a defesa da teoria da maximização dos retornos afirmando que nenhuma suposição pode ser considerada totalmente realista. Uma teoria realista que procurasse explicar o mercado de trigo, por exemplo, teria que incluir não somente as condições diretas da demanda e oferta do trigo, mas também os tipos de moedas e instrumentos de crédito utilizados para realizar as trocas, as características pessoais dos comerciantes de trigo (antecedentes e educação), o tipo de solo e o clima que prevaleceu enquanto o trigo cresceu, as características dos plantadores de trigo, dos consumidores finais, etc...

A confiança na hipótese de maximização dos retornos é justificada pela prática. Segundo Friedman<sup>18</sup>, o comportamento do homem de negócios é semelhante ao comportamento de um “expert” jogador de bilhar. O jogador de bilhar, ao dar sua tacada, se comporta como se conhecesse complicadas fórmulas matemáticas, que lhe diriam com perfeição a rota ideal a ser descrita pela bola com os ângulos preestabelecidos. Sabemos, porém que o “expert” jogador consegue os mesmos resultados produzidos pelo método de cálculos sem, no entanto, se utilizar deles.

Analogamente, as firmas agem como se conhecessem todos os dados necessários (função de custo e de demanda), calculassem o custo e a receita marginais das opções que

---

<sup>18</sup> Friedman, M. “Essays in Positive Economics”. - The University of Chicago Press (1953) p. 31

elas têm a escolher, como se elas estivessem racionalmente pretendendo maximizar seus retornos. Para Friedman, firmas que não agem desta maneira (pelo menos próximo ao objetivo de maximização dos retornos) não permanecem por muito tempo em operação. Quando o comportamento da firma é consistente com a racional ou informal maximização dos retornos, os negócios prosperam e adquirem recursos suficientes para expansão. Quando a firma não busca maximizar os retornos, ela perde recursos líquidos e só pode ser mantida em operação com o ingresso de capitais exteriores a ela. O processo de seleção natural desempenha um papel importante para a confirmação da hipótese de maximização, ou então, dado o processo de seleção natural, a aceitação da hipótese pelo administrador pode ser baseada no fato de que a maximização dos retornos facilita as condições de sobrevivência.

As suposições básicas de uma teoria econômica não podem ser totalmente realistas. A questão é saber se a teoria consegue prever resultados com suficiente precisão ou se há previsões melhores produzidas por outras teorias. Ainda hoje, a crença de que uma teoria pode ser testada pelo realismo de suas suposições independentemente da precisão de suas previsões é bastante difundida e é fonte de críticas irrelevantes contra a teoria neoclássica, segundo Friedman. O contínuo uso e aceitação da hipótese de maximização dos retornos por um longo período e o não surgimento de uma outra hipótese alternativa coerente e consistente com larga aceitação, é uma prova indireta de seu mérito e utilidade.

Contudo, sabe-se hoje, que as grandes firmas operam em condições oligopolistas, onde o mercado de produtos é imperfeito. Em situações que envolvam competição oligopolista, barreiras à entrada, vantagens de custo em larga escala, etc, é fácil demonstrar que as firmas que possuem outros objetivos (tal como o crescimento) são mais aptas a sobreviverem do que as firmas maximizadoras de lucro. No mundo real, onde alguns setores são altamente oligopolizados, a força do argumento da seleção natural, de Friedman, em favor do postulado neoclássico é bastante diminuída.

- **Mecanismo de preços**

O mecanismo que liga a hipótese de maximização dos lucros ao processo de “seleção natural” realizado pelo mercado de capitais. As aquisições realizadas no mercado de ações seriam uma forma de disciplinar o comportamento das firmas, assegurando que os bens existente das firmas estão sendo aproveitados no seu uso mais lucrativo. Uma outra função do mercado de capitais seria a de alocar os capitais ainda não aplicados para os usos também mais lucrativos.

O preço das ações é o mecanismo pelo qual o mercado de ações realiza suas funções alocativas. Garantindo preços altos para as ações de firmas com perspectivas mais altas de ganhos por unidade de recursos, e preços relativamente mais baixos para aquelas firmas com menores perspectivas de rentabilidade, o mercado pode assegurar que as firmas mais eficientes tenham acesso a fundos de investimentos, possibilitando o melhor uso

destes. Para a eficiente alocação dos fundos de investimentos através do mercado de capitais é, no entanto, necessário que as regras de formação dos preços das ações e seus preços relativos reflitam com precisão as perspectivas relativas de ganhos das várias firmas.

O mecanismo dos preços, caso funcione com precisão, serviria como um sinal para o julgamento dos administradores das firmas. Firmas com baixa rentabilidade (sob o comando dos atuais administradores), teriam preços abaixo de seu valor patrimonial, servindo como um julgamento negativo de seus administradores. No caso limite seria impossível para estas firmas levantar recursos para novos investimentos no mercado.

Há no entanto sérias limitações no que diz respeito à eficiência de mecanismo dos preços como uma forma de disciplinar o “modus operandi” das firmas. Em primeiro lugar, não se pode aceitar que os preços das ações produzidas pelo mercado de capitais sejam próximos dos “ideais”. A realidade nos mostra que a formação de preços no mercado de capitais é afetada por avaliações desiguais das informações disponíveis, especulações e por outras imperfeições, sem contar com a inevitável ignorância do futuro. Keynes<sup>19</sup>, apontou várias imperfeições no mecanismo de formação dos preços das ações. São elas a presença de pessoas despreparadas como detentoras das ações, a influência absurda de fatos efêmeros (feriados faziam com que o preço de mercado das ações do sistema ferroviário britânico aumentasse, por exemplo) na valorização das empresas, alterações na psicologia de massa

---

<sup>19</sup> Keynes, J. M. “A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” (1982) p.128,129

(otimismo ou pessimismo não fundamentados) e a extrema preocupação dos profissionais do mercado em se antecipar aos movimentos do público em geral em prazos curtos, além de incertezas.

Outra limitação do mecanismo de preços como fator de disciplina para as firmas existentes no mercado consiste no fato de que um grande número de firmas, incluindo as de grande porte, fazem relativamente pouco uso do mercado para levantar novos recursos de longo prazo, já que estas conseguem auto financiar-se na maioria dos casos.

