

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
MESTRADO EM INTEGRAÇÃO LATINO-AMERICANA**

**REESTRUTURAÇÃO PATRIMONIAL DE EMPRESAS  
NO BRASIL E NA ARGENTINA  
(1990-1999)**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**Aline Solange Knorst**

**Santa Maria, RS, Brasil**

**2007**

**REESTRUTURAÇÃO PATRIMONIAL DE EMPRESAS  
NO BRASIL E NA ARGENTINA  
(1990-1999)**

**por**

**Aline Solange Knorst**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Integração Latino-Americana, Área de Concentração em Integração Econômica, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para obtenção do grau de  
**Mestre em Integração Latino-Americana.**

**Orientador: Prof. Dr. Pascoal José Marion Filho**

**Santa Maria, RS, Brasil**

**2007**

**Universidade Federal de Santa Maria  
Centro de Ciências Sociais e Humanas  
Mestrado em Integração Latino-Americana**

A Comissão Examinadora, abaixo assinada,  
aprova a Dissertação de Mestrado

**REESTRUTURAÇÃO PATRIMONIAL DE EMPRESAS  
NO BRASIL E NA ARGENTINA  
(1990-1999)**

elaborada por  
**Aline Solange Knorst**

como requisito parcial para obtenção do grau de  
**Mestre em Integração Latino-Americana**

**COMISSÃO EXAMINADORA:**

**Pascoal José Marion Filho, Dr. (UFSM)**  
(Presidente/Orientador)

**Gilberto de Oliveira Veloso, Dr. (UFSM)**

**Paulo Ricardo Feistel, Dr. (UFSM)**

Santa Maria, 25 de julho de 2007.

## AGRADECIMENTOS

Ao concluir esta dissertação, gostaria de agradecer a todas as pessoas que estiveram envolvidas na sua construção e, especialmente,

– ao meu professor orientador, Dr. Pascoal José Marion Filho, pela atenção, paciência e dedicação na orientação e construção deste trabalho;

– aos demais professores do MILA, que auxiliaram na expansão dos meus conhecimentos;

– à secretária do Curso, dona Maristela;

– à minha mãe, Nelsi, e meus irmãos, Marcelo, Ângelo e André, por sempre acreditaram em mim e darem apoio incondicional às minhas decisões, mesmo as mais difíceis;

– ao meu noivo, Márcio, que por tantos anos soube compreender e esperar e que me incentiva a buscar novas conquistas;

– à minha segunda família, formada por grandes amigos em Santa Maria, agora dispersada pelo Brasil: Angélica Moro e Diogo Lüdtke, Cláudia Sonaglio e Carlos Zamberlan, e Rúbia Fava. Vocês são pessoas especiais cuja convivência trouxe alegrias e experiências para a vida inteira;

– aos amigos, de modo particular, a Cláudia Carson, pelas aulas de inglês, mas acima de tudo, pela amizade e confiança; e o professor do curso de Ciências Econômicas da UFSM, Luiz Antônio Rossi de Freitas, pelo incentivo na realização do curso e por suas palavras de apoio;

– aos colegas do mestrado que participaram desta jornada, em especial, aos que se tornaram grandes amigos – Erondina, Everton e Ledi – parceiros nos momentos de dúvidas e de descontração.

A todos vocês, meus sinceros agradecimentos.

## **RESUMO**

Dissertação de Mestrado  
Mestrado em Integração Latino-Americana  
Universidade Federal de Santa Maria

### **REESTRUTURAÇÃO PATRIMONIAL DE EMPRESAS NO BRASIL E NA ARGENTINA (1990-1999)**

AUTORA: ALINE SOLANGE KNORST

ORIENTADOR: PASCOAL JOSÉ MARION FILHO

Data e Local da Defesa: Santa Maria, 25 de julho de 2007.

Este trabalho apresenta o processo de reestruturação patrimonial ocorrido nas economias do Brasil e da Argentina nos anos 1990. Neste período, as mudanças no ambiente econômico internacional e nos ambientes nacionais proporcionaram novas oportunidades de negócios em todo o mundo. Entre os fatores externos associados ao crescimento dos processos de fusão e aquisição nestes países é destacada a saturação de alguns mercados de países desenvolvidos, a liquidez financeira mundial, as mudanças na estrutura regulatória dos países desenvolvidos, o processo de integração regional e a reestruturação produtiva mundial. Em relação aos fatores internos, são destacados os processos de abertura comercial, de privatização, de liberalização financeira e a desregulamentação/regulamentação da economia. No Brasil, os processos de fusão e aquisição foram realizados em sua maioria por empresas transnacionais, que já detinham parcela significativa do mercado, evidenciando o processo de desnacionalização da economia. Na Argentina, o resultado do processo de reestruturação patrimonial na economia foi à ampliação da participação de empresas estrangeiras e o fortalecimento de grandes grupos econômicos nacionais. Tanto no Brasil quanto na Argentina, o ciclo de F&As mostrou-se vinculado ao movimento internacional. Entretanto, o crescimento da participação das economias neste movimento ocorreu em momentos diferentes. Neste aspecto, as F&As foram de maior relevância para a Argentina no início dos 1990, enquanto no Brasil, cresceram a partir da metade do período.

**Palavras-chave:** Fusões e Aquisições; Abertura econômica; Investimento Externo Direto.

## **ABSTRACT**

Master's Degree Dissertation  
Master's Course of Latin-American Integration  
Federal University of Santa Maria

### **PATRIMONIAL RESTRUCTURING OF FIRMS IN BRAZIL AND ARGENTINA (1990-1999)**

AUTHOR: ALINE SOLANGE KNORST

ADVISOR: PASCOAL JOSÉ MARION FILHO

Defense Date and Place: Santa Maria, July 25, 2007.

This work presents the patrimonial restructuring process occurrence in the economies of Brazil and Argentina in 1990s. In this period, the changes in the international economic environment and national environments had provided new chances of businesses in the whole world. It enters the external factors associates to the growth of the merger and acquisition processes in these countries is detached the markets saturation of some developed countries, the world-wide financial liquidity, the changes in regulation structure of developed countries, the regional integration process and the world-wide productive reorganization. In relation to the internal factors, the privatization processes, the commercial opening, the financial liberalization and the regulation/deregulation of the economy are detached. In Brazil, the merger and acquisition processes had been carried through in its majority for transnational companies, who already withheld significant parcel of the market, evidencing the economy process of denationalization. In Argentina, the result of patrimonial reorganization process in the economy was to the magnifying of the participation of foreign companies and the strengthening of great national economic groups. In each country, Brazil and Argentina, the cycle of M&As revealed entailed to the international movement. However, the growth of the economies participation in this movement occurred at different moments. In this aspect, the M&As had been bigger relevance at the beginning of the 1990 for Argentina, while in Brazil, had grown from the half of the period.

**Keywords:** Mergers and Acquisitions; Economy opening; Foreign Direct Investment.

## **LISTA DE FIGURAS**

FIGURA 1 – A estrutura das fusões e aquisições transfronteiriças .....	19
FIGURA 2 – As motivações das F&As transfronteiriças .....	23
FIGURA 3 – Modelo conceitual e variáveis explicativas .....	30

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Taxas de juros dos Estados Unidos, 1990-1999 (%a.a.) .....	35
TABELA 2 – Comércio de mercadorias de determinados acordos de integração regional, 1999 (em bilhões de dólares e porcentagens) .....	45
TABELA 3– F&AS transfronteiriças, por porcentagem de propriedade, 1990-1999 (porcentagem do número total de negócios) .....	49
TABELA 4 – F&As transfronteiriças mundiais por tipo: horizontal, vertical e conglomerada, 1990-1999 (porcentagens) .....	50
TABELA 5 – F&As transfronteiriças: Compras (C) e Vendas (V) por região, 1990-1999 (em bilhões de dólares) .....	51
TABELA 6 – Privatização no Brasil: resultados e dívida transferida, 1991-1999 (em milhões de dólares) .....	65
TABELA 7 – Fluxos de IED no Brasil, 1990-1999 (em milhões de dólares) .....	70
TABELA 8 – Entradas totais por privatizações nacionais e estaduais na Argentina, 1990-1999 (em milhões de dólares) .....	80
TABELA 9 – Capital nacional (CN) e capital estrangeiro (CE) nas privatizações na Argentina, 1990 -1999 (em milhões de dólares) .....	81
TABELA 10 – Evolução dos fluxos, rendas e estoque de IED na Argentina, 1990-1999 (em milhões de dólares correntes) .....	85
TABELA 11 – Participação relativa das Empresas Estrangeiras (EE) e das Empresas Nacionais (EN) nas 500 maiores empresas da Economia Brasileira (%) .....	90
TABELA 12 – Relação percentual entre F&As e IED (%), 1990-1999 .....	91
TABELA 13 - Número de F&As no Brasil, 1992-1999 .....	92
TABELA 14 – Vendas e compras de F&As transfronteiriças no Brasil, 1990-1999 (em milhões de dólares e porcentagem) .....	93
TABELA 15 - Vinculação das operações de F&As com a reestruturação de empresas e setores privatizados (em percentual) .....	97
TABELA 16 – F&As realizadas na Argentina, 1990-1999. Desagregação por origem de capital (montantes em milhões de dólares) .....	98
TABELA 17 - Vendas e compras de F&As transfronteiriças na Argentina, 1990-1999 (em milhões de dólares e porcentagem) .....	101

## LISTA DE ANEXOS

ANEXO A – F&As transfronteiriças, por setor e indústria vendedora, 1990-1999 (em milhões de dólares) .....	118
ANEXO B – F&As transfronteiriças, por setor e indústria compradora, 1990-1999 (em milhões de dólares) .....	120
ANEXO C – F&As no Brasil: comparação anual por setores, 1992 -1999 .....	122
ANEXO D – Desagregação setorial das F&As realizadas na economia argentina por empresas locais, 1992-1999 (em milhões de dólares) .....	123
ANEXO E – Desagregação setorial das F&As realizadas na economia argentina por investidores estrangeiros, 1992-1999 (em milhões de dólares) .....	124

# SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	11
<b>1.1 Definição do problema</b> .....	12
<b>1.2 Objetivos</b> .....	13
<b>1.3 Justificativa</b> .....	13
<b>1.4 Estrutura do trabalho</b> .....	14
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO E METODOLOGIA</b> .....	16
<b>2.1 Aspectos teóricos</b> .....	16
2.1.1 As formas de reestruturação patrimonial .....	16
2.1.2 A reestruturação patrimonial de empresas e o ambiente econômico .....	21
<b>2.2 Metodologia</b> .....	29
2.2.1 Método de pesquisa .....	29
2.2.2 Modelo conceitual e variáveis explicativas .....	29
2.2.3 Fonte de dados .....	31
<b>3 MUDANÇAS NA ECONOMIA MUNDIAL NOS ANOS 1990</b> .....	32
<b>3.1 Saturação dos mercados nas economias desenvolvidas e liquidez financeira internacional</b> .....	33
<b>3.2 Mudanças na estrutura regulatória dos países desenvolvidos</b> .....	38
<b>3.3 Integração regional</b> .....	43
<b>3.4 Reestruturação produtiva na economia mundial</b> .....	46
<b>4 MUDANÇAS ESTRUTURAIS NO BRASIL E NA ARGENTINA NOS ANOS 1990</b> .....	54
<b>4.1 Mudanças estruturais na economia brasileira</b> .....	54
4.1.1 Abertura comercial .....	55
4.1.2 Privatizações .....	59
4.1.3 Liberalização financeira .....	66
4.1.4 Estrutura regulatória .....	72
<b>4.2 Mudanças estruturais na economia argentina</b> .....	74
4.2.1 Abertura comercial .....	74
4.2.2 Privatizações .....	77
4.2.3 Liberalização financeira .....	83
4.2.4 Estrutura regulatória .....	87
<b>5 PROCESSOS DE REESTRUTURAÇÃO PATRIMONIAL NO BRASIL E NA ARGENTINA NOS ANOS 90</b> .....	89
<b>5.1 Fusões e aquisições no Brasil</b> .....	89
<b>5.2 Fusões e aquisições na Argentina</b> .....	96
<b>5.3 Análise comparativa entre as fusões e aquisições no Brasil e na Argentina</b> .....	102
<b>6 CONCLUSÕES</b> .....	107
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	109
<b>ANEXOS</b> .....	117

# 1 INTRODUÇÃO

Os processos de reestruturação patrimonial são freqüentes na economia. Nos países desenvolvidos, os processos de reestruturação patrimonial passaram a ser mais intensos já nos anos 1980, com o aumento das transações nos Estados Unidos da América (EUA), e se difundiram pela Europa, com destaque para a Grã-Bretanha. Entretanto, assumiram proporções mais significativas nos anos 1990, tanto nas economias desenvolvidas quanto nas economias em desenvolvimento, sendo mais representativos nas primeiras.

Nesse sentido, inserido em um movimento de reordenação da economia após um período marcado pela instabilidade dos anos 1980, resultado dos choques do petróleo e do aumento da taxa de juros nos Estados Unidos, as empresas aproveitaram a realização de reformas econômicas em diversos países para realizar processos de expansão. Com o aumento da competitividade e a maior integração da economia mundial, as empresas foram forçadas a buscar novos mercados, sendo o meio mais rápido de entrada a compra de uma empresa já existente. As empresas buscavam assim, garantir poder de mercado, reduzir riscos, adquirir economias de escala, além de obter benefícios com a aquisição de ativos já existentes.

No Brasil, esse movimento das empresas em direção a novos mercados e em busca de competitividade marcou a economia nos anos 1990. Os processos de reestruturação patrimonial ocorreram em meio a importantes mudanças no ambiente econômico, voltadas para a maior abertura da economia e menor intervenção estatal. Na Argentina, a situação econômica era similar à do Brasil, e o reordenamento do papel do Estado também esteve em pauta. A pressão externa pela abertura de novos mercados e a necessidade de ambas as economias se inserirem em um contexto global, contribuiu para que as mudanças estruturais da economia favorecessem a intensificação dos processos de Fusões e Aquisições (F&As) nos dois países.

Tanto no Brasil quanto na Argentina, as empresas tiveram que se adaptar rapidamente a essas mudanças no cenário econômico. Nessa perspectiva, esta dissertação se concentra no estudo da reestruturação patrimonial de empresas nas economias brasileiras e argentinas, mais especificamente nos casos de F&As, destacando-se os principais fatores que contribuíram para a intensificação desses processos no panorama internacional e interno dessas economias, apresentando um quadro comparativo dos processos entre os países.

## 1.1 Definição do problema

A onda de processos de reestruturação patrimonial, ocorrida nos anos 1990 no Brasil e na Argentina, faz parte de um fenômeno mundial, desencadeado por diversas razões, dentre as quais se destacam as mudanças na política e no ambiente econômico, como, por exemplo, a abertura econômica de diversos países e a conexão da economia mundial por meio da liberalização dos fluxos de capitais.

Na economia internacional, foi constatado o aumento da liquidez financeira dos países desenvolvidos, ao mesmo tempo em que ocorriam casos de saturação de mercado e de recessão econômica em países afetados pela queda na taxa de juros norte-americana. Outras mudanças verificadas foram: a alteração na estrutura regulatória dos países desenvolvidos, permitindo mais investimentos fora do país de origem, bem como a ampliação do processo de reestruturação produtiva para os países em desenvolvimento e a formação e a consolidação de blocos econômicos regionais nos anos 1990. Esse conjunto de fatores levou os investimentos nas economias em desenvolvimento a serem novamente atrativos e permitiu o avanço das Empresas Transnacionais (ETs) em novos mercados.