A terceira, e quem sabe a mais significativa limitação do mecanismo acima descrito, provém do fato da extrema pulverização da propriedade das ações e da separação entre os proprietários das firmas e sua administração. A firma pode facilmente esquivar-se da disciplina dos preços, conseguindo os recursos necessários para seus investimentos, mesmo tendo uma rentabilidade passada baixa e uma perspectiva também não muito lucrativa. Os acionistas individuais das firmas, sendo dispersos e desorganizados, podem fracassar na tentativa de resistir à expansão<sup>20</sup>. Todas essas limitações no mecanismo dos preços significam que a firma pode expandir seus negócios mesmo sem ser muito lucrativa, sem ter uma boa avaliação do mercado ou a aprovação dos acionistas.

---

<sup>20</sup> Singh , A. "Take Overs" Cambridge Press, (1971)

- **Oferta de Aquisição**

Esta situação extrema, onde o administrador tem o poder absoluto de decidir o rumo da firma e os acionistas são impotentes, só seria possível se não existisse nenhum outro mecanismo disciplinador, fora o do já citado mecanismo dos preços onde o financiamento externo é mais fácil e barato para as firmas mais lucrativas. Existe, porém, um mecanismo que mesmo firmas que possuem acionistas dispersos e que conseguem se auto-financiar têm que reconhecer: a ameaça de uma oferta de aquisição.

Segundo J.E. Meade<sup>21</sup>, “uma empresa que sacrifica lucros por uma vida fácil ou por um crescimento não lucrativo, torna-se passiva de ser adquirida através de uma oferta de aquisição”. Supondo que a gerência de uma firma se tornou displicente no sentido de que não vende os produtos que os consumidores estão desejando comprar (ou pagar mais) ou não está procurando cortar seus custos eficientemente, ou ainda supondo que a gerência está muito lucrativa de negócios; nestas circunstâncias, a substituição da gerência por uma outra mais eficiente (ou mais orientada para o lucro) poderia fazer subir o valor de mercado das ações da firma. É verdade que os acionistas ordinários dispersos não conseguiriam implementar tão grande mudança. Mas uma generosa proposta pelas ações da companhia feita por outra grande companhia ou instituição, poderia fazer com que o controle da firma ficasse com um só dono que poderia fazer a mudança da direção da firma, aumentaria conseqüentemente o valor das ações da referida companhia, conseguindo colher grandes

---

<sup>21</sup> Meade, J. E.” Is The New Industrial State Inevitable?”. Economic Journal p. 372-392

benefícios. A experiência sugere que as grande companhias são, de fato, ameaçadas por este mecanismo disciplinador se elas não forem suficientemente voltadas para o lucro.

Críticos da hipótese da maximização dos lucros afirmam que a motivação dos administradores consiste em obter primeiro segurança e, segundo, crescimento para a organização<sup>22</sup>. De fato, uma taxa de crescimento alta para a organização depende de uma alta lucratividade dos ativos da firma em questão. Lucros são essenciais para financiar o crescimento. Quando o crescimento é financiado por lucros retidos, quanto mais altos forem estes maiores serão as possibilidades de financiar o crescimento. Já se o crescimento de uma firma é financiado pela emissão de novas ações no mercado de capitais, a facilidade de se conseguir estes recursos depende das perspectivas de rendimento destas ações, que em última instância depende da lucratividade dos negócios da firma. Percebemos, assim, que se uma firma deseja crescer e expandir seus negócios, ela tem que procurar ramos lucrativos para esta expansão. O crescimento da firma, então, depende de uma forma ou de outra (lucros retidos ou perspectivas de rendimentos futuros) da procura incessante pelo lucro e da forma mais eficiente de gerenciar seus negócios.

As formas de controle da administração de firmas que têm ações negociadas no mercado de capitais passam, de alguma maneira, pelo preços das ações produzidas pelos agentes econômicos. Uma premissa fundamental é a existência de uma alta e positiva

---

<sup>22</sup> Galbraith, j. K. "The new Industrial State"



correlação entre a eficiência gerencial da firma e os preços de mercado das ações desta. Há fortes evidências, segundo Henry Manne<sup>23</sup> de que esta correlação existe. Existe um argumento em contrário que afirma que os preços relativos produzidos pelo mercado de capitais não são boas medidas de eficiência, já que cada vez mais as transações são realizadas sem informações confiáveis. Porém, existem motivos para acreditar que a inteligência, ao invés da ignorância, em última instância, determina o curso dos preços das ações. As decisões no mercado acionário tendem a ser do tipo dual: ou se compra a ação ou não se compra, ou se fica com a ação ou se vende. Supondo que este tipo de decisão é tomado por acionistas ou potenciais acionistas operando sem informações confiáveis, durante um relativamente largo período de tempo, as decisões tenderão a se distribuir ao acaso, tornando neutro o efeito na formação de preços. As decisões tomadas por aqueles que detêm um maior grau de certeza foram tomadas ao acaso. Levando em consideração um período de tempo mais longo, parece certo afirmar que o preço médio das ações de uma firma será reflexo de uma correta avaliação feita pelo mercado, e terá uma alta correlação com a eficiência gerencial da firma.

- **Fraqueza da Teoria Convencional**

Após o reconhecimento da fraqueza do postulado neoclássico, já mencionado, com a presença dos oligopólios, o argumento da seleção natural foi remodelado em termos de competição no mercado de capitais. É sugerido que mesmo se o mercado de produtos não for perfeito, a competição no mercado de capitais garantirá que somente aqueles que

---

<sup>23</sup> Manne, H. "Mergers and the Market for Corporate Control" *Journal of Political Economy* p. 110-120

maximizam os lucros (de monopólio) sobrevive. A competição no mercado de capitais alocará os direitos do monopólio àqueles que podem utilizá-los da forma mais rentável possível. Dessa forma, um mercado de capitais livre, mesmo que o mercado de produtos seja imperfeito, assegura uma qualidade semelhante entre administradores de empresas monopolistas e de empresas competitivas. Se o mercado de capitais funcionasse da maneira sugerida acima, então as firmas que não procurassem maximizar seus retornos, dado sua gama de recursos, seriam adquiridas por outras firmas maximizadoras de lucros, segundo Galbraith<sup>24</sup>. Assim, o postulado neoclássico seria perfeitamente aceitável mesmo na ausência de competição perfeita no mercado de produtos.