As transformações nas economias do Brasil e da Argentina iniciaram no final dos anos 1980, com o processo de abertura comercial, e foram seguidas pelos programas de privatização, liberalização financeira e de desregulamentação dos mercados. O principal objetivo dessas mudanças foi o de reduzir o papel do Estado na economia, tornando-as, assim, atrativas no contexto de investimentos internacionais. Diante desse novo panorama, as empresas instaladas naqueles países viram-se expostas à concorrência internacional e foram obrigadas a aumentar sua competitividade.

Essas mudanças permitiram a maior participação de estrangeiros nas economias nacionais, por meio do Investimento Externo Direto (IED), utilizado para realizar F&As. O IED tornou-se o caminho “(...) para consolidar e melhorar a posição competitiva global, mediante o aproveitamento dos ativos ‘de propriedade’ da firma absorvida ou associada – capacitação técnica, marcas ou nomes estabelecidos, redes de fornecedores, sistemas de distribuição etc.” (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1999, p. 21). Os fluxos de IED, de uma forma geral, cresceram nas economias em desenvolvimento nos anos 1990. A participação nas entradas representou 19% entre 1984-1989, contra 37% em 1996. Já, nas saídas, representou 5% entre 1984-1989 e 15% em 1996. A parcela de IED destinada às F&As nessas economias passou de uma participação inferior a 2% do total mundial, em 1988, para aproximadamente 30% em 1996. A participação da Argentina no total mundial de F&As entre os anos de 1990 e

1995 foi de 1,7%, enquanto a do Brasil foi de 0,8% no mesmo período (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1999).

Nesse contexto, entendendo que as mudanças estruturais nas economias nacional e internacional provocaram alterações na estrutura patrimonial das empresas, desperta-se a necessidade de identificar de que maneira tais processos ocorreram na Argentina e no Brasil nos 1990, assim como verificar se existem semelhanças entre eles. Deste modo, este estudo pretende responder à seguinte questão: Como ocorreu o processo de reestruturação patrimonial de empresas no Brasil e Argentina no período de 1990 a 1999 e quais foram os seus principais dinamizadores?

## **1.2 Objetivos**

O objetivo geral deste trabalho é avaliar o processo de reestruturação patrimonial de empresas no Brasil e na Argentina, identificando os determinantes de maior relevância nos ambientes nacional e internacional no período de 1990 a 1999.

Entre os objetivos específicos a serem abordados para o alcance do objetivo geral estão:

- a) avaliar as mudanças ocorridas no ambiente externo que contribuíram para a reestruturação patrimonial no Brasil e na Argentina;
- b) avaliar as mudanças ocorridas no ambiente interno do Brasil e da Argentina que facilitaram a reestruturação patrimonial;
- c) verificar a existência de semelhança nos processos de reestruturação patrimonial de empresas no Brasil e na Argentina.

## **1.3 Justificativa**

A intensificação dos recentes processos de reestruturação patrimonial nos anos 1990, em meio a mudanças estruturais da economia, torna instigante o estudo do tema. Segundo Bonelli (2000), as transações de F&As foram relevantes em todo o mundo durante os anos 1990, inclusive nos países em desenvolvimento. Esses processos foram importantes atrativos para a realização de IEDs no Brasil e na Argentina no mesmo período. De acordo com a CEPAL (2005), os processos de fusão e aquisição continuam sendo o objetivo do IED realizado, representando, entre os anos de 1995-2004, em torno de 30% desse tipo de investimento nesses países.

Para Garrido e Peres (1998), as reformas estruturais nas economias latino-americanas sempre foram acompanhadas de perto, por meio da análise das variáveis macroeconômicas. Entretanto, os estudos voltados aos agentes econômicos, que sofrem diretamente as conseqüências de tais reformas, permanecem à margem. Tal situação é considerada um paradoxo, já que, de acordo com o enfoque da política adotada, deveria haver um crescente interesse na análise das estratégias e do desempenho das empresas. Após a realização das reformas, as empresas se tornariam o principal agente econômico. Bonelli (2000) ressalta que as mudanças estruturais ocorridas na América Latina estiveram interligadas com os movimentos de F&As de empresas, porém, há poucas evidências e análises empíricas em relação à extensão e à direção desses movimentos na esfera regional.

A opção de abordar a reestruturação patrimonial na Argentina e no Brasil se deu pela relevância dessas duas economias na América Latina, em especial dentro do bloco comercial Mercado Comum do Sul (MERCOSUL). A delimitação do período – os anos 1990 - se deu em virtude de ambas as economias terem adotado políticas econômicas similares neste período, visando à estabilidade econômica e política. Estas políticas só foram alteradas no Brasil em 1999, em conseqüência das crises dos países asiáticos (Tigres Asiáticos), em 1997, e russa, em 1998. Na Argentina, estas políticas foram alteradas somente em 2002, em decorrência da desvalorização da moeda brasileira e da moratória argentina em 2001. Outrossim, foi nos anos 1990 que as mudanças na estrutura patrimonial das empresas começaram a se desenhar com maior intensidade.

Com base no acima exposto e por tratar-se de um tema atual e de extrema importância, justifica-se o presente estudo como forma de contribuir com a discussão sobre a reestruturação patrimonial das empresas ocorrida no Brasil e na Argentina no período de 1990 a 1999.

#### **1.4 Estrutura do trabalho**

O presente trabalho encontra-se estruturado em seis capítulos, sendo este o primeiro deles. No segundo capítulo, apresentam-se o referencial teórico e a metodologia utilizada no trabalho. No terceiro capítulo, são abordadas as mudanças na economia internacional nos anos 1990, destacando-se aspectos como a saturação dos mercados nas economias desenvolvidas, a liquidez financeira internacional, mudanças na estrutura regulatória, a integração regional e reestruturação produtiva. No quarto capítulo, são apresentadas as mudanças estruturais nas economias do Brasil e da Argentina nos anos 1990, enfatizando-se os processos de abertura

econômica, as privatizações, a liberalização financeira e a estrutura regulatória. Em seguida, no quinto capítulo, é contemplado o processo de reestruturação patrimonial no Brasil e na Argentina nos anos 1990, destacando-se os processos de F&As ocorridos nesses países. Por fim, no sexto capítulo, são apresentadas as conclusões do trabalho.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO E METODOLOGIA**

Nesta seção, são apresentados os aspectos teóricos que guiaram a elaboração desta dissertação, bem como é apresentada a metodologia utilizada para desenvolvê-la.

### **2.1 Aspectos teóricos**

Os processos de reestruturação patrimonial não se apresentam de maneira única na economia. Na realidade, são concebidos de modos distintos, inclusive entre as ciências sociais, e apresentados de acordo com o que melhor os representam. Também estão conectados às mudanças no ambiente econômico. As empresas buscam garantir ou ampliar seu tamanho, ou ainda obter benefícios decorrentes das mudanças econômicas, como a abertura e a desregulamentação da economia.

Sendo assim, na seqüência deste capítulo são apresentadas as formas de reestruturação patrimonial, bem como a sua ligação com o ambiente econômico.

#### **2.1.1 As formas de reestruturação patrimonial**

Os processos de reestruturação patrimonial ou societária são constituídos pela mudança de propriedade de uma empresa e têm uma estrutura de organização diferenciada e, no aspecto jurídico, segundo Alves (2003) e Bulgarelli (1998), ocorrem por meio de fusões, cisões e incorporações de sociedades.

Para Alves (2003), essas formas de reorganização societária visam, em termos gerais, a atender aos interesses mercadológicos dos agentes econômicos, como, por exemplo, entrar em um mercado de domínio da empresa incorporada, fortalecer-se diante da concorrência ou, ainda, trocar tecnologias entre si. Outra motivação para a reorganização pode visar aos motivos fiscais e, assim, reduzir os custos do sistema tributário, bem como ser utilizada como instrumento de planejamento tributário.

Bulgarelli (1998) contempla essas formas de reorganização societária dentro de um fenômeno mais amplo de concentração de empresas. Esse processo é reconhecido desde a Revolução Industrial, em fins do século XVIII e princípio do século XIX, e foi acentuado pelas transformações do capitalismo, assumindo diversas formas, desde os cartéis defensivos até chegar à fusão e à incorporação. As concepções do conceito de fusão foram evoluindo na doutrina jurídica, sendo considerado como: dissolução de sociedade; contrato de constituição

de sociedade; transmissão do patrimônio social; transformação extintiva de sociedade; transmissão do patrimônio de uma sociedade a outra, diante da aquisição da qualidade de sócio na sociedade que recebe o patrimônio, dos sócios da sociedade que o transmite. Tais concepções foram ultrapassadas e passou-se a adotar uma definição mais ampla de fusão, na qual a idéia de compenetração de sociedades marca o conceito.

Para Magalhães et al. (2003), do ponto de vista econômico, os processos de reestruturação patrimonial são representados pelos processos de fusão e aquisição. Tais processos são justificados pela melhoria da eficiência técnica e alocativa da firma, pois podem reduzir custos administrativos, promover ganhos de escala e de escopo. Também podem ocorrer para reduzir custos de transação, pesquisa e desenvolvimento (P&D). Outras motivações para a realização de F&As são a ampliação do poder de mercado e as especulações, cujo objetivo é valorizar as ações em relação ao seu valor antes de as firmas serem reestruturadas.

Segundo Miranda Valverde (1984 apud ALVES, 2003), por ser de natureza complexa, a fusão tem sido abandonada já que sua operacionalização é prejudicada por formalidades legais e implicações fiscais. A incorporação ocorre quando uma ou mais sociedades são dissolvidas e absorvidas por outra sociedade existente. Já a cisão “(...) é a operação pela qual uma sociedade transfere parcelas do seu patrimônio a outras sociedades, existentes ou constituídas especialmente para esse fim, desaparecendo” (BULGARELLI, 1998, p. 57).

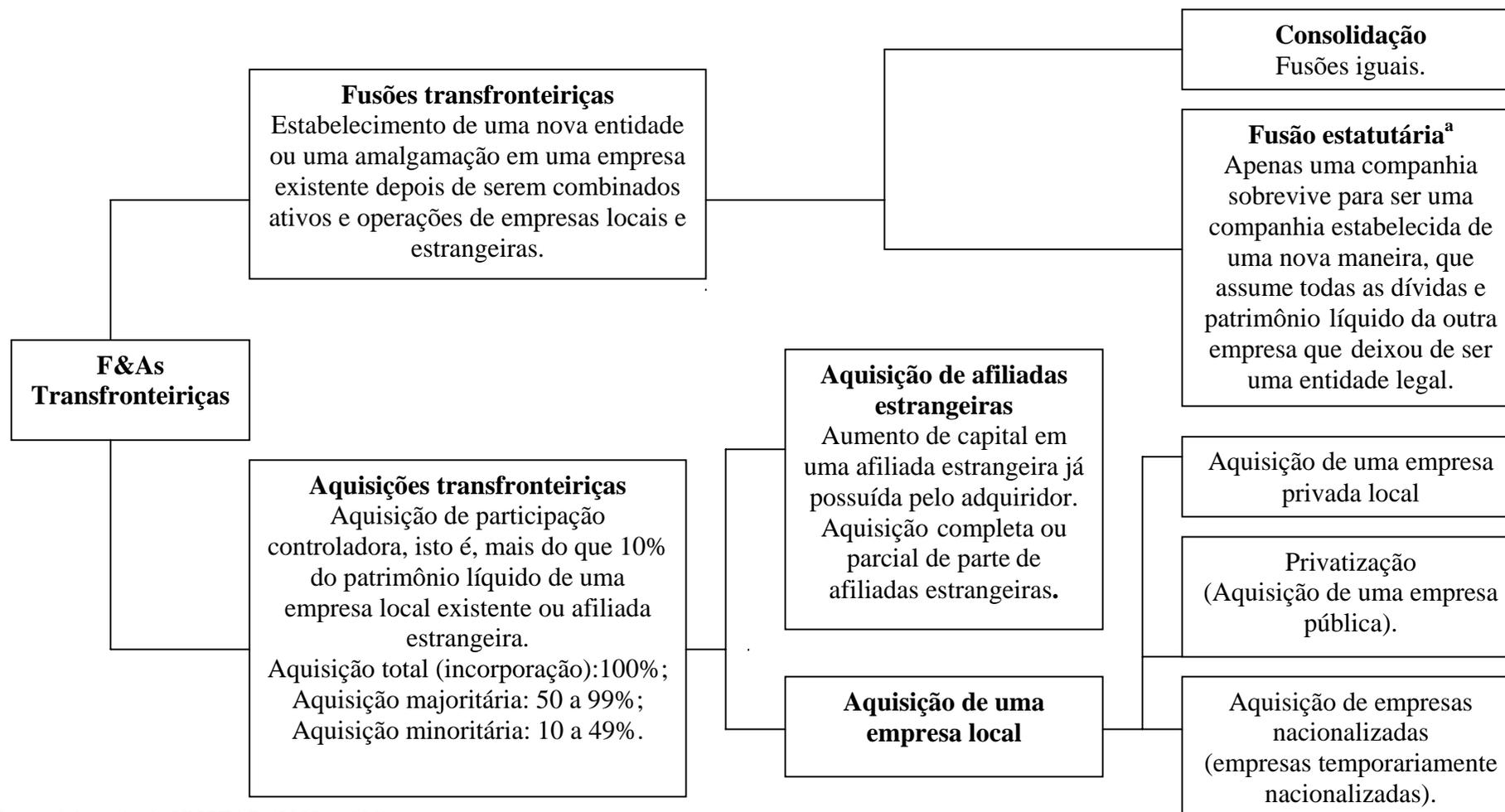
No Brasil, a definição legal para fusão, cisão e incorporação de sociedades é encontrada na Lei 6.404/76, conhecida como “Lei das Sociedades Anônimas”. No artigo 227, a incorporação é definida como “(...) a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” (ALVES, 2003, p.1). Nesse caso, a sociedade incorporada desaparece, permanecendo inalterada em termos de personalidade jurídica, sendo modificado apenas o seu estatuto ou contrato social, no qual é relatado o aumento do capital social e do seu patrimônio. A diferença entre uma fusão e uma incorporação reside na extinção ou não de uma sociedade. No artigo 228, a fusão é definida como “(...) a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar uma sociedade nova que lhes sucederá em direitos e obrigações” (ALVES, 2003, p.1). Como resultado dessa reorganização, as sociedades fundidas desaparecem dando lugar a uma nova sociedade. Entretanto, não há a dissolução das sociedades fundidas, sendo que a nova sociedade assume todos os ativos e passivos das sociedades fusionadas. A cisão, por sua vez, é definida no artigo 229 como:

(...) a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão (ALVES, 2003, p. 1).

Magalhães et al. (2003) acrescentam às formas de reestruturação patrimonial a transformação que ocorre quando há alteração do contrato ou estatuto social, pela qual uma empresa passa de uma espécie societária para outra, não havendo modificação de parcela da empresa ou do controle do capital. Em geral, as operações de cisões e transformações ocorrem para que as empresas obtenham vantagens legais, principalmente no pagamento de impostos.

Outra forma de reestruturação patrimonial se dá através da aquisição que “(...) ocorre quando uma empresa ou um grupo de investidores adquire, total ou parcialmente, o patrimônio ou o controle acionário de uma outra empresa” (TRICHES, 1996, p. 15 apud GARCIA, GATTAROSSA e NEVES, 2004, p. 3). Por sua vez, Lewis (1992 apud GARCIA, GATTAROSSA e NEVES, 2004) afirma que as aquisições trarão bons resultados somente se houver afinidade entre as partes e levarem a sinergias financeiras e ganhos de eficiência. No caso de uma aquisição alcançar 100% do capital, conforme UNCTAD (2000), esta passa a ser considerada uma incorporação.

Para UNCTAD (2000), a fusão é uma operação cujos ativos das empresas envolvidas são dissolvidos para formar uma nova empresa, enquanto a aquisição é uma operação em que os ativos da empresa adquirida são incorporados aos ativos da empresa adquirente, desaparecendo apenas a primeira. A aquisição pode ser parcial (quando envolve de 10% a 49% do capital votante), de controle (acima de 50% do capital votante) ou total (quando todo o capital é adquirido). Quando a operação envolve menos de 10% do capital votante, não é considerada como aquisição, e sim como um investimento de *portfolio*. As F&As podem ser domésticas ou transfronteiriças. No caso de processos domésticos, envolvem apenas empresas de capital nacional, enquanto, no caso dos processos transfronteiriços, envolvem empresas com sede em outros países. As F&As transfronteiriças ocorrem quando uma empresa estrangeira realiza um investimento em um país hospedeiro por meio de IED, adquirindo ou fundindo-se com uma empresa local. A estrutura das F&AS transfronteiriças é apresentada na Figura 1.



Fonte: Adaptado da UNCTAD (2000, p.100).

a: A diferença chave entre fusões estatutárias e aquisições totais está no fato de que uma nova entidade legal é estabelecida no caso do primeiro, mas não no último. Essas duas formas, entretanto, podem, de outro modo, ser tratadas como idênticas.

**Figura 1 – A estrutura das F&As transfronteiriças**

Adicionalmente, a UNCTAD (2000) classifica funcionalmente as F&As em horizontais, verticais e conglomeradas. As F&As horizontais ocorrem entre firmas da mesma indústria, formando uma empresa maior que busca encontrar sinergias e o aumento do seu poder de mercado. Esse tipo de fusão e aquisição tem crescido rapidamente devido à reestruturação global de muitas indústrias, em resposta à rapidez das mudanças tecnológicas e da liberalização de mercados. Os setores que mais realizam esse tipo de processo são o farmacêutico, o automobilístico, o petrolífero e diversas indústrias de serviços.

As F&As verticais ocorrem entre empresas que têm relacionamento de suporte ao cliente ou têm relacionamento de comprador-vendedor. Desse modo, as empresas procuram reduzir as incertezas e os custos de transação e ganhar benefícios das economias de escopo. Entre as empresas que praticam F&As verticais estão os fabricantes de peças e componentes e seus clientes (em geral fabricantes de automóveis e de bens eletrônicos) (UNCTAD, 2000).

As F&As conglomeradas ocorrem entre companhias com atividades não relacionadas, ou seja, entre empresas que procuram diversificar o risco e aprofundar as economias de escopo. As F&As horizontais obtiveram o maior crescimento até 1999, representando 70% dos negócios transfronteiriços. Em contrapartida, as F&As conglomeradas, populares nos anos 1980, foram diminuindo em virtude da maior focalização das empresas no seu negócio, representando 27% dos negócios. Já as F&As verticais, após um período de ascensão até meados dos anos 1990, representaram menos de 10% dos negócios (UNCTAD, 2000).

As F&As podem ser conduzidas de forma amigável (*friendly takeover*) ou hostil (*hostile takeover*), conforme UNCTAD (2000). As F&As amigáveis podem ser definidas como uma mudança na propriedade que não tem consequência sobre o controle administrativo, enquanto as F&As hostis seriam um lance de tomada de controle não solicitado, que resulta na substituição da administração da firma alvo.

Conforme apontado por Suen e Kimura (1997), as F&As internacionais fazem parte das estratégias de internacionalização das empresas, que incluem ainda licenciamento, investimento direto solo,<sup>1</sup> alianças estratégicas e *joint ventures*. Um investimento direto pode ocorrer também por meio de uma fusão ou de uma aquisição internacional. No caso de uma aquisição internacional, ocorre a transferência de conhecimentos e habilidades de uma organização para a outra. A aquisição de uma empresa local tende a diminuir o risco da

---

<sup>1</sup> “O investimento direto solo é a transferência de conhecimentos e habilidades de uma organização para um país estrangeiro por meio de um investimento direto e sem a ajuda de parceiros” (SUEN e KIMURA, 1997, p. 4).

empresa adquirente, em razão do conhecimento de mercado e do ambiente político, econômico e cultural por parte da empresa adquirida.

A fusão internacional é muito semelhante à aquisição internacional, de acordo com Suen e Kimura (1997), mas difere desta porque ocorre, normalmente, entre empresas do mesmo porte, desaparecendo as empresas fundidas ao dar origem a uma nova empresa. Na fusão internacional, também ocorre a transferência de conhecimentos e habilidades de uma empresa para a outra. Entre as razões estratégicas para realizar uma fusão estão os ganhos de escala, aumento da participação de mercado e acesso às fontes de matérias-primas e canais de distribuição. Entre as motivações financeiras está a melhora do fluxo de caixa, por meio de cortes de custos e venda de ativos improdutivos ou não-compatíveis. Os casos de fusão são reportados na literatura pelo fracasso quando a empresa é gerida apenas por uma das partes anteriores, sendo que os casos de sucesso não superam 25%. Já nos casos de *joint ventures* internacionais, quando a gestão é realizada apenas por uma das partes, os casos de sucesso são maiores.

As *joint ventures* aparecem, muitas vezes, como uma forma de reestruturação patrimonial. Entretanto, a literatura correlata identifica esse tipo de associação entre empresas como parte das estratégias utilizadas por essas mesmas empresas, pois a associação entre elas é temporária. Silva (2000) relata que a formação de *joint ventures* é uma forma de aliança estratégica.<sup>2</sup> O objetivo na formação da *joint venture* é combinar os interesses de pelo menos duas empresas na formação de uma outra empresa distinta. Para Besanko (2000 apud GARCIA, GATTAROSSA e NEVES, 2004), uma *joint venture* é uma forma particular de aliança estratégica, na qual duas ou mais empresas criam e passam a possuir em conjunto uma organização nova e independente. Logo, as *joint ventures* representam contratos temporários entre as empresas, que não alteram a sua constituição patrimonial.

### 2.1.2 A reestruturação patrimonial de empresas e o ambiente econômico

Entre os principais motivos apontados para a realização de F&As, conforme UNCTAD (2000), está a estratégia de internacionalização das empresas em busca de uma forma mais rápida de garantir ou ampliar sua posição competitiva e, assim, garantir vantagens diversas diante de um ambiente de mudanças. Miranda e Martins (2000) afirmam que a forma

---

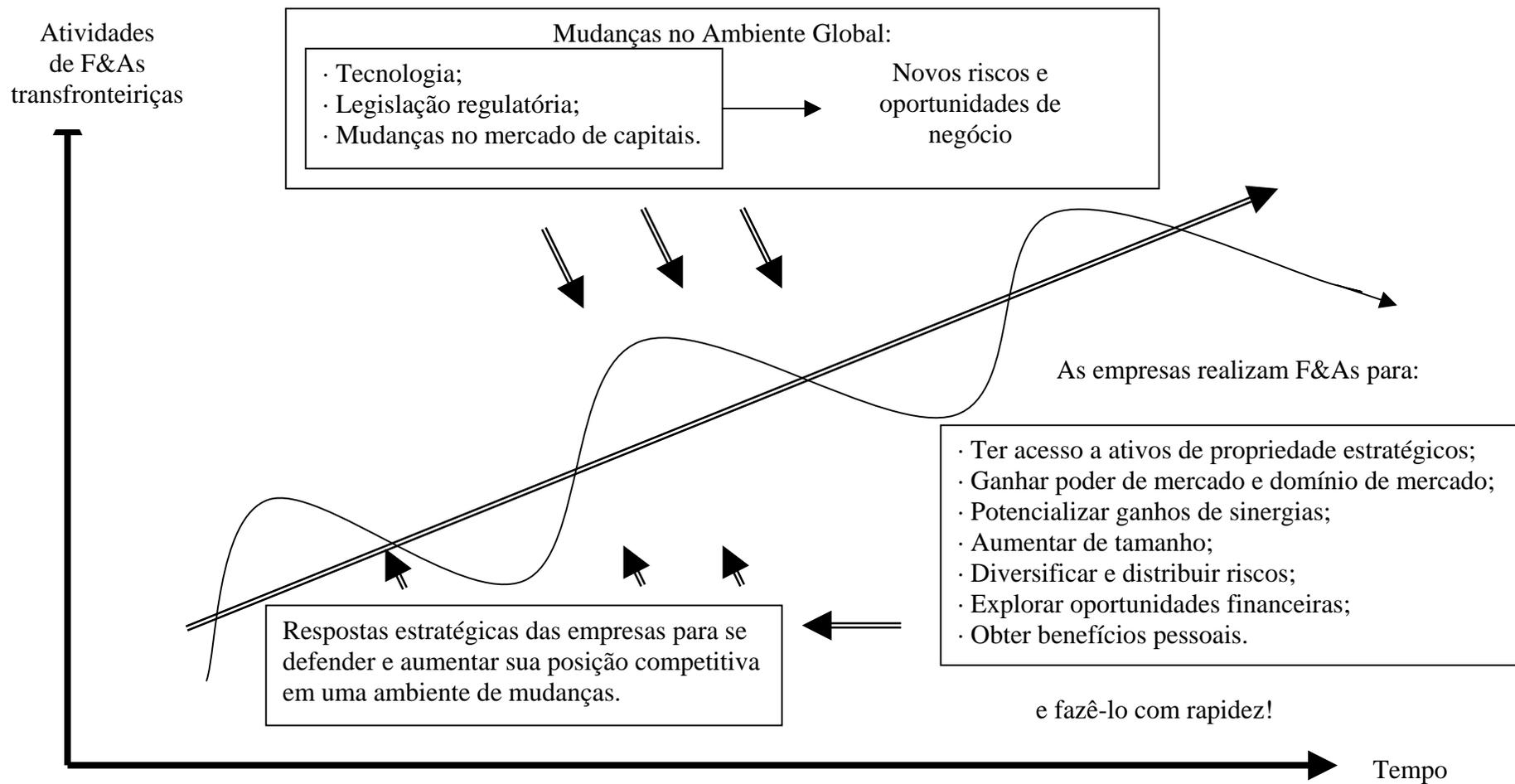
<sup>2</sup> Uma definição sobre as alianças é dada por Lorange, Roos e Bronn (1992, p.10 apud SILVA, 2000, p. 9): “as alianças consistem numa relação em que duas empresas juntas vão dar origem a uma idéia, a um produto, a outra empresa ou a pesquisas que incorporem as melhores características de cada parceiro” (grifo da autora).

usual das ETs de conquistar mercados nas décadas anteriores constituía-se da instalação de novas plantas no exterior ou, ainda, da instalação de filiais. Entretanto, nos anos 1990, o principal meio de conquista de mercado dessas empresas passou a ser através de F&As transfronteiriças.

Um dos primeiros passos para iniciar o processo de internacionalização de uma empresa, de acordo com Pasin, Bucchi e Calais (2003), acontece com a atividade de exportação. Posteriormente, ocorre a formação de alianças estratégicas e *joint ventures* com empresas estrangeiras, que abre espaço para o mais avançado estágio de internacionalização, que pode ocorrer por meio da construção de unidades fabris no exterior, da aquisição de empresas em outros países e/ou da realização de fusões com empresas estrangeiras com participação relevante no capital por parte da empresa nacional.

Entre as principais motivações para a ocorrência de F&As entre empresas, conforme Pasin, Bucchi e Calais (2003), está a oportunidade de penetração rápida em novos mercados e países. Para o investidor, a compra de uma empresa já existente possui vantagens, como a carteira de clientes, marca estabelecida e ativos em pleno funcionamento. Essa mesma abordagem para as motivações de F&As é relatada em UNCTAD (2000) – rapidez e acesso a ativos de propriedade. Ao obter uma empresa já existente, é possível garantir sinergias e o acesso a canais de distribuição e inovações tecnológicas de maneira mais rápida do que instalando uma nova empresa. O acesso aos ativos de propriedade, como conhecimento técnico, patentes e marcas, através de F&As, são importantes para as empresas avançarem e conseguirem vantagens estáticas ou dinâmicas no mercado. Outros fatores para a realização de F&As também são apontados, como a busca de novos mercados, ganhos de eficiência, diversificação de riscos, motivações financeiras e motivações pessoais, como apresentado na Figura 2.

Segundo o estudo da UNCTAD (2000), mudanças no ambiente econômico são responsáveis pela intensificação dos processos de fusão e aquisição. Entre as principais mudanças podem ser citadas as tecnológicas, na estrutura regulatória e no mercado de capitais.



Fonte: Adaptado de UNCTAD (2000, p. 154).

**Figura 2 - As motivações das F&As transfronteiriças**

As rápidas mudanças tecnológicas geram pressão competitiva entre as empresas líderes em tecnologia, aumentando os custos e os riscos da inovação em muitas indústrias. Para manterem a liderança sobre as inovações, as empresas são compelidas a entrar em processos de F&As transfronteiriças, a fim de partilhar os custos de inovação e acessar novos ativos tecnológicos, bem como para realçar sua capacidade de inovação. Outra implicação do desenvolvimento tecnológico, relacionada às tecnologias de informação e de comunicação, foi a melhora da administração das operações distribuídas pelo mundo, o que forneceu novos caminhos para organizar o contato entre as firmas e os consumidores (UNCTAD, 2000).

A expansão das empresas de países desenvolvidos para fora de seus mercados nacionais, para Guimarães (1981 apud MAGALHÃES et al., 2003), é explicada pela estrutura oligopolista da indústria, pois gera capital e lucros que não são absorvidos pelo investimento doméstico, sendo a expansão da firma para outros mercados nacionais uma forma de superar essa limitação. A compra de capacidade instalada de uma firma local, através de F&As, apresenta-se como uma forma de expansão, com vantagens de obter canais de comercialização e força de vendas já consolidadas.

As mudanças no ambiente econômico forneceram mais espaço para a expansão do sistema internacional de produção, inclusive através das F&As. As principais mudanças apontadas pela UNCTAD (2000) são a liberalização do IED e dos regimes de comércio, a integração econômica regional, a privatização e desregulamentação de várias indústrias.

A liberalização do IED ocorreu em muitos países para atrair novos investimentos diretos, e não apenas com a remoção de restrições, mas sim através da promoção ativa, de proteção legal e de garantias para os investidores. A retirada de requerimentos compulsórios para *joint ventures*, de restrições a sócios majoritários e a de requerimentos de autorização estão entre as remoções de restrições mais importantes para os processos de F&As. A liberalização comercial se estendeu ao longo dos anos 1990, com a conclusão da Rodada Uruguai, e alterou profundamente o cenário competitivo para os investidores internacionais, enquanto as firmas locais passaram a enfrentar a concorrência internacional (UNCTAD, 2000).