Neste ponto, devemos concluir tudo o que foi discutido neste item. Mostramos que a aquisição é um mecanismo essencial pelo qual o mercado de ações pode desenvolver uma de suas maiores tarefas: alocar da melhor maneira possível os ativos existentes das firmas. Mesmo firmas que não vão usualmente ao mercado para levantar fundos para novos investimentos ou que são controladas por administradores assalariados (cujos objetivos podem ser diferentes dos acionistas) estarão sujeitas a uma disciplina direta do mercado. Se o mecanismo da aquisição funciona perfeitamente, então, por definição, nenhum maximizador de lucros irá permanecer atuando.

Se existe um mercado de capitais perfeito, no sentido de produzir avaliações perfeitas dos preços das ações e de fazer funcionar o mecanismo da aquisição, então a

---

<sup>24</sup> <sup>24</sup> Galbraith, j. K. “The new Industrial State”

maximização dos lucros parece ser o comportamento correto a ser adotado pela firma. “Dadas as condições de oligopólio no mercado de produtos, ainda assim, os benefícios de ser oligopolista serão possuídos por aqueles que souberem aproveitá-los da maneira mais lucrativa o possível.”<sup>24</sup>

### **III.3 - Teorias Gerenciais da Firma**

O crescimento do tamanho das firmas, e a conseqüente separação da propriedade da firma de seu controle mudou consideravelmente a forma de atuação das empresas. A maximização dos lucros, segundo alguns autores não ortodoxos, não pode ser mais tomada como uma verdade irrefutável, já que a natureza e o funcionamento das firmas se modificaram com a evolução do capitalismo.

Este item exhibe, a Teoria Gerencial de Grandes Firmas, desenvolvida por Joseph Mosen e Anthony Downs<sup>25</sup>, onde o argumento utilizado defende que a firma moderna é formada por uma burocracia não uniforme, ocorrendo conflitos internos que desviam a firma de seu objetivo inicial.

A teoria de Robin Marris, em seu livro “The Economic Theory of Managerial Capitalism”<sup>26</sup>, defende a tese de que o administrador da firma tende a maximizar sua função de utilidade que tem o prestígio e o poder como suas variáveis. Tanto o prestígio

---

<sup>25</sup> MONSEN, R. J. Jr. e DOWNS, A. “A Theory of Large Managerial Firms” - The Journal of Political Economy p. 221-236

<sup>26</sup> Marris, R. – “The economic theory of managerial capitalism”

quanto o poder, segundo Marris, aumentam com o tamanho da firma, o que leva o administrador a maximizar o crescimento da firma, tendo como restrição a valoração das ações feita pelo mercado.

As teorias abaixo descritas dão uma boa indicação das propostas novas na Teoria da Firma, onde a ameaça de aquisição assume um papel de restrição. O administrador fica atento ao preço de mercado das ações da empresa e segue em frente com a sua política de crescimento.

- **Teoria Gerencial de Grandes Firms** <sup>27</sup>

Por um longo tempo, o axioma básico da maximização dos lucro pelas firmas dominou o ambiente teórico da economia. Este axioma pode ser aceito quando se fala de firmas pequenas e que são controladas pelos donos. Todavia, desde sua proposição até os dias de hoje, as firmas se tornaram diferentes da firma tradicional tanto em controle quanto em tamanho. Além disso, estes outros tipos de firmas são, hoje, economicamente mais significativos (em termos tecnológicos e de ativos sob seu controle) do que as firmas do tipo tradicional.

---

<sup>27</sup> MONSEN, R. J. Jr. e DOWNS, A. "A Theory of Large Managerial Firms" - The Journal of Political Economy p. 221-236

Nas firmas onde o controle está dissociado da propriedade, e onde esta propriedade é bastante diluída não mais se pode falar em maximização dos lucros como objetivo final da firma. Nestas grandes empresas, onde os gerentes não são seus donos, surgem divergências desviando a empresa do caminho da maximização dos lucros.

Os conflitos de interesse surgem entre pessoas com diferentes posições. Os gerentes de topo possuem objetivos diversos dos gerentes médios e baixos. E a introdução dos objetivos das gerências de menor relevância no processo decisório que altera o comportamento da firma, fazendo com que a maximização dos lucros não seja alcançada.

Monsen e Downs<sup>28</sup> acreditam que a teoria tradicional está correta ao assumir que as pessoas que dirigem negócios são primeiramente motivadas pelo seu próprio interesse. Lutar pelo seu próprio interesse é uma característica humana e não de organizações. Uma firma não é uma pessoa real; logo ela não pode maximizar coisa alguma. Quando os teóricos tradicionais diziam que as firmas maximizavam os lucros, eles realmente queriam dizer que as pessoas que dirigiam as firmas tomavam as decisões de forma a maximizar os lucros das firmas. Quando estas firmas eram dirigidas pelos seus próprios donos, esta suposição era consistente com o axioma do interesse próprio, já que o lucro das firmas era a renda principal de seus donos.

---

<sup>28</sup> MONSEN, R. J. Jr. e DOWNS, A. "A Theory of Large Managerial Firms" - The Journal of Political Economy p. 221-236

Porém, nas firmas maiores e mais modernas, a propriedade e a gerência são funções executadas por diferentes grupos de pessoas. Mesmo a gerência, isoladamente, é uma combinação de funções executadas por vários subgrupos. A Teoria Gerencial de Grandes Firmas nada mais é que a aplicação do axioma do interesse próprio (da teoria tradicional) em um novo tipo de firma: grande empresa com propriedade diversa do controle.

Os gerentes, que em última instância são quem controlam a firma, tendem a maximizar sua função de utilidade. Nela estão incluídos elementos monetários (salários, bônus, ganhos de capital proveniente de opções de ações, etc) e de elementos não monetários (prestígio, poder, segurança, etc). a renda dos gerentes não é intimamente ligada com a obtenção de lucros, já que seu salário é relativamente fixo (não varia significativamente com o lucro). Como resultado, quando os gerentes agem de acordo com seus interesses eles não estão sempre atuando no sentido de maximizar os interesses dos acionistas.

Da mesma forma que às vezes não é do interesse dos gerentes de topo maximizar os retornos dos acionistas, pode também não ser do interesse dos gerentes médio executar as ordens dos gerentes de topo. Os gerentes, a qualquer nível, tendem a executar somente parte das ordens que lhe são passadas. Eles relutarão em executar ordens que reduzam sua renda, poder, prestígio ou chance de evoluir na firma. Em alguma medida eles obedecerão às ordens superiores, caso contrário seriam despedidos por insubordinação, só que sem muito vigor ou imaginação.