A formação de áreas regionais de livre comércio facilitou a entrada de investimentos *greenfield*<sup>3</sup> e a realização de F&As transfronteiriças. A vantagem obtida com a formação de áreas de livre comércio para os investidores está no aumento imediato do tamanho do mercado. Outras facilidades também podem ocorrer, como no caso da união das moedas

---

<sup>3</sup> Investimentos destinados à construção de novas plantas industriais.

nacionais que reduziriam os custos de transação das operações transfronteiriças. Da perspectiva das ETs, a necessidade de estabelecer uma presença local é especialmente forte, se a área de integração levar ao estabelecimento de uma tarifa externa comum (TEC). A formação da União Européia (UE), por exemplo, estimulou o IED *inward* (interno) e promoveu a reestruturação das F&As nos âmbitos nacional, regional e transfronteiriços. Os atrativos da UE foram inicialmente a expansão do tamanho de mercado e, posteriormente, com a criação do Euro o aumento da pressão competitiva e da reestruturação de mercados anteriormente segmentados (UNCTAD, 2000).

Os acordos regionais de comércio nos países em desenvolvimento, como o *Association of South East Asian Nations* (ASEAN), no Sudeste Asiático, e o Mercosul, na América Latina, estão estimulando reestruturações similares, mesmo que ocorram em ritmo mais lento. A privatização e a desregulamentação de atividades econômicas, especialmente no setor de telecomunicações, transporte, energia elétrica e serviços financeiros, forneceram estímulo aos processos de F&As (UNCTAD, 2000).

Essas mudanças foram constatadas nas economias do Brasil e da Argentina nos anos 1990. Conforme Laplane e Sarti (2002), com a abertura comercial, a competição internacional ficou mais acirrada, provocando a reestruturação do setor produtivo da economia, que, por sua vez, teve reflexos na estrutura patrimonial das empresas. A liberalização financeira permitiu a entrada de capitais de longo prazo, em especial do IED, que se tornou o principal meio de realização de F&As transfronteiriças. Segundo Pinheiro (2000), a desregulamentação da economia ocorreu com a liberalização de mercados regulamentados pelo Estado. Assim, o setor privado passou a ter acesso a setores em que antes apenas o setor estatal atuava. Para Barros e Goldenstein (1997), as privatizações tiveram um importante papel na economia, alterando a participação das empresas estatais na estrutura conhecida como “tripé”: empresa estatal-empresa nacional-empresa estrangeira. As empresas estatais passaram a ser grandes atrativos de negócios para o setor privado nacional e internacional.

Gonçalves (1999) afirma que as mudanças no ambiente econômico mundial se apresentaram pelo aumento da liquidez financeira, ocasionado pelo declínio da taxa de juros norte-americana. Associado a esse fator, a recessão de alguns países desenvolvidos tornou os investimentos nos países em desenvolvimento atrativos, refletindo a saturação dos mercados das economias desenvolvidas. O avanço da reestruturação produtiva para as filiais de empresas estrangeiras, em busca de aumento de produtividade e de redução de custos de transação foi outro fator que acelerou os processos de fusão e aquisição nos anos 1990. Carvalho, Studart e Alves Jr. (2002) acrescentam que as mudanças na estrutura regulatória

dos países desenvolvidos permitiram que os capitais circulassem mais livremente e estimularam os processos de fusão e aquisição. A formação do Mercosul, em 1991, tendo como dois principais participantes Brasil e Argentina, tornou a região atrativa para a realização de investimentos, conforme Bonelli (2000), pela ampliação do tamanho de mercado e pela expectativa de redução das barreiras tarifárias e não-tarifárias.

UNCTAD (2000) acrescenta que as mudanças no mercado de capitais também facilitaram a realização de F&As transfronteiriças. A liberalização do movimento de capitais, as novas tecnologias da informação (que facilitaram o tráfego de informações e interligaram os mercados) e os novos instrumentos financeiros tiveram um profundo impacto sobre a atividade de F&As mundiais. A liberalização do mercado de capitais ao longo dos anos 1990 facilitou o crescimento das F&As transfronteiriças, quando muitos países desenvolvidos completavam a liberalização da conta capital, com facilidades irrestritas para empréstimos e créditos transfronteiriços, depósitos correntes estrangeiros e investimentos de *portfolio*. Os países em desenvolvimento, a exemplo das economias desenvolvidas, ingressaram em um processo de liberalização das transações financeiras. Muitas F&As foram facilitadas pelo crescimento do mercado de ações e pela ampla liquidez do mercado de capitais. Essa liquidez no cenário internacional permitiu o crescimento do montante de dinheiro através de bancos e da emissão de títulos. Com o Euro, essa liquidez foi acentuada pela criação de títulos corporativos europeus.

A expansão das F&As tem sido uma alternativa para a adequação do porte e da estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura econômica mundial. Para Rodrigues (1999 apud GARCIA, GATAROSSA e NEVES, 2004), as transações de fusão e aquisição são uma via de reestruturação e também de crescimento das grandes corporações. Assim, os grupos econômicos podem se desfazer de ativos não rentáveis ou fora do seu negócio central, podem adquirir empresas com vistas à diversificação, sobreposição da concorrência ou verticalização, bem como podem agir por motivações fundamentalmente tecnológicas. Como resultado dessa dinâmica, as F&As acabam desembocando na maior concentração de capital, sendo uma forma de crescimento importante para muitos grupos estrangeiros, pois, na maioria das vezes, suas economias-sede estão estagnadas e a expansão para mercados emergentes se revela uma estratégia de crescimento e expansão. Matias e Pasin (2001 apud GARCIA, GATAROSSA e NEVES, 2004) afirmam que grande parte do IED<sup>4</sup> realizado por empresas estrangeiras ocorre através da aquisição de empresas e, assim, são

---

<sup>4</sup> Os processos de fusões e aquisições transfronteiriças acompanham o movimento dos fluxos de IED, apesar de não serem metodologicamente diretamente comparáveis (UNCTAD, 2000).

reduzidos os custos de aprendizagem, pois a empresa já entra com participação no mercado e em pleno funcionamento.

Para Aronovich (1999 apud CARVALHO, STUDART e ALVES JR., 2002), entre os fatores apontados como propulsores das F&As, estão, a maximização do valor da empresa compradora, as estratégias empresariais que não estão relacionadas à maximização do valor da empresa, o progresso tecnológico, o excesso de capacidade instalada, a fragilidade financeira, as privatizações e a desregulamentação. Esses fatores são semelhantes entre os países desenvolvidos e, no caso da Europa, são acrescentadas as questões relativas ao processo de unificação.

De acordo com Dunning<sup>5</sup> (1988 apud CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1997), as firmas decidem se internacionalizar para aproveitar vantagens de localização (L) oferecidas por um determinado país ou região, para fazer uso de capacidades próprias, ou seja, ter vantagens de propriedade (O) que permitem o melhor posicionamento da empresa perante os outros investidores do mercado receptor, e se os custos da incorporação e de organização de uma nova unidade produtiva excederem os custos de transação associados à transferência das capacidades produtivas a um produtor local, obtendo vantagens de internalização (I), a empresa irá investir e realocar ou incrementar a produção naquele mercado.

As vantagens de propriedade de uma empresa podem decorrer da posse de ativos intangíveis (marcas, patentes, capacidades tecnológicas etc.) e também de vantagens que surgem da governança comum de atividades diversas, entretanto complementares. A internacionalização da produção, para fazer uso das vantagens de propriedade, pode ocorrer de maneiras diversas, dentre as quais se destacam: a exportação de bens e serviços, a concessão de licenças de produção desses bens e serviços a outras empresas, a instalação de plantas produtivas próprias em outros mercados, esta última representando a internalização das vantagens de propriedade, que demanda a ponderação de uma série de fatores, como destaca Chudnovsky e López (1997, p. 6)

*(...) como la forma dominante de competencia en el sector, la magnitud de los costos de transacción, el grado de imperfección de la información disponible, el nivel de enforcement de los derechos de propiedad, el grado de apropiabilidad de los activos tecnológicos propios, la posibilidad de emplear prácticas tales como el uso de precios de transferencia o de subsidios cruzados, el tamaño y características del mercado 'objetivo' y el régimen macroeconómico y de políticas públicas allí vigente.*

---

<sup>5</sup> Os trabalhos de John Dunning resultaram no paradigma OLI (*Ownership, Location, Internalization*).

Este último fator, relativo às políticas de proteção do mercado interno, foi apontado como o motivo de entrada das ETs na economia latino-americana durante a fase do Modelo de Substituição de Importações (MSI). No entanto, para que uma empresa decida instalar-se em um país, este deve oferecer alguma vantagem de localização, de modo que a empresa aproveite suas vantagens de propriedades de forma internalizada neste mercado.

*Entre las ventajas de localización más importantes se encuentran la posesión, costo y calidad de los recursos naturales y 'creados' (recursos humanos calificados, know how tecnológico, infraestructura, instituciones, etc.), el tamaño y características del mercado, el grado de estabilidad política y económica, la disponibilidad y costo de la infraestructura, los costos de transporte, el nivel del tipo de cambio, el esquema de política económica – grado de apertura al capital extranjero, política fiscal – entre otros (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1997, p.6).*

As forças que motivaram o crescimento dos fluxos de IED nos últimos anos, de acordo com Dunning (1994 apud CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1997) são: a pressão das empresas a se inserir num ambiente mais competitivo, em que a inovação é uma constante, para introduzir novos produtos, melhorar sua qualidade e/ou reduzir os custos de P&D e o encurtamento do ciclo de vida de produtos, o que impulsiona as firmas a expandirem suas operações ao exterior, via IED, alianças, *networks* etc., na busca de ampliar seu acesso aos mercados e a recursos, como melhorar suas competências tecnológicas; as disputas governamentais para a atração de fluxos de IED, expressado na generalizada liberalização dos regimes que regulam e limitam a atuação das ETs, bem como da permissão de incentivos para investimento destas últimas. A existência de incentivos específicos para a atração de investimentos é apontada como um fator determinante na tomada de decisão de investir.

Dunning (1994 apud CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1997) prossegue sua análise sobre as motivações para a realização do IED classificando-as em quatro grupos: *resource seeking*, *market seeking*, *efficiency seeking* e *strategic asset seeking*. Os investimentos orientados a exploração de recursos naturais ou de mão-de-obra não-qualificada são classificados como *resource seeking*. Os investimentos orientados à exploração do mercado doméstico do país receptor são classificados como *market seeking*. Os fatores determinantes do IED, neste caso, são o tamanho e a taxa de crescimento do mercado, a existência de barreiras físicas e/ou altos custos de transporte, bem como a estratégia de industrialização do país receptor. Com frequência, os investimentos do tipo *efficiency seeking* seguem os investimentos *market seeking*, sendo caracterizados pela busca da racionalização da produção para explorar economias de escala. Essa estratégia é favorecida pelos processos de integração regional, de redução dos custos de transporte e pelos avanços das telecomunicações. Atualmente, a forma

predominante de estratégia de inserção do IED é através do *strategic asset seeking*. Esse tipo de estratégia busca adquirir recursos e capacidade para a empresa investidora que possam contribuir na manutenção e no crescimento das capacidades produtivas em mercado regionais ou globais. Esse tipo de estratégia é visualizado na onda de processos de F&As que ocorrem mundialmente.

Diante do exposto, este trabalho voltou-se aos processos de reestruturação patrimonial que ocorreram no Brasil e na Argentina, inserido no contexto de mudanças na economia mundial, que acabaram por estimular o crescimento das F&As nesses países nos anos 1990.

## 2.2 Metodologia

Para atingir os objetivos propostos na pesquisa de forma ordenada, estabeleceu-se a metodologia apresentada na seqüência, a qual engloba o método de pesquisa estabelecido, o modelo conceitual e as variáveis explicativas e as fontes de dados utilizadas.

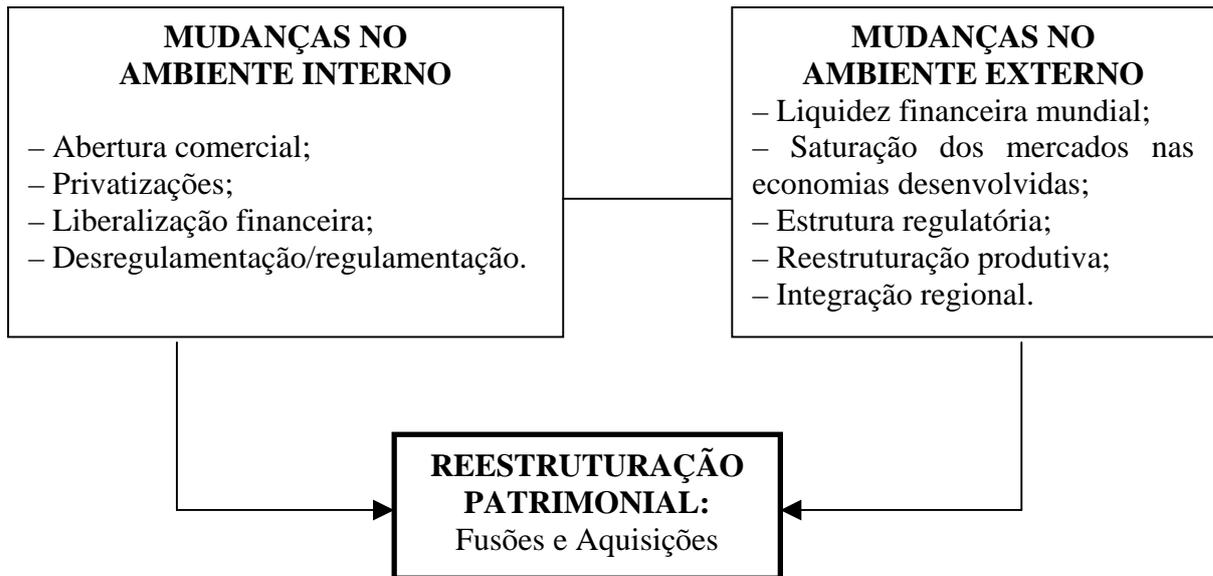
### 2.2.1 Método de pesquisa

Para avaliar o processo de reestruturação patrimonial de empresas no Brasil e na Argentina, no período de 1990 a 1999, foram realizadas pesquisa bibliográfica e levantamento de dados secundários.

Nesta pesquisa, o método de abordagem dedutivo foi adotado, uma vez que se partiu da observação de fatos gerais para se chegar a conclusões particulares. O método de pesquisa utilizado foi comparativo, já que foram observados os resultados dos processos de reestruturação sobre a influência das mesmas variáveis para o Brasil e a Argentina no mesmo período.

### 2.2.2 Modelo conceitual e variáveis explicativas

A reestruturação patrimonial é um processo contínuo que muda de dinâmica quando ocorrem mudanças mais intensas no ambiente interno e/ou no ambiente externo. O modelo conceitual proposto é apresentado na Figura 3, que mostra a seqüência de análise desenvolvida nesta dissertação para que se compreendam os processos de reestruturação patrimonial nas economias do Brasil e da Argentina, a partir das mudanças ocorridas nos cenários macroeconômicos internacional e interno.



Fonte: Elaboração própria.

**Figura 3 – Modelo conceitual proposto e variáveis explicativas**

Em relação ao ambiente externo, considera-se:

- a liquidez internacional e a dinâmica das principais economias desenvolvidas, as que mais levam investimentos as economias em desenvolvimento;
- a liberação de investimentos de países desenvolvidos além de suas fronteiras, que permite a expansão das ETs;
- os processos de reestruturação produtiva, já em estágio avançado nas economias desenvolvidas, estendidos às filiais das ETs estabelecidas às economias em desenvolvimento;
- os processos de integração regional, que oportunizam a realização de investimentos e a expansão das empresas, visando ao crescimento do mercado.

Tais fatores externos têm conseqüências sobre a estrutura patrimonial das empresas no Brasil e na Argentina. Esses dois países, por sua vez, passavam por mudanças estruturais em suas economias que contribuiram para a realização dos processos de reestruturação patrimonial, tais como:

- os processos de abertura comercial, iniciados já nos anos 1980, oportunizaram a reestruturação dos processos de produção e deixaram as economias mais competitivas;
- os processos de privatizações geraram mudanças na economia e são responsáveis por grande parte da mudança patrimonial;
- a liberalização financeira permitiu a entrada de IED, que alavancou os processos de F&As;

– a desregulamentação de setores da economia e/ou a regulamentação de setores tornaram o ambiente mais confiável para a realização de negócios.

Seguindo nessa linha de análise, o processo de reestruturação patrimonial é avaliado com base nas mudanças no ambiente econômico.

### 2.2.3 Fonte de dados

A análise dos processos de reestruturação patrimonial apresenta certa deficiência no que se refere a uma base de dados que possa ser considerada completa porque não existe uma base de informações universal sobre as operações concretizadas. Os dados geralmente são apresentados por empresas de consultoria e/ou auditoria, não existindo padronização entre elas (BONELLI, 2000; MAGALHÃES et al., 2003).

A dificuldade em encontrar dados estatísticos que se reportassem as outras formas de reestruturação limitou o estudo aos casos de F&As, que, por sua vez, são conjugados. A adoção desse padrão, de acordo com UNCTAD (2000), ocorre pelo fato de haver um número pequeno de fusões, comparado ao número de aquisições.

Para realizar esta pesquisa, foram utilizados livros, revistas, trabalhos científicos e *sites* da Internet. As principais fontes consultadas foram: Banco Central do Brasil (BACEN), Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL), *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), *KPMG Corporate Finance*, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES), *Comisión Nacional de Defensa de la Competencia* (CNDC), *Instituto Nacional de Estadística y Censos de la Republica Argentina* (INDEC), entre outros.

### **3 MUDANÇAS NA ECONOMIA MUNDIAL NOS ANOS 1990**

De acordo com Cano (2002), as transformações que ocorreram recentemente na economia internacional ajudam a compreender o crescimento mundial dos processos de F&As. As ondas de fusão e aquisição ocorrem de maneira pró-cíclica, ou seja, quanto maior o ritmo e o período de crescimento, maior é o número de negócios realizado. Essas transformações são decorrentes do fato de as empresas acumularem capitais a um ritmo superior à capacidade de investimento no próprio mercado a cada período, por causa do baixo ritmo de crescimento do mesmo, de elevados ganhos de produtividade ou do acirramento da concorrência capitalista.

No início dos anos 1990, conforme observado por Gonçalves (1999), as economias desenvolvidas encontravam-se em recessão – exceto a dos EUA – e, desde os anos 1980, já vinham utilizando a estratégia de buscar novos mercados internacionais de bens, serviços e capitais. Essa busca por novos mercados era promovida pelos governos e pelas ETs, em resposta à insuficiência de demanda agregada nas economias maduras. Por outro lado, de acordo com Cano (2002), as empresas e bancos apresentavam capital para investir e, com as economias desenvolvidas em crise, as economias em desenvolvimento voltaram a ser atrativas, em decorrência da queda das taxas de juros norte-americanas. O crescimento dos mercados financeiros, bem como o aumento da concorrência entre as instituições financeiras, promoveu a busca por mercados mais rentáveis, apesar dos riscos maiores. Tavares e Melin (1998) afirmam que a desregulamentação nos países capitalistas avançados permitiu o avanço dos capitais financeiros para diversos lugares.

As recentes alterações promovidas na estrutura regulatória dos Estados Unidos e da União Européia, bem como de diversas economias em desenvolvimento, atuaram como um estímulo para os processos de fusão e aquisição. Segundo o CADE (1997), é mais seguro para as empresas investirem em um mercado que tenha regras claras de competição do que em um mercado em que não existam regras.

No entendimento de Cano (2002), a reestruturação produtiva já estava avançada nas economias desenvolvidas nos anos 1990, tendo sido iniciada já na década anterior, de modo que foi estendida às filiais das empresas nas economias em desenvolvimento para atuarem de maneira integrada às matrizes. Outro fato importante para os processos de fusão e aquisição foi o crescimento de blocos regionais na economia, de acordo com a UNCTAD (2000), pois

estes facilitam a entrada de investimentos para operações transfronteiriças, além de permitir imediatamente a ampliação do mercado para as empresas.

### **3.1 Saturação dos mercados nas economias desenvolvidas e liquidez financeira internacional**

A dinâmica da economia mundial é dependente da economia dos Estados Unidos. No entendimento de Tavares (1998), a economia norte-americana vem buscando retomar sua hegemonia como potência mundial desde 1979, quando teve início a política do dólar forte. A valorização do dólar foi resultado da política Volcker<sup>6</sup>, que promoveu o aumento da taxa de juros interna e provocou a desvalorização de todas as outras moedas internacionais frente à moeda norte-americana. A adoção dessa política levou os EUA à recessão até 1983, resultando na quebra de grandes empresas e de alguns bancos americanos. Os demais países desenvolvidos sofreram as conseqüências da política norte-americana e entraram em recessão. Nas economias em desenvolvimento, afetadas também pelos choques do petróleo, gerou grande impacto negativo, aumentando o volume da dívida externa e gerando crises bancárias e cambiais.

Tavares (1998) segue argumentando que a manutenção de uma política monetária dura permitiu ao *Federal Reserve* (FED) manter o controle sobre o sistema bancário dos EUA e sobre o restante do sistema bancário internacional. Desse modo, as flutuações da taxa de juros e da taxa de câmbio ficaram atreladas ao dólar. A liquidez internacional do sistema financeiro favoreceu a política fiscal norte-americana, financiando o seu *deficit* fiscal, que se tornou crescente, graças à política financeira e à política armamentista do país. A rolagem da dívida pública americana tornou-se o principal mecanismo de captação forçada da liquidez mundial, bem como no meio de canalização do capital bancário japonês e europeu para o mercado monetário norte-americano. Esse mecanismo acabou sendo o único elemento de estabilização temporário do mercado monetário e de crédito internacional. Como resultado, a maioria dos países se viu forçado a aplicar políticas monetárias e fiscais restritivas para alcançar *superavits* comerciais crescentes para compensar o *deficit* dos EUA. A partir de 1985, o FED reduziu as taxas de juros, o que levou à desvalorização do dólar. A redução da taxa de juros “(...) deve-se aparentemente a três motivos interligados: a absorção de liquidez internacional, a posição menos ortodoxa do FED e a queda da inflação” (TAVARES, 1998, p.39). O dólar

---

<sup>6</sup> Política monetária introduzida para controlar o aumento da taxa de inflação no final dos anos 1970.

sobrevalorizado provocou a queda dos custos internos e estimulou a concorrência das importações, reduzindo a taxa de inflação.

Tavares e Melin (1998) afirmam que a desvalorização do dólar foi uma decisão forçada, devido à busca de coordenação das políticas macroeconômicas do G-7<sup>7</sup> nos Acordos do Plaza (setembro de 1985) e do Louvre (fevereiro de 1987). Ao mesmo tempo, o Sistema Monetário Europeu (SME) caminhava em direção à unificação monetária, e o fortalecimento das moedas européias alinhadas ao marco alemão favoreceu o crescimento do comércio intra-europeu. Em 1988, foi concluída a desregulamentação dos principais mercados de capitais nos países desenvolvidos, ampliando o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros nos mercados secundários, além da generalização das operações de securitização, inclusive da dívida externa de países em desenvolvimento.

Entre os países do G-7, destaca-se o Japão, que, após ter sofrido com a desvalorização do dólar, passou a adotar a globalização financeira e produtiva como estratégia,

(...) e é nesse contexto que se inserem os movimentos, então iniciados, de realocação das firmas japonesas, de desregulação do mercado financeiro de Tóquio e, aproveitando o iene forte, de aquisições para valorização patrimonial nos EUA, na Europa e na própria Ásia (TAVARES e MELIN, 1998, p. 61).

Ao final dos anos 1980, conforme Tavares e Melin (1998), a coordenação das políticas macroeconômicas dos integrantes do G-7 foi desfeita pela política monetária dos EUA, que manteve o dólar desvalorizado frente ao marco alemão e ao iene. A redução da taxa de juros para 4,5% ao ano, no mercado monetário, provocou a aceleração do crescimento e da globalização dos mercados futuros de juros e de câmbio. Com a desregulamentação cambial e financeira, a partir de 1992, o dólar aparece cumprindo três funções para o capital internacional: “(...) provê liquidez instantânea em qualquer mercado; garante segurança nas operações de risco; e serve como unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura” (TAVARES e MELIN, 1998, p. 64-65). A importância do dólar está na sua vinculação à taxa de juros norte-americana, “(...) que funciona como referência básica do sistema financeiro internacional, em função da capacidade dos EUA em manterem sua dívida pública como título de segurança máxima do sistema” (TAVARES e MELIN, 1998, p. 65).

Nos anos 1990, a taxa de juros norte-americana manteve-se baixa, atingindo os níveis mais baixos nos anos de 1992 e 1993, como pode ser observado na Tabela 1.

---

<sup>7</sup> Grupo formado pelas sete maiores economias do mundo: Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Reino Unido, Itália e Canadá.

Tabela 1 – Taxas de juros dos Estados Unidos, 1990-1999 (% a.a.)

Período	Notas do Tesouro <sup>(1)</sup>	<i>Commercial paper</i> - maturidade 3 meses <sup>(2)</sup>	Taxa de desconto – fim de período <sup>(3)</sup>	Fundos federais <sup>(4)</sup>	<i>Prime</i> <sup>(5)</sup>	<i>Prime</i> – média <sup>(6)</sup>
1990	7,51	8,06	6,79	8,10	10,01	10,00
1991	5,41	5,87	4,11	5,69	8,46	8,38
1992	3,46	3,75	3,00	3,52	6,25	6,25
1993	3,02	3,22	3,00	3,02	6,00	6,00
1994	4,27	4,66	4,75	4,20	7,14	7,14
1995	5,51	5,93	5,25	5,84	8,83	8,83
1996	5,02	5,41	5,00	5,30	8,27	8,27
1997	5,07	5,57	5,00	5,46	8,44	8,44
1998	4,82	5,34	4,50	5,35	8,35	8,36
1999	4,66	5,18	5,00	4,97	7,99	7,99

Fonte: Elaborado a partir de informações coletadas no site IPEADATA (2007).

Notas: (1) Taxa das Notas do Tesouro Norte-Americano. No original: *Treasury bill rate*.

(2) Taxa do *commercial paper* com maturidade de três meses, no mercado norte-americano. Maturidade: tempo entre emissão e vencimento do título. No original: *commercial paper rate*.

(3) Taxa de desconto em final de período, no mercado norte-americano. No original: *discount rate*.

(4) Taxa dos fundos federais (custo de reservas bancárias por um dia), no mercado norte-americano. Conceitualmente, equivale à taxa Selic do mercado brasileiro. No original: *federal funds rate*.

(5) Taxa de juros *Prime* para empréstimos bancários no mercado norte-americano (aplicada a clientes que não apresentam riscos de crédito; em geral, empresas grandes e conhecidas). No original: *bank prime loan rate*.

(6) Quadro: Taxas de juros – *Prime rate* e Libor a seis meses em diversas moedas. Obs.: Apurada com base no boletim diário de juros do Banco Central. A taxa *Prime* é uma das modalidades de taxas flutuantes de juros.

Martins (2001) pondera que o modelo de captação de recursos financeiro, baseado no *deficit* em conta corrente e dólar sobrevalorizado foi se desgastando. Com a taxa de juros elevada, os investimentos eram dificultados e, quando realizados, voltavam-se ao setor militar. Com a contenção dos gastos militares, a redução dos juros e do custo da hora de trabalho, entre 1990 e 1993, a taxa de lucro é elevada, permitindo que o setor produtivo e a bolsa de valores se tornem instrumentos de captação de recursos externos. Nos anos 1990, o financiamento externo se deu através de processos de fusão e aquisição e da indexação da bolsa de valores.

Martins (2001) acrescenta que o crescimento dos EUA voltou a pressionar o *deficit* em conta corrente entre os anos de 1992-1999. Como o crescimento do *deficit* foi superior ao crescimento dos lucros, ameaçando a sustentabilidade da entrada de recursos, buscou-se a valorização dos ativos através da elevação do câmbio a partir de 1996, utilizando-se, para isso, as taxas de juros. A manutenção do modelo de crescimento norte-americano tornou-se questionável, por não poder ter continuidade sem provocar aumento de preços na economia, em decorrência da tendência da elevação dos salários.

Resende e Amado (2005) argumentam que as decisões de investir nos Estados Unidos (USA) têm efeito sobre a expansão da liquidez internacional. O crescimento endógeno norte-americano financia a expansão da liquidez internacional, que, por sua vez, é favorecido pelos *deficits* em conta corrente do balanço de pagamentos dos Estados Unidos. Os EUA e o Reino Unido (UK) apresentaram coeficientes de correlação negativos entre os saldos em conta corrente e a liquidez internacional entre 1970 e 2002. Os outros integrantes do G-7 - Japão, França, Itália, Canadá e Alemanha - apresentaram correlação positiva para os mesmos parâmetros.

Este resultado sugere que: i) as economias desenvolvidas, a exceção das economias provedoras da liquidez mundial (USA e UK), elevam seu saldo global de receitas de divisas externas (decorrentes de suas exportações líquidas e de suas receitas líquidas de juros e de lucros e dividendos) nos períodos de ascensão cíclica da liquidez internacional, ajudando a explicar a correlação positiva entre esta última e o crescimento daquelas economias; ii) está correto o argumento de que há padrões diferenciados de inserção internacional e de correlação entre a liquidez internacional e o crescimento das economias desenvolvidas e periféricas (RESENDE e AMADO, 2005, p.16-17).

Assim, quando ocorre a fase de ascensão cíclica da liquidez mundial, as economias desenvolvidas (exceto as provedoras de liquidez) apresentam superávits em conta corrente e déficit na conta de capitais autônomos, auxiliando na expansão da liquidez mundial, enquanto que as economias em desenvolvimento absorvem os recursos externos necessário ao seu crescimento, apresentando *deficits* em conta corrente e superávits na conta de capitais autônomos (RESENDE e AMADO, 2005).