Vimos, então, que as ineficiências acima citadas provocam o desvio do curso da grande firma, no que diz respeito à procura pela maximização dos retornos. Porém, estas imperfeições têm um limite: o desejo dos gerentes de permanecerem no cargo. Para tal, os gerentes têm que conseguir manter uma boa imagem da firma perante a sociedade em geral (sindicatos, governo e acionistas). Críticas fortes provenientes de um destes setores poderia abalar a imagem da firma, fazendo com que os acionistas duvidassem da competência dos administradores.

O comportamento dos gerentes é, portanto, guiado pela maximização de seus próprios interesses, tendo como restrição a manutenção de uma boa imagem perante a sociedade (em último caso, os acionistas).

Concluimos, então, que a Teoria Gerencial de Grandes Firms ataca frontalmente a idéia de que todas as firmas desejam maximizar os lucros. Não se pode mais falar de um único objetivo da firma, já que a diversidade de cargos e funções impede que a firma tenha um único objetivo. A complexa e diversificada estrutura interna das grandes empresas, abrangendo diversos grupos sociais, entre eles gerentes de topo, gerentes de nível médio, acionistas, etc, inclui interesses divergentes que produzem como resultado final algo distinto da maximização dos lucros. A interação dos objetivos, motivações e aspirações pessoais determina o objetivo geral da organização e a maneira que ele será perseguido.

- **Teoria Econômica do Capitalismo Gerencial**<sup>29</sup>

A evolução do capitalismo fez com que, em vários setores da atividade econômica, o empresário clássico desaparecesse. Como resultado deste desaparecimento, o controle dos negócios foi transferido para gerentes profissionais. Estes têm um poder considerável sobre a firma, sem no entanto possuir parte significativa das ações, participar dos lucros ou assumir muitos riscos. Não se trata de uma revolução gerencial, e sim, apenas uma lenta substituição de um tipo de organização econômica por um outro, processo este, ainda em andamento.

- **Mercado de Capitais**

O mercado de capitais teve uma grande importância em todo este processo. A sociedade por ações permitiu a intensa diluição da propriedade das firmas, fazendo com que a gerência ficasse à cargo de profissionais independentes dos acionistas. Quanto menor o poder dos acionistas individualmente, mais distante eles ficam dos gerentes, diminuindo seu controle sobre o comportamento da firma. Apesar de certa independência, os administradores profissionais têm que ter um tipo de restrição. Eles são compelidos a dar um nível mínimo de satisfação aos acionistas e a ter uma boa imagem frente ao público geral.

---

<sup>29</sup> Marris, R. –“ The economic theory of managerial capitalism”



Como as ações são negociadas em um mercado organizado, a política de atuação desenvolvida pelos administradores tem influência sobre o preço daquelas. Esta influência é bastante considerada pelos gerentes e influencia as tomadas de decisões.

A avaliação de mercado da firma é, certamente, um dos fatores mais importantes na função de utilidade dos gerentes. Eles se sentem prestigiados quando as ações da empresa têm avaliações positivas. Além do mais, o preço das ações afeta a oferta de recursos financeiros, seja na forma de novas emissões ou na forma de empréstimos. A terceira e maior influência da avaliação das ações feita pelo mercado é com relação à possibilidade de uma mudança radical na distribuição de votos através da tentativa de aquisição. Alguns tipos de políticas causam baixas no preço das ações, de forma que o valor agregado de mercado dos ativos da firma se torna significativamente mais baixo do que seu valor real.

Neste último caso, uma entidade externa à firma (um indivíduo ou grupo organizado) seria beneficiado caso resolvesse comprar ações suficientes para demitir os diretores e emplacar uma nova política de atuação da firma mais eficiente, aumentando o valor de mercado da empresa. Tomar o controle de uma firma existente é muito arriscado e difícil. Mas se os ganhos esperados (lucros da firma adquirida e melhor administrada) forem grandes o suficiente, a tentativa de aquisição acontecerá mais facilmente. Desta maneira, os potenciais compradores são uma ameaça que deixa os gerentes atentos.

O preço das ações, então, também tem um papel relevante no comportamento da firma. É através dele que os administradores são informados da avaliação que o público em geral faz da empresa, tendo um papel proeminente nas políticas a serem adotadas.

- **Comportamento do Administrador**

O estudo do comportamento do administrador<sup>30</sup>, suas ações e reações, contribuiu para o melhor entendimento do funcionamento da grande firma moderna. O executivo está sempre buscando melhorar sua performance, e dentro de seus “goals”, se insere a firma. Quanto mais ela crescer e prosperar melhor será para a auto-estima do executivo.

O executivo é insatisfeito por natureza. À medida que ele consegue atingir suas metas, ele logo cria outras mais desafiantes. A sua extrema identificação com a firma em que trabalha faz com que os seus objetivos sejam os da firma, o sucesso da firma será o seu próprio sucesso.

A procura pelo reconhecimento dentro do seu próprio meio faz com que o executivo tente se superar, alcançado metas mais ambiciosas. O reconhecimento público não surge com uma administração regular, mas sim com atitudes de maior repercussão e apelo no mundo dos negócios.

---

<sup>30</sup> Marris, R. –“ The economic theory of managerial capitalism”

Ao expandir uma firma com sucesso, o executivo não apenas abre novas portas para si mesmo, como também prova ser ele a melhor opção para tal missão. Ele demonstrou sua capacidade como administrador e merece a alta remuneração que lhe é paga. Vemos, então, que a habilidade pessoal é julgada, também, pelo crescimento da firma, e que crescer passa a ser um objetivo estimulado pelo pensamento coletivo.

O comportamento do executivo, da maneira que foi vista acima, o leva a maximizar a taxa de crescimento da firma, estando sujeito a restrições impostas pela segurança. Segurança neste contexto significa estar livre da ameaça de uma aquisição ou de mudanças radicais na diretoria da empresa. A satisfação e o reconhecimento geral conseguido pelo executivo através do crescimento da firma, segundo Marris, são superiores ao que seria conseguido se o objetivo da firma fosse qualquer outro.

- ***Valuation Ratio***<sup>31</sup>

A variável que serve como restrição ao crescimento sem limite é *valuation ratio*, que é definida como o preço de mercado da ação dividido pelo valor patrimonial da ação. A razão de avaliação embute vários aspectos relacionados com o desempenho e perspectivas da firma. Se a razão está abaixo da unidade, tem-se que a firma não está tendo bom desempenho, ou então, não tem boas perspectivas futuras.

---

<sup>31</sup> Marris, R. –“ The economic theory of managerial capitalism”

A razão de avaliação é um reflexo do valor de mercado dos recursos empregados pela firma. Uma firma que é bem administrada, dando um bom retorno em relação a seu capital empregado, deve ter uma avaliação positiva do mercado. Sendo assim, sua razão de avaliação seria maior que a unidade, ou seja, o preço de mercado da firma seria maior que o valor de seu patrimônio. O numerador do *valuation ratio* (preço de mercado das ações) é, portanto, definidor das condições gerenciais da firma, e de seu poder utilizar corretamente os recursos disponíveis. De outra maneira, se uma firma não é bem administrada e não tem boas perspectivas de lucro, seu *valuation ratio* será inferior à unidade. O mercado dará um preço à ação que será menor que seu valor patrimonial. A avaliação do mercado para uma determinada firma é essencial, como já vimos anteriormente, para a oferta de crédito e para uma possível aquisição.

Um possível comprador da firma *i*, por exemplo, tem seu próprio *valuation ratio* da firma em questão, mas esta é obtida levando em consideração uma gerência mais eficiente que seria posta no lugar da anterior. Quando se assume que a firma *i* está prestes a ser adquirida, significa dizer que o possível comprador, que tem o *valuation ratio* mais alto, possui uma razão mais alta que o mercado. Chamando este comprador “mais perigoso” de *j*, temos que as políticas seguras são aquelas que mantêm o *valuation ratio* do mercado acima ou igual à razão do comprador *j*. Qualquer política alternativa é insegura. Temos, então, que olhar o *valuation ratio* como uma restrição. Os gerentes fixam um valor mínimo, abaixo do qual a ameaça de uma aquisição seria muito grande.

A segurança, que segundo Galbraith<sup>32</sup>, é um dos objetivos mais importantes da firma, seria totalmente atingida através de uma política que tomasse os cuidados acima descritos. Já o crescimento, que é um objetivo de grande relevância para os gerentes, pois aumenta seu prestígio e poder, serviria também para a sobrevivência da firma a longo prazo. Uma firma grande é mais difícil de ser adquirida do que uma firma pequena, mas uma firma que tenta crescer muito rapidamente pode correr sérios riscos. Como existe um trade-off entre lucratividade e crescimento, se uma firma cresce rapidamente, seus lucros distribuídos aos acionistas serão baixos, obtendo esta firma um baixo *valuation ratio*, correndo o risco de ser adquirida.

#### **III.4 – Considerações Finais**

Portanto, a tradicional Teoria da Firma, que assume que o objetivo único da firma é a maximização dos lucros, encontra fortes adversários. Surgiu, desta forma, uma nova teoria da firma que é baseada em hipóteses comportamentais dos dirigentes das firmas, ao contrário da teoria ortodoxa que se baseia na atuação competitiva do mercado.

A motivação gerencial desempenha um papel central nestas teorias, onde os desejos e aspirações dos executivos tem o poder de levar a firma para caminhos diferentes da maximização dos lucros. Com a dispersão da propriedade, o executivo vê os controles sobre si mesmo mais fraco, podendo atuar de forma mais autônoma. A autonomia esbarra em limites que vai desde o sentimento de culpa do administrados por estar produzindo pouco

---

<sup>32</sup> Galbraith, j. K. “The new Industrial State”

lucro para os acionistas, até a uma ameaça externa representada por uma oferta de aquisição decorrente do baixo preço das ações.

A necessidade de obter reconhecimento geral, leva o executivo a adotar políticas expansionistas para a firma. O poder e o prestígio decorrentes do grande crescimento é a maior motivação do administrador, que tende a manter a razão de avaliação das ações da firma num patamar mínimo que lhe seja seguro.

A busca do crescimento e de outros objetivos secundários substituiu a antiga maximização dos lucros como objetivo final da firma. Esta substituição pode até ter sido causada pela mudança das firmas típicas. A firma familiar tem importância decrescente no ambiente econômico, enquanto grandes firmas por ações com controle disperso tem importância crescente, fazendo com que cada vez mais, parcelas maiores da economia tenham como fim algo distinto da maximização do lucro.

---

## CAPÍTULO IV – APRESENTAÇÃO DE CASOS

### **Telecomunicações - Mannesmann X Vodafone <sup>33</sup> - Fevereiro de 2000**

A companhia de telecomunicações Vodafone Air-Touch comprou, numa tomada hostil de controle, sua arquirival Mannesmann AG. A transação, que levou três meses para ser acertada, foi não só a maior fusão na área de telecomunicações de todos os tempos, mas também a primeira bem sucedida na Alemanha. Tentativas anteriores foram abatidas por fortes uniões de comércio, dificuldades legais e políticas.

A Vodafone pagou US\$181 bilhões pelo controle da Mannesmann, formando a maior empresa de telecomunicações do mundo. A nova empresa está avaliada em mais de US\$300 bilhões e vai contar com 42 milhões de usuários em 25 países. A nova companhia detém 10% dos usuários de telefonia móvel do mundo e domina os serviços de Internet por meio de celulares. A proposta da Vodafone deixou a Mannesmann com uma parcela de 49,5% da nova empresa, bem próximo ao controle majoritário.

---

<sup>33</sup> Fonte: Gazeta Mercantil / *The Economist* (European Business)

A operação Vodafone/Mannesmann envolve apenas troca de ações, não interferindo diretamente no mercado cambial. Mas ela pode trazer efeitos indiretos favoráveis ao euro. “Se a aquisição da Mannesmann for realmente o início de uma maior abertura da Euroland para os investimentos externos, isto dará suporte ao euro”, diz Robert Lynch<sup>34</sup>.

Essa transação é uma boa amostra da espantosa revolução que vem varrendo o setor de telecomunicações global. A Vodafone, uma empresa que saiu do zero na década de 80, e abriu o seu capital em 1988, transformou-se em um colosso diante do qual a gigante British Telecom, se apequena. A trajetória da Vodafone - de desconhecida empresa britânica para uma das maiores corporações do mundo, e líder global em telefonia celular - foi feita em aproximadamente um ano.