Dow (1986,1993 apud RESENDE e AMADO, 2005) argumenta que os países em desenvolvimento apresentam contínuas saídas de capitais, devido às taxas de retorno de ativos relativamente baixas, de modo que a preferência pela liquidez é alta. As exportações também não geram tantas divisas externas quanto à dos países desenvolvidos. Desse modo, o grau de vulnerabilidade externa é maior, e, deste modo, a maior incerteza leva estes países a terem menor disponibilidade de crédito no sistema financeiro internacional. Entretanto, nas fases ascendentes dos ciclos de liquidez internacional, a incerteza é amenizada e o crédito é expandido para a periferia. Por outro lado, nas fases descendentes dos ciclos, há um racionamento de crédito mais intenso.<sup>8</sup>

Segundo Resende e Amado (2005), o comportamento reflexo das economias periféricas aos ciclos de liquidez internacional estaria relacionado a três motivos principais: ao estilo de desenvolvimento das economias periféricas, associadas à restrição de divisas

---

<sup>8</sup> Estes movimentos de expansão e de racionamento do crédito são conhecidos como comportamento Minskyano.

externas; a necessidade de atração de capitais externos, devido à ineficiência de seu sistema financeiro; e ao comportamento Minskyano do sistema financeiro mundial.

Nos anos 1990, segundo Ffrench-Davis (2003 apud RESENDE e AMADO, p. 18, 2005), os ciclos de liquidez internacional são distintos dos anteriores devido a:

i) aumento da importância do mercado financeiro internacional na determinação dos choques, positivos e negativos, sofridos pelas economias emergentes; ii) predominância de fluxos privados de capital; iii) ocorrência de crises de cunho financeiro em economias que passaram por reformas consideradas exitosas por instituições financeiras internacionais e agências de avaliação de risco; iv) redução da regulação e supervisão dos fluxos de capitais, seja no lado da oferta, seja no lado da demanda. Ademais, o crescimento e a diversificação dos fluxos financeiros internacionais, verificados desde os anos 1970 até hoje, foram acompanhados pela substituição do crédito bancário de longo prazo por fluxos de investimento de portfólio, financiamento bancário de médio e curto termo e fluxos de capitais ligados a fusões e aquisições. Isto resultou no aumento da participação de ativos de elevada liquidez na estrutura do passivo externo das economias.

Cintra (2000) considera que o mercado financeiro atual, pautado na liberalização monetária e financeira, na desregulamentação dos mercados financeiros nacionais, pelo processo de securitização e pelos instrumentos derivativos, criou um espaço financeiro global, ordenado a partir do sistema financeiro americano. Nesse novo circuito financeiro, conforme Gonçalves (1999), há maior participação de agentes econômicos, como as ETs e os investidores institucionais. Os grupos transnacionais passaram a atuar de maneira mais direta nos sistema financeiro, por meio de instituições financeiras próprias, enquanto os investidores institucionais adotaram estratégias de diversificação de *portfolio* em bases geográficas, atuando diretamente nos mercados de seu interesse por meio de instituições financeiras internacionais. A ampliação dos mercados de capitais fora do âmbito dos países desenvolvidos, também faz parte do novo cenário do sistema financeiro internacional.

As economias maduras apresentaram o problema clássico da realização do capital ao longo dos anos 1980, quando o potencial de crescimento do produto dos mercados domésticos diminuiu, conforme destacado por Gonçalves (1999, p. 31):

Como resultado, há um deslocamento de recursos da esfera produtivo-real para a esfera financeira e, portanto, um efeito de expansão dos mercados de capitais domésticos e internacional. Ademais, os países desenvolvidos colocam pressões crescentes no acesso aos mercados internacionais de bens e serviços, como uma estratégia de saída para a crise doméstica de acumulação.

O arrefecimento do potencial de crescimento do produto foi confirmado pela redução da taxa nos EUA de 3,8%, na década de 1960, para 2,3% entre 1990-1994. Na Alemanha, a

taxa no mesmo período caiu de 4,1% para 2,7%, enquanto, no Japão, a redução foi de 8,8% para 3,3%. A saída para as crises de acumulação pode ser encontrada de quatro maneiras. A primeira passa por uma política fiscal expansionista com *deficits* públicos, e é conhecida como “saída keynesiana”. O problema desta saída está no crescimento da dívida pública interna, que acaba gerando políticas monetárias restritivas. A segunda está no incentivo de uma nova onda de inovações tecnológicas e organizacionais que estimule o aumento dos gastos de consumo e investimento, conhecida como “saída schumpeteriana”. Esta opção, entretanto, pode resultar em mais destruição do que criação, uma vez que pode resultar na redução do emprego ocasionado pelas inovações poupadoras de mão-de-obra. Outro problema está no componente aleatório do processo, mesmo nos países em que os governos e empresas estejam articulados. A terceira saída está na distribuição de renda e riqueza. Todavia, essa decisão apresenta um problema político, mesmo nas economias maduras. A quarta opção está em transformar as exportações no motor da economia nacional, aumentando a competitividade internacional. O obstáculo aqui está nas restrições da demanda externa, no lento crescimento da economia mundial e nas ondas de protecionismo. A expansão da globalização, por meio de abertura e exploração de novos mercados, tornou-se um importante meio para as economias maduras recuperarem as taxas de lucro, conforme aponta Gonçalves (1999, p. 35):

Na realidade, a saída preferencial usada pelas economias capitalistas maduras desde o início dos anos 80 tem sido aquela que procura maior acesso aos mercados internacionais de bens, serviços e capitais. Essa estratégia surge como reação à insuficiência de demanda agregada interna nos países capitalistas maduros, sendo ativamente promovida por governos e empresas transnacionais. Portanto, a insuficiência de demanda agregada nos países desenvolvidos constitui-se no mais importante determinante do fenômeno da globalização econômica desse final de século.

Junto à insuficiência de demanda agregada, Bonelli (2000) destaca que a crescente liquidez internacional, cuja origem está no processo de “globalização” da produção e das finanças, e a criação a disseminação de novos instrumentos financeiros são responsáveis pelo crescimento dos processos de fusão e aquisição no mundo inteiro durante os anos 1990.

### **3.2 Mudanças na estrutura regulatória dos países desenvolvidos**

O crescimento das transações de fusão e aquisição pelo mundo, trouxe consigo a preocupação em manter um ambiente concorrencial competitivo, em que a defesa da concorrência prevalecesse. Para o CADE (1997), a existência de regras transparentes e

harmonizadas privilegia o mercado, tornando-o atrativo para a entrada de capital. Um exemplo disso, é o fortalecimento da legislação antitruste da União Européia, dos EUA e do Japão nos anos 1990, mesmo após a desregulamentação e a desestatização. Segundo Bonelli (2000), a desregulamentação geral de atividades em escala global e os processos de privatização na Europa e na América Latina contribuíram para a intensificação das transações de fusão e aquisição.

A preocupação com a defesa da concorrência é antiga, de acordo com Araújo Jr. (1999), sendo que as primeiras legislações datam do final do século XIX. O Canadá editou legislação antitruste em 1889, o *Combines Investigation Act*, e os Estados Unidos em 1890, o *Sherman Act*. Apesar de a legislação canadense ser anterior à norte-americana, os Estados Unidos são reconhecidos como o primeiro país a acionar um marco jurídico nacional para a defesa da concorrência. Isto porque a legislação canadense só incorporou a legislação antitruste nas décadas recentes. Outros países desenvolvidos, como a Austrália e a Nova Zelândia, também possuem leis antigas, de 1906 e 1908, respectivamente. A aplicação de leis antitruste ainda é recente, sendo que menos da metade dos países pertencentes à Organização Mundial do Comércio (OMC) têm legislação específica.

Gama (2005) menciona que a adoção dessas leis refletiu na mudança econômica do final do século XIX, quando ocorreu a expansão dos mercados, derivada da ascensão das ferrovias e dos navios a vapor. O surgimento de inovações tecnológicas e gerenciais, que levaram ao aparecimento das grandes corporações, primeiramente associadas à forma de trustes, também contribuiu para o surgimento da legislação antitruste. O poder de mercado alcançado pelas grandes corporações causou desconforto entre produtores menores, que protestaram, pedindo uma legislação que boicotasse o comportamento opressivo dessas empresas e redistribuísse o poder econômico entre os agentes.

Cano (2002) acrescenta que, como a introdução do *Sherman Act* é anterior à primeira onda de F&As nos EUA, sendo esta legislação aperfeiçoada, em 1914, pela *Clayton Act*. Entretanto, a nova lei ainda era falha, mencionando apenas as aquisições de ações e não as de ativos, deixando uma brecha legal para as empresas realizarem aquisições, mesmo que levassem ao monopólio. Somente em 1950, mediante a emenda *Cellar-Kefauver*, na seção 7 do *Clayton Act*, é que as restrições à compra de ativos foi acrescentada à legislação antitruste. A CNDC (2005) relata que as alterações na legislação seguiram, em 1976, com a “Lei Hart-Scott-Rodino”. A nova lei incorporou a seção 7 do *Clayton Act* e criou um procedimento de notificação prévia das concentrações e fusões, realizado pela Divisão Antitruste do Departamento de Justiça e pela Comissão Federal de Comércio. O objetivo da lei era o

controle prévio das operações de F&As que ultrapassassem certo limite de valores, sendo que as autoridades deveriam ser notificadas com antecedência da realização do processo. Após a notificação, as autoridades poderiam decidir por investigar a questão e, caso assim o decidissem, poderiam bloquear o processo. Assim, além de evitar ações legais em defesa da concorrência, eram evitados processos de desmembramentos depois de realizada a concentração, muito mais custosos do que os processos de investigação prévia de F&As.

Araújo Jr. (1999) relata que a política antitruste norte-americana passou por fases distintas. Na primeira, de 1890 até o início dos anos 1970, o âmbito da política era interno e visava fiscalizar a conduta das grandes empresas e restringir a formação de cartéis, protegendo os consumidores e os pequenos produtores. Na segunda fase, entre os anos 1970 e 1980, o foco da política antitruste passou a ser as distorções do processo de competição, gerados por barreiras à entrada, assimetrias de informação e poder de mercado. Os direitos do consumidor ganham mais destaque e a proteção aos pequenos produtores perde relevância. A partir dos anos 1990, a terceira fase tem início, caracterizando-se pela ampliação da importância da política antitruste além do nível doméstico. As ações do governo que afetam as condições de concorrência, como políticas de comércio exterior, políticas de investimento, regulação de monopólios, regulação da propriedade fiscal, entre outros, também passam a ser avaliadas. Desse modo, além do setor privado, o setor público passa a ser regulado pela agência antitruste.

A evolução das políticas antitruste no resto do mundo, segundo Gama (2005), consolidou-se recentemente nas últimas décadas, sendo que a Europa, o Japão e a Austrália possuem leis de defesa de concorrência semelhantes às norte-americanas. Nos países em desenvolvimento, as políticas antitrustes ainda estão evoluindo. A importância das políticas antitruste cresceu entre os países desenvolvidos após a Segunda Guerra Mundial, conforme Araújo Jr. (1999), e, mais recentemente, nos países em desenvolvimento. Para esse autor, a internacionalização da política de concorrência nos anos 1990 foi estimulada por três fatores: a convergência de visões sobre as políticas de concorrência, a celeridade da difusão de políticas antitrustes e o aumento de casos registrados ao redor do mundo.

O primeiro fator destacado por Araújo Jr. (1999) é a convergência de visões entre as economias industrializadas sobre os princípios dessa política. Entre as prioridades dos países desenvolvidos pertencentes à Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE) destacam-se: alcançar eficiência produtiva, garantir os direitos do consumidor e a transparência das condições de concorrência, independentemente do formato das agências antitruste e de seus mecanismos de ação. Assim, existe uma preocupação em

harmonizar os critérios para analisar processos de fusão e aquisição, restringir práticas anticompetitivas e regular monopólios naturais .

A rápida difusão das leis antitruste entre as economias periféricas é apresentada como o segundo fator que estimulou a política de concorrência nos anos 1990. Leis antitrustes foram introduzidas em cerca de 40 países, sendo a maioria economias em desenvolvimento. A eficácia das agências antitruste na função de reguladoras nesses países, no entanto, ainda é contestada, mas confirma a preocupação dos países em estabelecer uma política de concorrência (ARAÚJO JR., 1999).

Por fim, o terceiro fator apresentado está relacionado ao crescente número de casos antitruste com dimensão internacional. A expansão das empresas multinacionais tem levado ao contato e troca de informações com autoridades de vários países. É o caso do governo norte-americano que, nos anos recentes, necessitou de informações internacionais em quase 50% dos casos de fusões analisados pela Comissão Federal de Comércio (ARAÚJO JR., 1999).

A criação de agências antitruste nas economias em desenvolvimento contribui para ultrapassar os vazios do sistema mundial de comércio. Para tanto, as economias desenvolvidas prestam assistência técnica nessa área junto a outros organismos internacionais. De acordo com Araújo Jr. (1999), a preocupação com a política de concorrência chegou também à OMC, que criou, em dezembro de 1996, o Grupo de Trabalho sobre a Interação entre Comércio e Política de Concorrência. O Grupo recebeu, só nos dois primeiros anos, cerca de 170 documentos governamentais. Entretanto, nem todos os membros da OMC que possuíam algum tipo de lei de concorrência participaram do debate sobre o tema. As restrições decorrem do fato de que um acordo multilateral sobre as regras de concorrência só pode ser aplicado quando a grande maioria ou todos os membros da OMC estiverem capacitados a aplicar essas normas em seus respectivos territórios. Outro entrave está na atuação da própria OMC, que é voltada para lidar com atos de governo e não sobre a conduta dos agentes econômicos, alvo da política de concorrência.

No setor bancário, conforme Carvalho, Studart e Alves Jr. (2002), mudanças na estrutura regulatória dos EUA se seguiram nos anos 1980 e 1990, quando foram removidas as restrições à expansão geográfica do setor bancário. Em 1994, entrou em vigor o *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act* e foram parcialmente eliminadas as restrições a fusões entre bancos comerciais e bancos de investimento. Na Europa, o desenvolvimento do Mercado Único permitiu a expansão do setor bancário, com a eliminação

de barreiras à livre circulação de capital entre os países membros da UE, bem como a liberdade para o estabelecimento e para a prestação de serviços bancários.

A regulamentação sobre concorrência e concentração de empresas na UE, conforme observa Pascar (2000), baseia-se nos artigos 85 a 94 do Tratado da Comunidade Econômica Européia de 1957 e na lei nº. 4.064/89 sobre concentrações do Conselho da Europa,<sup>9</sup> modificada pela lei nº. 1.310/97. Basicamente, o conteúdo dos artigos 85 e 86 trata da proibição de acordos entre as empresas que possam vir a prejudicar o comércio entre os Estados-membros da UE. Os artigos seguintes tratam das sanções de políticas *antidumpings* e da proibição de ajuda oferecida pelo Estado.