Os números falam por si. O valor de mercado da combinação Vodafone/Mannesmann está em US\$ 328 bilhões, o que coloca a nova empresa entre as cinco ou seis maiores do mundo. O valor da British Telecom é de US\$ 106 bilhões.

Em 1999, a Vodafone comprou a Airtouch, dos Estados Unidos, por US\$ 62 bilhões, e lançou a oferta de compra da Mannesmann. Ainda fechou uma “joint venture” com a americana Bell Atlantic, reunindo as operações celulares das duas nos Estados Unidos para formar a líder do mercado.

---

<sup>34</sup> analista cambial do Paribas em Nova York.



O alto valor da companhia reflete o futuro promissor das companhias de telefonia celular no mundo. Em Fevereiro, a disponibilidade de serviços de Internet em telefones celulares era apenas uma perspectiva, e hoje, é uma realidade. Com menos de 20 anos no mercado e depois da fusão com a Mannesmann, a empresa gigante britânica Vodafone já deixou sua marca na telefonia móvel na Europa.

Em telefonia celular, o grupo Vodafone/Mannesmann controla a número um da Grã-Bretanha, Alemanha e Grécia, a número dois na Itália, Holanda e Portugal (e em breve, possivelmente, na Espanha) e a número três na Suécia, entre outras participações. Mas, apesar de todos os superlativos empregados para descrever a Vodafone e suas aquisições, a empresa ainda é mais um avanço europeu do que global, na visão de Robin McCartney<sup>35</sup> “A Vodafone ainda é extremamente fraca na Ásia”, diz McCartney.

A participação da empresa na Japan Telecom, terceiro lugar em telefonia celular no Japão, foi suplantada pela porção da British Telecom e AT&T (aliadas entre si). Na Coreia, a participação da Vodafone também é inexpressiva pelo avanço de uma operadora japonesa. A empresa britânica tem um pé firme na Austrália e Nova Zelândia, mas estes são mercados periféricos na Ásia.

---

<sup>35</sup> analista de telecomunicações da Robert Fleming Securities, em Londres

A ascensão da Vodafone à plataforma superior do pódio das telecomunicações europeias também convulsiona a estratégia das poderosas ex-monopolistas, como Deutsche Telekom, Telecom Italia, British Telecom e a espanhola Telefónica, montadas em suas grandes redes de telefonia fixa.

- **Gerência**

Chris Gent, que comanda a Vodafone, não é exatamente um capitalista voraz, conquistador hostil de empresas. Mas sua ambição não deve ser subestimada. Como os grandes empresários e homens de negócios que surgiram na “nova economia” nos anos 90, o principal trunfo de Gent foi ter enxergado, antes de muitos, o futuro que aguardava o setor de telecomunicações.

Em meados da década de 80, Gent previu que os telefones portáteis se transformariam em um dos principais objetos de consumo do futuro, tanto em termos de quantidade como de qualidade, isto é, como plataforma para se agregar valor ligado à alta tecnologia. Em uma época em que os celulares eram vistos como ramificação elitista da telefonia fixa, Gent apostou vigorosamente na construção de uma empresa, quase exclusivamente, de telefonia móvel.

Hoje, há previsões de que haverá 1 bilhão de celulares em uso em 2003, servindo a uma parte da humanidade que vai de camponeses pobres em Bangladesh a “investment

bankers” em Londres e Nova York. Com os saltos técnicos, os celulares também despontaram como a plataforma do futuro para a Internet, disputando com os computadores a posição de núcleo central do consumo de alta tecnologia.

Se é inegável que os celulares tiveram um crescimento acima de todas as previsões feitas há poucos anos atrás, talvez ainda seja cedo para prever que eles atingirão a importância transcendental descrita acima. Mas a “nova economia” é composta de sonhos e apostas, e Gent soube prever as grandes valorizações conferidas às empresas de tecnologia, usando as ações da Vodafone, para ofensivas aquisições.

- **Oferta hostil de controle (*Hostile Takeover*)**

O negócio também apontou para uma política de fusões mais agressivas na Europa, onde tradicionalmente as transações são conduzidas de forma mais corporativa do que nos Estados Unidos. Entende-se por hostil takeover, uma oferta de aquisição feita diretamente aos acionistas, contra a vontade da diretoria.

“Preferimos fazer transações em base consensual e estimulamos os clientes a participar de transações amigáveis”, afirmou Rick Sapp<sup>36</sup>. “Mas se um cliente sentir que uma oferta

---

<sup>36</sup> Diretor dos serviços de consultoria européia da Goldman Sachs, que participou diretamente da operação. A Goldman abandonou a regra de não dar consultoria a ofertas hostis e está liderando aquisições ostensivas.

hostil é a única forma de fazer com que eles atinjam o seu objetivo estratégico, os apoiaremos.”

O chairman da Mannesmann, Klaus Esser, realizou uma forte ofensiva contra a oferta de aquisição, logo em que esta foi lançada. O executivo expôs os seus argumentos de que os acionistas da Mannesmann sairão perdendo caso aceitem a oferta. A peça central da defesa de Esser foi a divulgação de projeções sobre resultados futuros do negócio de telecomunicações da Mannesmann. Para ele, o desconhecimento do mercado daqueles números seria o principal fator para explicar porque as ações da empresa alemã, que fecharam ontem a 204,5 euros, estão muito abaixo da oferta da Vodafone, atualmente em torno de 250 euros por ação. Na verdade, Esser achava que o valor da Mannesmann estava muito acima da proposta da Vodafone. Um dos argumentos de defesa da diretoria da Mannesmann era o de que a Vodafone tinha um excesso de participações minoritárias, e uma das motivações para o takeover é justamente a vontade da empresa britânica de acrescentar o controle das maiores operadoras celulares na Alemanha e Itália (hoje com a Mannesmann) à sua carteira.

Contudo, para a grande maioria dos acionistas da Mannesmann, o fato da ação estar no nível que estava, provocou dúvidas sobre a capacidade de Esser de conduzir a empresa ao cumprimento de seus objetivos futuros. O preço de mercado, reflete a percepção momentânea sobre a empresa. Além disso, o fato da maioria dos grandes investidores norte-

americanos terem ações das duas companhias fez com que a fusão caminhasse para uma vitória da oferta da Vodafone.