O sistema de controle do Conselho da Europa, segundo CNDC (2005), permite a investigação e tem poder de decisão a respeito das concentrações e fusões que tenham dimensão comunitária. Assim, sanções podem ser aplicadas para desautorizar F&As, separar empresas e ativos agrupados, bem como aplicar multas às atividades envolvidas. A investigação de processos de concentração é estabelecida de acordo com o tamanho das vendas mundiais e dentro da UE. A notificação prévia também é aplicada, bem como é exigido um prazo de um mês para que o ato ocorra. Caso a Comissão enxergue perigos para a competitividade dentro da UE, ocorre a suspensão da operação por um período. Nesse caso, a Comissão pode sugerir alterações no plano de concentração para que este ocorra, com a aprovação do Tribunal de Justiça da União Européia. No caso da Comissão concluir que o processo afeta apenas um país, o caso pode ser encaminhado para o conselho de defesa da concorrência do país afetado. Segundo Pascar (2000), a principal modificação encontrada na lei nº. 1.310/97 foi a diminuição para a metade dos valores anteriormente exigidos para a análise dos atos de concentração. Para caracterizar uma concentração de dimensão comunitária pela Direção Geral da União Européia (DG IV),<sup>10</sup> são necessários três requisitos cumulativos:

- *el volumen de negocios a nivel mundial de todas las empresas implicadas debe superar los 2500 millones de EUROS (anteriormente era de 5000 millones de ECUS);*
- *el volumen de negocios total, en la Comunidad, de por los menos dos de las empresas afectadas por la concentración debe superar los 100 millones de EUROS (anteriormente era de 250 millones de ECUS);*
- *al menos una de las empresas en cuestión debe conseguir no menos de un tercio de su cifra de negocio a nivel comunitario en un Estado miembro diferente del Estado en el que las otras empresas consiguen mas de dos tercios de la suya (PASCAR, 2000, p. 18).*

---

<sup>9</sup> Conhecida como *Merger Regulation*.

<sup>10</sup> Direção Geral IV: órgão da Comissão da União Européia que tem amplos poderes de investigação e cujo pessoal pode visitar empresas sem aviso prévio, realizar audiências com empresas afetadas e decidir sanções (PASCAR, 2000).

Com essas alterações, a análise dos processos de concentração tornou-se mais rigorosa. A definição de concentração está contida no artigo 3, cercado de conceitos técnicos.

*Existe una operación de concentración: a) cuando dos o más personas que ya controlen al menos una empresa, o una o más empresas mediante la toma de participaciones en el capital, o la compra de elementos del activo mediante contrato o por cualquier otro medio adquiera, directa o indirectamente, el control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas o b) cuando dos o mas empresas anteriormente se fusionen (PASCAR, 2000, p. 18).*

A regulamentação relativa a notificações, prazos e audiências contida na lei nº 3.384/94, que deve respeitar o regulamento sobre concentrações, foi anulada pela entrada em vigor, em 20 de março de 1998, do Regulamento nº 447/98. São esses regulamentos de aplicação que ajudam na rapidez da resolução dos casos pela DG IV (PASCAR, 2000).

### **3.3 Integração regional**

O regionalismo econômico é um fenômeno que se expandiu no período pós-guerra e ganhou força com os acordos precursores da atual União Européia (antigo Mercado Comum Europeu), estabelecida pelo Tratado de Roma, assinado, em março de 1957, pela Alemanha Ocidental, França, Itália, Bélgica, Holanda e Luxemburgo e em vigor desde 1º de janeiro de 1958. A experiência européia inspirou a formação de acordos regionais em outras partes do mundo, como o Mercosul nas Américas e o Asean na Ásia.

Os defensores do multilateralismo, conforme Sabbatini (2001), são contrários à formação de blocos econômicos. Para eles, o livre comércio é a única alternativa que garante a maximização do bem-estar econômico dos agentes no mercado mundial. A origem da idéia do livre comércio está na obra de David Ricardo, de 1817. Para o autor, qualquer restrição ao livre comércio deve ser banida, pois leva à redução do bem-estar, que é medida pelo conceito introduzido por Viner, em 1950, de criação e desvio de comércio.<sup>11</sup> A formação de acordos comerciais entre os agentes não é pregada pelos defensores do multilateralismo, pois esta formação causa efeitos de desvio de comércio do resto do mundo, levando à redução do bem-estar.

Os movimentos mais recentes em direção a regionalização se distinguem dos movimentos precursores. Para Oman (1994 apud BARBIERO e CHALOULT, 2001), o

---

<sup>11</sup> A criação de comércio ocorre pela maior comercialização entre os países participantes do processo de integração, enquanto o desvio de comércio ocorre quando os consumidores dos países participantes não têm acesso aos bens fornecidos no mercado mundial, sendo comercializados apenas os produtos dos países integrantes, muitas vezes, a preços mais elevados e de qualidade inferior.

movimento atual do processo de regionalização é norteado, em parte, pelo processo de globalização econômica. A mesma posição é defendida por Amorim (1991 apud BÊRNI 2001), que vê a globalização e a regionalização como desenvolvimento paralelo e também contraditório. A integração regional leva ao espaço interligado, no qual o relacionamento interno e externo dá espaço à conexão dos Estados-nação. As relações intra-bloco protegem os países-membros, enquanto os outros países são excluídos das negociações. A contradição então aparece na formação de blocos cujos participantes tentam inserir-se no mercado mundial ou globalizado de forma conjunta.

Para Machado (2000), uma vantagem apontada pelo regionalismo econômico está em tornar a abertura econômica dos países de forma gradual, permitindo a proteção de algumas indústrias durante certo tempo, através de uma TEC, até se tornarem competitivas. Segundo Sabbatini (2001), os defensores do regionalismo argumentam que a formação de acordos comerciais induz ao desenvolvimento do comércio intra-indústria e ao aproveitamento de economias de escala em um mercado de concorrência monopolística. Alguns analistas argumentam que o processo de integração regional seria uma etapa para se chegar ao multilateralismo, já que reforçam as trocas comerciais entre países de estruturas produtivas semelhantes e incentivam o desenvolvimento do progresso técnico, cujos resultados seriam a maior eficiência produtiva, melhores expectativas dos agentes, maiores possibilidades de investimentos, maior difusão tecnológica entre os países do bloco econômico e custos de transação menores. Entretanto, os defensores do multilateralismo consideram o regionalismo uma opção *second-best*, ou seja, a segunda melhor alternativa depois do livre comércio.

O resultado dos acordos de integração já é percebido na economia mundial. As relações de comércio de mercadorias nos anos 1990 apresentaram modificações para integrantes da UE, Asean e Mercosul, como pode ser observado nos dados da Tabela 2. De acordo com dados, na UE a maior parte das exportações ocorre entre países-membros, fortalecendo as relações intrabloco. Esta relação era de 64,9% em 1990 e de 63,5% em 1999. O mesmo ocorre com as importações, que dentro do bloco eram de 63% em 1990 e de 62,2% em 1999. No caso do Asean, as relações intrabloco sofreram um pequeno incremento no que se refere às exportações. Já as importações intrabloco, que eram 16,2% em 1990, passaram a representar 22,6% em 1998 e 22,9% em 1999. Para o Mercosul, as exportações intrabloco representavam 8,9% em 1990, e passaram a representar 25% em 1998 e 20,3% em 1999. As importações intrabloco também tiveram aumento de participação, passando de 14,5% em 1990 para 21% em 1998 e 19% em 1999.

Vale ressaltar que a formação do Mercosul e do Asean é mais recente do que a da UE, 1991 e 1977, respectivamente, o que explica a intensificação das relações intrabloco. Outra observação relevante acerca destes blocos refere-se a sua participação no comércio mundial. Observando-se na Tabela 2 o valor do comércio de mercadorias para os três blocos comerciais em 1999, percebe-se que a UE possui maior dimensão no comércio de mercadorias do que o Asean e o Mercosul.

**Tabela 2 – Comércio de mercadorias de determinados acordos de integração regional, 1999 (em bilhões de dólares e porcentagens)**

	Valor	Participação nas exportações/importações totais		
	1999	1990	1998	1999
<b>UE (15)</b>				
Exportações totais	2.190	100,0	100,0	100,0
– Exportações intra	1.395	64,9	63,1	63,5
– Exportações extra	795	35,1	36,9	36,5
Importações totais	2.232	100,0	100,0	100,0
– Importações intra	1.389	63,0	62,9	62,2
– Importações extra	843	37,0	37,2	37,8
<b>ASEAN (10)</b>				
Exportações totais	359	100,0	100,0	100,0
– Exportações intra	79	20,1	21,9	22,1
– Exportações extra	280	79,9	78,1	77,9
Importações totais	299	100,0	100,0	100,0
– Importações intra	69	16,2	22,6	22,9
– Importações extra	231	83,8	77,4	77,1
<b>MERCOSUL (4)</b>				
Exportações totais	74	100,0	100,0	100,0
– Exportações intra	15	8,9	25,0	20,3
– Exportações extra	59	91,1	75,0	79,7
Importações totais	93	100,0	100,0	100,0
– Importações intra	16	14,5	21,0	19,0
– Importações extra	67	85,5	79,0	81,0

Fonte: Elaborada com base nos dados da Organização Mundial do Comércio (OMC, 2000, p. 27).

No caso do Mercosul, cujos países-membros já passaram pela fase de industrialização, a ênfase agora, segundo CEPAL (2000), é voltada às estratégias empresariais de expansão e de eficiência das empresas. De acordo com Braga (2001), as decisões de investimentos nessa região seriam beneficiadas pelas expectativas de ganhos de eficiência produtiva e pela redução dos custos de transação. Outro efeito positivo da integração seria a atuação do Estado, cabendo a ele o estímulo de acordos setoriais e a criação de condições adequadas para

um maior intercâmbio produtivo. Ao empresariado caberia, junto ao Estado, a criação e a expansão das empresas no mercado integrado. Essas empresas, antes nacionais, expandiriam sua atuação pelos países integrantes e atrairiam investimentos externos de fora do bloco que tivessem como objetivo o mercado integrado.

Assim, os benefícios da integração não se dariam apenas no âmbito empresarial, mas se expandiriam pela economia. De acordo com a CEPAL (2000), o regionalismo aberto favoreceria uma economia internacional mais aberta e transparente. O objetivo do regionalismo aberto é fazer com que a integração favoreça a economia internacional, pela eliminação de barreiras ao comércio entre os países signatários e em relação a terceiros, favorecendo a adesão de novos membros. Esse processo levaria à inserção dos países na economia mundial, caminhando em direção ao livre comércio, e os países latino-americanos se fortaleceriam frente ao protecionismo dos países desenvolvidos. Essa idéia já estava presente no documento de 1959, intitulado “Significación del Mercado Común em el Desarrollo Económico de América Latina”, redigido por Raúl Prebisch.

Segundo Dunning (1994 apud CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1997) e Bonelli (2000), a formação de mercados regionais pode favorecer os investimentos de ETs, pois facilita os processos de racionalização das estruturas da produção e do comércio, bem como gera a possibilidade de aproveitar os novos mercados ampliados.

Por outro lado, a formação de blocos econômicos, de acordo com o CADE (1997), tem forçado os países a buscarem a harmonização de suas legislações nacionais. Essa necessidade perante o aumento da concorrência impõe, principalmente aos países em desenvolvimento, uma rápida adaptação.

### **3.4 Reestruturação produtiva na economia mundial**

A reestruturação produtiva é vista por Mello (2004) como um processo constante na economia, marcado por diferentes mudanças nos padrões tecnológicos, característico da dinâmica do modo de produção capitalista.

De acordo com Filgueiras (1997), as economias desenvolvidas, após terem passado por um período de crescimento de 25 anos, apresentaram sinais de crise no início dos anos 1970. O modelo de desenvolvimento adotado, o fordismo,<sup>12</sup> apresentava sinais de

---

<sup>12</sup> O fordismo foi um modelo de desenvolvimento adotado pelos EUA e pela Europa, estabelecido pelo uso da base técnica da segunda Revolução Industrial e pelos métodos de trabalho tayloristas (padronização de tarefas, separação entre planejamento e execução e especialização do trabalho). Este modelo introduziu a linha de

esgotamento, o que levou à queda da produtividade do trabalho, em decorrência do envelhecimento do paradigma tecnológico e da crescente insatisfação dos trabalhadores diante do padrão de gestão fordista. A disputa distributiva entre lucros e salários foi agravada, e os aumentos do salário real começaram a ser repassados aos preços, resultando num quadro de inflação. A produção em massa, característica do modelo, exigia consumo em massa, que, para ser realizado, dependia de os ganhos de produtividade atingidos serem repassados sob a forma de aumento real dos salários aos trabalhadores, constituindo, assim, na sua inclusão social e em um novo padrão de acumulação.

Para Cano (2002), a reestruturação produtiva na economia teve início nos anos 1980 nos Estados Unidos, quando se deu a retomada de sua hegemonia econômica. A partir de então, as idéias liberalizantes como: quebra de monopólios, abertura comercial, privatizações, desregulamentação dos mercados de capitais, flexibilização do mercado de trabalho e corte nos gastos sociais, foram sendo consolidadas nas principais economias desenvolvidas, facilitando o desenvolvimento do processo. Para os demais países desenvolvidos, a realização da reestruturação produtiva tornou-se necessária em razão do acirramento da competição internacional. Um reflexo do processo de reestruturação produtiva nos países desenvolvidos, conforme o CADE (1997), foi o aumento dos processos de F&As. Esses processos, por sua vez, têm um aspecto negativo sobre o emprego, pois, em geral, levam à redução de pessoal ou à realocação de recursos humanos em diferentes mercados geográficos. Para Anjos e Farah Jr. (2002, p. 45),

O esgotamento do ciclo mundial de crescimento, manifestado a partir da década de 1970, deve-se à perda da capacidade de difusão tecnológica nos setores que lideraram a expansão nos países capitalistas desenvolvidos, bem como de sua forma de internacionalização baseado nas empresas multinacionais que imprimiram transformações à economia mundial.

Já nos anos 1980, conforme Anjos e Farah Jr. (2002), os avanços na tecnologia da informação afetaram as estruturas industriais nas economias desenvolvidas, acelerando as mudanças tecnológicas. Com o fim das restrições, a entrada de capital internacional em mercados nacionais deu-se a integração entre os mercados financeiros e de capitais, desembocando na chamada “globalização financeira”. As economias em desenvolvimento também sofreram com as mudanças da fase de expansão da economia mundial, e algumas passaram por profundas transformações em sua base produtiva, entre elas países do Sudeste Asiático. Mesmo distintas das de economias desenvolvidas, essas bases suportaram um

---

produção em série, cujo resultado foi o aumento da produtividade do trabalho e a redução do custo unitário de produção (FILGUEIRAS, 1997).

processo de integração desigual e marginal entre si, tornando-as mais suscetíveis aos momentos de crise e de reorganização da produção capitalista, comandadas pelos países desenvolvidos.

Esse novo ambiente, mais competitivo, tornou as inovações um elemento estratégico para as empresas na busca por competitividade. Em resposta a esse novo ambiente, as empresas buscaram realizar acordos de cooperação tecnológicos e também engrossaram o movimento de F&As.

A entrada de novas empresas nos mercados agora mais dinâmicos, porque formados por empresas detentoras e geradoras de tecnologias pioneiras, tornou-se difícil, dado o conjunto de obstáculos ao ingresso de firmas isoladas de menor porte produtivo, financeiro e tecnológico (ANJOS e FARAH JR., 2002, p. 47).