- **Teoria da Firma**

Firmas que possuem acionistas dispersos, como a Mannesmann, sofrem a ameaça da Oferta de Aquisição. Caso presenciem uma trajetória desfavorável para suas ações, os acionistas tendem a aceitar mais facilmente uma generosa proposta pelas ações da companhia feita por alguma outra instituição. Isso porque a centralização do controle poderia acarretar uma mudança de direção da firma, aumentando assim o valor de suas ações.

As evidências apontadas por Henry Manne<sup>37</sup> no capítulo sobre Teoria da Firma apontam para uma correlação direta entre o preço de mercado das ações e a eficiência gerencial da firma. Contudo, não há evidências de má gerência da Mannesmann. Suas ações provavelmente foram apenas subvalorizadas pelo mercado, o que não fez com que a empresa escapasse do mecanismo de aquisição.

A Teoria Gerencial de Grandes Firmas, apresentada anteriormente, afirma que a gerência das empresas modernas está cada vez mais dispersa, causando constantes conflitos de interesse. Isso se aplica diretamente ao caso Vodafone/Mannesmann. A Mannesmann acabou sendo vítima da Teoria Econômica do Capitalismo Gerencial, afinal, como foi

---

<sup>37</sup> Manne, H. "Mergers and the Market for Corporate Control" *Journal of Political Economy* p. 110-120

colocado no capítulo anterior, os acionistas estão atentos a performance da empresa e seu termômetro é o preço de mercado das ações. Caso os ganhos esperados com uma oferta de aquisição sejam grandes o suficiente, o *takeover* hostil tende a acontecer.

Além disso, Chris Gent que comanda a Vodafone, se encaixa perfeitamente no perfil de executivo analisado no estudo do comportamento do administrador, também no capítulo sobre a Teoria Microeconômica. Líder nato, sempre enfrentou desafios, formulou metas ambiciosas e administrou uma expansão de sucesso dentro de sua firma.

A conquista da Mannesmann espalhou, ao mesmo tempo, medo e animação no mercado. Medo, porque sólidas firmas agora, sentem-se vulneráveis ao ataque de outras, e animação, devido às novas possibilidades que se abriram às empresas européias. Além disso, essa operação é um forte sinal de que F&A's jamais imaginadas podem ocorrer. Pela primeira vez desde o início dos anos 90, a Europa apresentou um maior volume de negócios do que os Estados Unidos como porcentagem de capitalização do mercado de ações. O continente se tornou um paraíso para investimentos, sobretudo para os americanos.

A oferta da Vodafone acabou sendo sinônimo de um ditado popular entre os administradores europeus: “put your house in order, or someone else will do it for you”

## **Indústria Automobilística – Daimler-Benz X Chrysler<sup>38</sup> – Maio de 1998**

Focalizando sua atenção no bem-estar das pessoas, as novas empresas, antecipam tendências e percorrem os caminhos da busca constante da excelência em soluções de transporte. Esta busca motivou a fusão da Daimler-Benz AG com a Chrysler Corporation, companhia norte-americana de negócios automotivos e serviços financeiros, caracterizada também por uma forte cultura de inovação e altos padrões de qualidade. Dessa fusão surgiu uma nova organização: a DaimlerChrysler AG. Empresa preparada para atuar no terceiro milênio e orientada para se tornar a companhia automobilística e de transporte melhor posicionada globalmente. Foi a alteração mais significativa à estrutura de base da indústria de automóveis europeia nos últimos tempos.

A empresa se posicionou como o quarto maior produtor mundial de veículos automóveis a seguir à GM, Ford e a Toyota. Após a fusão Chrysler/Daimler-Benz, esperam-se outras concentrações. A tendência é de que todos os fabricantes procurarão reduzir os custos e melhorar as economias de escala. Apresenta-se como inevitável, a racionalização das linhas de produção destas empresas.

A transação ficou em torno de US\$ 43 bilhões por meio de recompra de ações e dívidas assumidas. É a maior incorporação conhecida de uma empresa americana por uma companhia estrangeira. Além disso, é a terceira maior montadora do mundo em receita

---

<sup>38</sup> Fonte: Gazeta Mercantil / *The Economist* (Merger Brief)

(US\$ 139 bilhões) e a quinta em produção. O controle ficou com a Daimler, com 57% do capital, ficando os 43% restantes com a Chrysler.

Na Ásia, a aquisição da Chrysler pela Daimler-Benz deverá aumentar a pressão sobre os fabricantes de autopeças, levando a um processo de fusão entre os fornecedores para cortar seus próprios custos bem como o das montadoras. A indústria de autopeças européia e asiática já estão passando por um processo de consolidação. Mas, enquanto o ritmo de fusões e aquisições no setor de automobilístico é de dois negócios por semana nos Estados Unidos, ocorreram apenas três fusões no Japão nos últimos dois anos. Sem um processo de concentração, as montadoras japonesas e seus fornecedores de autopeças correm o risco de perder mercado para os concorrentes internacionais.

“A transação como um todo é muito positiva. A Chrysler pode expandir suas atividades na Europa e a Daimler ganha uma oportunidade para entrar no mercado norte-americano”, avaliou Han-Guenter Vomhof<sup>39</sup>.

A fusão também aumentou o mix de produtos das empresas, que incluiria desde o Classe A da Mercedes-Benz (o primeiro automóvel que a montadora vai produzir fora da Alemanha) passando pelo Neon, da Chrysler, até os modelos top de linha, como a Caravan. Isto sem contar os ônibus e caminhões da Mercedes-Benz.

---

<sup>39</sup> chefe da divisão de comércio interno do Westdeutsche Landesbank



A rede de distribuição foi outro foco de mudanças. Diminuíram as concessionárias localizadas em regiões vizinhas. Neste caso, a Mercedes, que só iniciou a produção local no final de 1999, usufruiria das revendas instaladas pela Chrysler, que já se adiantou na instalação de sua rede de concessionárias.

- **Operações *cross-border***

Quando, a dois anos atrás, Daimler-Benz, a mais rentável empresa automobilística da Alemanha, revelou sua fusão com a pequena, contudo a mais eficiente das montadoras americanas, Chrysler, todos acreditavam que um negócio impecável estava ocorrendo.

Entretando, fusões *cross-boarder* são perigosas, afinal, requerem não só coesão geográfica, como também de escritórios e fábricas com diferentes culturas nacionais e corporativas. Esse ponto foi colocado em discussão nas negociações que antecederam a fusão. Essas dificuldades foram agravadas pelo sentimento dos americanos de que a fusão não era igualitária, já que os alemães estavam ditando as principais regras do acordo. Alguns executivos e engenheiros da Chrysler se sentiam vendidos aos estrangeiros e vulneráveis aos rígidos comandos que poderiam invadir sua empresa. A Daimler possuía um perfil metódico enquanto a Chrysler era conhecida como uma empresa ofensiva e arrojada.

Inicialmente tudo parecia seguir muito bem por um lado. A nova empresa Daimler-Chrysler anunciou negócios com a Mitsubishi Motors do Japão e com a Hyundai da Coreia

do Sul. Mas a fusão, na verdade, saiu diferente do idealizado. Surgiram problemas financeiros. A DaimlerChrysler acabou abandonando sua meta de economia de custos, mesmo os investidores se mantendo suficientemente interessados. Não houve uma comunicação clara o bastante entre a empresa e os investidores, o que fez com que o preço de suas ações no mercado declinasse. O mercado parecia céptico com as perspectivas da fusão.

Os outros problemas são operacionais. Os rumores de descontentamento interno dentro da firma crescem. A competição no mercado automobilístico está se intensificando, e a necessidade de diminuir custos dificulta ainda mais a posição da Chrysler. Até mesmo o acordo feito com a Mitsubishi é um sinal de que a transação *cross-border* não era suficiente: uniu duas linhas de produção complementares na América e na Europa, mas falhou em sanar a fraqueza das duas empresas no mercado asiático e latino-americano.

As dificuldades geográficas se aprofundaram. Houve uma fusão de duas maneiras muito distintas de se conduzir negócios. A Daimler era burocrática, conservadora e formal. As reuniões de diretoria eram geralmente muito longas e cheias de discussões. Já os americanos são mais espontâneos, com a maioria de suas apresentações feitas oralmente e bem objetivas.

Ao mesmo tempo, apesar de que os administradores da Chrysler terem um retorno até mesmo, três vezes maior do que os alemães, condenam o perfil gastador destes. Os

executivos da Daimler dão prioridade a bons hotéis e passagens de primeira classe em suas viagens de negócios. Os problemas culturais geraram atritos que não são comuns em operações dentro de um mesmo país. Essas dificuldades não haviam sido previstas nas reuniões que antecederam o acordo.

Ainda é cedo para anunciar o colapso desta fusão. O verdadeiro teste da empresa acontecerá em dois ou três anos, quando os primeiros produtos, desenvolvidos completamente após a fusão, entrarem no mercado. Se a DaimlerChrysler mostrar que suplantou os problemas financeiros, geográficos e de relacionamento, lançando carros novos de sucesso, com um conseqüente alto nível de lucro, a fusão terá sido benéfica. Restaria então apenas uma lição para empresas de países diferentes que desejam se fundir. Afinal os problemas cross-border só vêm à tona quando o acordo não tem sucesso.

As últimas notícias sobre esta fusão apontam de fato, para uma falha no negócio. “Acionistas da DaimlerChrysler estão exigindo a renúncia de Juergen Schrempp, principal executivo da empresa, devido a queda dos preços das ações (...)A saída de Schrempp é o centro de uma série de manifestações, principalmente após Kirk Kerkorian, o terceiro maior acionista da DaimlerChrysler, ter entrado com uma ação exigindo a cisão da empresa. Segundo a Bloomberg News, o diretor financeiro Manfred Gentz e o presidente do conselho de supervisão, Hilmar Kopper, são réus na ação em que Schrempp é acusado de mentir aos

acionistas da Chrysler ao apresentar a aquisição da empresa pela Daimler-Benz, em 1998, como uma 'fusão entre iguais'.<sup>40</sup>

## CONCLUSÃO

O mecanismo de aquisição em um mercado de capitais bastante desenvolvido, apesar de oferecer um certo tipo de disciplina para firmas pequenas e com baixa rentabilidade, não parece dar suporte à Teoria Neoclássica da Firma, já que as firmas grandes fogem desta disciplina.

Devido ao fato do processo de seleção natural, invalidado pelas aquisições, funcionar com maior veemência contra as firmas menores, conclui-se que o postulado da nova Teoria Gerencial da Firma se adere com maior afinco à realidade. Estas teorias assumem que os gerentes das firmas, por vários motivos como salários, poder, prestígio, etc..., estão mais interessados em aumentar o tamanho da organização em que trabalham do que em aumentar a sua rentabilidade.

---

<sup>40</sup> Fonte: Gazeta Mercantil -

Apesar de as conclusões acima não serem compatíveis com a noção de mercado de capitais e mecanismo de aquisição perfeitos, elas se inserem em termos de um mercado de capitais mais realista. O ponto básico é que existe assimetria no processo de aquisição onde é muito mais fácil e compreensível, com taxas de lucro dadas, uma firma grande adquirir um firma pequena do que acontecer o inverso.

Portanto o mercado de capitais, através do mecanismo da aquisição, não cumpre sua tarefa alocativa de garantir que os bens existentes das firmas estão sendo utilizados de forma mais rentável possível. As firmas que não conseguem sobreviver ao processo de seleção natural nem sempre são aquelas com registros passados de menor lucratividade. Dentre as firmas adquiridas se encontram, também, empresas das mais rentáveis.

A afirmação de que os preços das ações refletem a eficiência gerencial parece equivocada. As oscilações dos preços das ações devido a mudanças no comportamento dos agentes, a especulações, e ao inevitável desconhecimento do futuro, parecem anular a suposta correlação entre a eficiência gerencial da firma e o preço de suas ações. Como a disciplina do mercado acionário através do mecanismo da aquisição depende substancialmente de formação dos preços, percebe-se que a referida disciplina não funciona da maneira esperada.

A função alocativa do mercado não é, portanto, cumprida. O mercado de capitais assume outras funções, que não a alocativa, de suma importância. Dentre estas, pode-se

citar a liquidez que o mercado dá aos agentes. A liquidez das ações negociadas em bolsa é essencial para o perfeito funcionamento do mercado, já que permite que os agentes econômicos tenham rápido acesso aos recursos anteriormente investido em ações sem prejuízo no preço.

O que parece estar por trás do mecanismo de aquisição é o papel que o mercado de capitais exerce no processo de concentração e centralização da economia. O referido mercado, recentemente, desenvolveu instituições financeiras especializadas em aquisições e está alterando o ambiente econômico de maneira mais perceptível.

## **BIBLIOGRAFIA**