Desse modo, para Anjos e Farah, (2002), as políticas empresariais tornaram-se centradas nas matrizes das grandes empresas, que se utilizaram dos avanços da telemática<sup>13</sup> para realizar a gestão de suas filiais a partir da empresa matriz. A introdução de novas tecnologias levou a ganhos de produtividade dos trabalhadores e permitiu a redução dos custos de produção. Os novos processos de produção deixaram de ser pautados na produção em série, e a produção de certos tipos de bens de capitais passou a ter um custo bem mais baixo, uma vez que a produção em pequenas quantidades foi viabilizada pelo uso de máquinas de comando numérico. O nível da mão-de-obra diante desses avanços foi tornando-se mais exigente. As grandes empresas implementaram uma série de alianças tecnológicas, inclusive entre concorrentes, mediante acordos de cooperação produtiva, do desenvolvimento conjunto de produtos e processos com propósitos específicos.

Cano (2002) coloca que, nos anos 1990, as empresas multinacionais buscavam a reestruturação das filiais, para que atuassem de maneira mais integrada às matrizes das empresas. Com a perda da capacidade de investimento do Estado e sem uma política industrial definida, as ETs passaram a decidir onde, quando, em que e como realizar seus investimentos.

De acordo com Bonelli (2000), a onda de F&As teve início nos anos 1980, nos EUA e na Grã-Bretanha, e se difundiu pelo continente europeu, alcançando as economias emergentes nos anos 1990.<sup>14</sup> O objetivo desses processos foi o de “(...) tornar as empresas e conglomerados de que participam mais eficientes e competitivos pelas mudanças nas formas e

---

<sup>13</sup> Área de conhecimento que combina as tecnologias associadas à eletrônica, informática e telecomunicações aplicadas aos sistemas de comunicação e sistemas embarcados e que se caracteriza pelo estudo das técnicas para geração, tratamento e transmissão da informação, na qual estão preservadas as características de ambas, porém apresentando novos produtos derivados destas.

<sup>14</sup> Entre as economias emergentes, a exceção é feita a alguns países do Sudeste asiático, que já haviam passado por processos de reestruturação patrimonial nos anos 1980 (BONELLI, 2000).

setores de aplicação do capital” (BONELLI, 2000, p.1). Nessa perspectiva, são apontados dois fatores para explicar a onda de F&As dos anos 1990:

(...) o primeiro é o movimento efetuado por conglomerados com negócios em distintos setores que, por motivos estratégicos, procuram se livrar dos negócios acessórios para concentrar nos principais, ou *core businesses*. O segundo seria a necessidade de obter sinergias pela aquisição de, fusão com ou *joint venture* com, empreendimentos situados no seu setor de atuação principal (BONELLI, 2000, p.1).

Os dados da Tabela 3 revelam que as aquisições representam quase a totalidade dos negócios transfronteiriços realizados nos anos 1990 no mundo. Esse resultado confirma a preferência das empresas por operações de aquisição em detrimento das operações de fusão, que, conforme anteriormente apresentado, oferecem maiores dificuldades para serem realizadas. Outra observação que pode ser feita é que, dentre as aquisições, o destaque são as incorporações, ou seja, nas aquisições de 100% do capital, em média, as incorporações representaram 65% das aquisições realizadas nos anos 1990, enquanto que as aquisições majoritárias representaram 16% e as aquisições minoritárias 19%.

**Tabela 3 – F&AS transfronteiriças, por percentagem de propriedade, 1990-1999 (percentagem do número total de negócios)<sup>15</sup>**

Ano	F&As Totais <sup>a</sup>	Fusões transfronteiriças	Aquisições transfronteiriças			
			Total	Incorporação (100%)	Majoritária (50 a 99%)	Minoritária (10 a 49%)
1990	100	2,1	96,5	67,4	11,8	17,3
1991	100	0,8	98,6	64,1	14,5	19,9
1992	100	0,6	98,6	62,5	16,9	19,1
1993	100	0,5	99,1	61,2	17,2	20,6
1994	100	0,5	98,6	60,4	16,7	21,5
1995	100	1,2	98,0	59,6	17,9	20,5
1996	100	1,1	98,4	61,2	17,2	20,1
1997	100	1,7	97,5	64,8	16,3	16,3
1998	100	1,8	97,5	68,3	14,7	14,5
1999	100	2,3	96,9	65,3	15,4	16,2

Fonte: UNCTAD (2000, p.101).

a: inclui as transações nas quais os adquirentes adquirem o restante das suas afiliadas estrangeiras.

De acordo com Cano (2002), os propulsores das F&As foram: a conclusão do processo de reestruturação das empresas nas economias desenvolvidas; a mudança na forma de atuação dos oligopólios internacionais; o baixo ritmo de crescimento dos mercados das economias

<sup>15</sup> A soma dos percentuais totais anuais apresentados na tabela podem não alcançar ou ultrapassar 100% por questões de arredondamento (UNCTAD, 2000).

desenvolvidas (com exceção dos EUA); o crescimento do poder financeiro das grandes empresas; o desenvolvimento dos mercados financeiros, provendo novas formas de financiamento de fusão e aquisição; e o surgimento de novos setores procurando se expandir internacionalmente. Como resultado desses movimentos, cresceu o poder econômico das empresas ou grupos reestruturados dentro do mercado em que atuam.

Entre os tipos de operações de F&As transfronteiriças, a que se sobressaiu nos anos 1990, foi a do tipo horizontal, tanto em número de negócios como em valor, como pode ser visto na Tabela 4. Este resultado revela que as empresas preferem efetuar transações entre empresas do mesmo ramo e focar em seu negócio. As F&As verticais apresentaram crescimento na participação em número de transações ao longo do período, enquanto sua participação em termos de valores oscilou. As F&As conglomeradas, por sua vez, mantiveram sua participação no número de transações durante boa parte do período, apresentando tendência de queda em 1998 e 1999. Entretanto, em termos de valores, a participação das F&As conglomeradas oscilou ao longo de todo período.

**Tabela 4 – F&As transfronteiriças mundiais por tipo: horizontal, vertical e conglomerada, 1990-1999 (porcentagens)<sup>16</sup>**

Ano	Número			Valor		
	F&As Horizontais <sup>a</sup>	F&As Verticais <sup>b</sup>	F&As Conglomeradas <sup>c</sup>	F&As Horizontais <sup>a</sup>	F&As Verticais <sup>b</sup>	F&As Conglomeradas <sup>c</sup>
1990	54,8	5,0	40,2	55,8	3,4	40,9
1991	54,1	5,6	40,3	54,5	4,0	41,5
1992	54,6	5,4	40,0	60,9	4,4	34,7
1993	54,5	5,7	39,9	53,3	5,2	41,5
1994	54,1	5,6	40,4	61,0	7,3	31,8
1995	53,0	5,6	41,4	65,5	2,7	31,8
1996	54,0	5,7	40,3	56,9	5,5	37,6
1997	54,1	5,2	40,7	58,1	4,9	37,0
1998	56,5	6,2	37,3	68,8	5,9	25,3
1999	56,2	6,2	37,6	71,2	1,8	27,0

Fonte: UNCTAD (2000, p. 231).

a: Definido como as transações que foram concluídas na mesma indústria (no nível de dois dígitos dos códigos SIC) entre o adquiridor e a empresa adquirida.

b: Definido como as transações que ocorrem sob as seguintes combinações de indústrias, entre o adquiridor e a empresa adquirida: 0-57; 13, 29,46-10, 12,14; 13, 29, 46-49; 15, 16, 17-50; 15, 16, 17-57; 20-0; 20-51; 20-54; 20-58; 21-51; 22, 23-51; 22,23-53,56; 24, 25, 26-0; 24, 25,26-15,16,17; 24,25,26-57; 27-48; 27-51;28-49,72,79,80,83,84; 28-51; 30,32-0; 30,32-15,16,17; 30,32-50; 33,34-10,12,14; 33,34-15,16,17; 33,34-50; 33,34-52,55,59; 31-51; 31-57; 35 exceto 357-50; 35 exceto 357-52,55,59; 357-57; 357-73,81,87; 36 exceto 366-50; 36 exceto 366-52,55,59; 366-48; 37 exceto 372, 376-40,41,42,44,47; 37 exceto 372, 376-75,76; 372,376-45; 38-48; 38-50; 38-52,55,59; 39-52,55,59; 48-78; 60,61,62,63,67-65; 60,61,62,63,67-73,81,87; 70-40,41,42,44,47 e 70-45 no nível de dois dígitos dos códigos SIC.

c: Definido como as transações que não são caracterizadas como F&As horizontal ou vertical.

<sup>16</sup> A soma dos percentuais totais anuais apresentados na tabela podem não alcançar ou ultrapassar 100% por questões de arredondamento (UNCTAD, 2000).

Em termos gerais, o valor das transações de F&As, em todo o mundo, foi quase cinco vezes superior ao valor de 1990, quando comparado aos valores do ano de 1999. As empresas instaladas nos países desenvolvidos atuaram como maiores compradores e vendedores nas transações de F&As mundiais, e grande parte dos negócios realizados ocorreram entre elas, de acordo com os dados apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 – F&As transfronteiriças: Compras (C) e Vendas (V) por região, 1990-1999 (em bilhões de dólares)**

Ano	1990		1995		1997		1998		1999	
Região/Economia	C	V	C	V	C	V	C	V	C	V
<b>Países desenvolvidos:</b>	<b>143,2</b>	<b>134,2</b>	<b>173,7</b>	<b>164,6</b>	<b>272,0</b>	<b>234,7</b>	<b>511,4</b>	<b>445,1</b>	<b>677,3</b>	<b>644,6</b>
– União Européia	86,5	62,1	81,4	75,1	142,1	114,6	284,4	187,9	497,7	344,5
– Estados Unidos	27,6	54,7	57,3	53,2	80,9	81,7	137,4	209,5	112,4	233,0
– Japão	14,0	0,1	3,9	0,5	2,7	3,1	1,3	4,0	9,8	15,9
<b>Países em desenvolvimento:</b>	<b>7,0</b>	<b>16,1</b>	<b>12,8</b>	<b>15,9</b>	<b>32,4</b>	<b>64,3</b>	<b>19,2</b>	<b>80,7</b>	<b>41,2</b>	<b>63,4</b>
– África	-	0,5	0,1	0,2	-	1,7	0,2	0,7	0,4	0,6
– América Latina e Caribe	1,6	11,5	4,0	8,6	10,7	41,1	12,6	63,9	24,9	37,2
– Europa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3
– Ásia	5,4	4,1	8,8	6,9	21,7	21,3	6,4	16,1	15,9	25,3
– Pacífico	-	-	-	0,1	-	0,3	-	-	-	0,1
<b>Europa Leste e Central<sup>a</sup></b>	<b>-</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>6,0</b>	<b>0,3</b>	<b>5,8</b>	<b>1,0</b>	<b>5,1</b>	<b>1,6</b>	<b>10,3</b>
<b>Mundo<sup>b</sup></b>	<b>150,6</b>	<b>150,6</b>	<b>186,6</b>	<b>186,6</b>	<b>304,8</b>	<b>304,8</b>	<b>531,6</b>	<b>531,6</b>	<b>720,1</b>	<b>720,1</b>

Fonte: UNCTAD (2000, p.108).

a: Inclui os países que formam a Iugoslávia.

b: Inclui montantes que não podem ser alocados por região.

De acordo com os dados da Tabela 5, a UE manteve-se ao longo dos anos 1990 como maior compradora e maior vendedora de ativos entre os países desenvolvidos, seguida pelos EUA e Japão. O valor das compras realizadas na UE foi maior do que o valor das vendas em todo o período. Em 1990, as transações de compras realizadas na UE representavam 57% do total mundial e em 1995 caíram para 44%. Voltaram a crescer em 1997 para 47%, em 1998 para 54%, chegando a alcançar em 1999 63% do total. Nas vendas, a participação da UE era de 41% em 1990, caindo em 1995, 1997 e 1998 para 40%, 38 % e 35%, respectivamente, e voltando a crescer somente em 1999, para 48%.

Na UE, conforme UNCTAD (2000), os países que mais realizaram transações de vendas de F&As, em 1998 e 1999, foram o Reino Unido, Alemanha, França, Holanda, Espanha, Suíça, Bélgica e Itália. As transações de compras, por sua vez, foram realizadas no

Reino Unido, Suécia, Alemanha, Holanda, França Bélgica e Itália. As transações intrabloco foram facilitadas pela desregulamentação de mercados, pela integração regional e pela introdução da moeda única, em 1999, o Euro.

Seguindo com a análise dos dados da Tabela 5, ao contrário do que ocorreu na UE, nos EUA os maiores volumes de transações foram de vendas nos anos 1990, exceto para o ano de 1995, quando o valor das compras foi superior ao das vendas. Segundo UNCTAD (2000), os EUA permanecem como economia singular no mundo, sendo a maior entre todas em número de negócios e valores. O crescimento das compras de F&As só recuou em 1999, enquanto as vendas continuaram sua trajetória ascendente.

Já no caso do Japão, no início dos anos 1990, a sua participação era maior nas compras. Entretanto, em 1997, passou a registrar um volume de vendas superior a de compras. Essa mudança, conforme UNCTAD (2000), é decorrente das mudanças na cultura de negócios, na estrutura regulatória e na estrutura corporativa das empresas, buscando introduzir o país na onda mundial de F&As dos anos 1990.

Assim como ocorreu com as economias desenvolvidas, a onda de F&As dos anos 1990 se estendeu aos países em desenvolvimento. Todavia, nos países em desenvolvimento, as transações de vendas de F&As foram mais relevantes do que as de compra. Entre as economias em desenvolvimento, destacaram-se a região da América Latina e do Caribe (AL) e da Ásia. A participação da África, da Europa e do Pacífico nas F&As mundiais é muito pequena, como visualizado na Tabela 5.

Na AL, os processos de privatização tiveram relevância para as F&As transfronteiriças, especialmente no Brasil e na Argentina. As vendas na AL atingiram seu auge em 1998, quando eram concretizados os processos de privatização no Brasil no setor de telecomunicações. Em 1999, quase a metade do valor das F&As representa a privatização da Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), na Argentina. A evolução das F&As nessas duas economias será vista mais adiante.

Na Ásia, as compras tiveram maior relevância no início dos 1990, sendo que em 1998 e 1999 as vendas passaram a ser maiores nessa região. Essa mudança, conforme UNCTAD (2000), é decorrente da crise financeira asiática ocorrida em 1998.

Uma importante modificação verificada ao longo dos anos 1990 em relação às F&As, está no deslocamento das transações do setor secundário para o setor terciário. Até 1995, eram encontrados no setor secundário os maiores registros em termos de valores de F&As (com exceção para o ano de 1991), conforme os dados sobre as F&As transfronteiriças por setor e indústria vendedora no período de 1990 a 1999, apresentados no Anexo A. As indústrias que

realizaram o maior volume de transações de vendas foram as de alimentos bebidas e tabaco, seguida pelas indústrias de substâncias e produtos químicos, de coque, petróleo e combustível nuclear. A partir de 1996, o setor terciário passou a dominar a cena das F&As, com destaque para os negócios realizados pelo setor financeiro.

Em relação às compras, o setor secundário dominou o ambiente de F&As até 1995 (verificar Anexo B). Os setores de alimentos, bebidas e tabaco também prevaleceram nas compras e apresentaram crescimento contínuo ao longo dos anos 1990. As compras no setor terciário tiveram trajetória ascendente a partir de 1996, representando mais de 50% do valor total dos negócios desde então.

De acordo com UNCTAD (2000), é no setor terciário que estão concentrados a maior parte do volume dos negócios de venda e de compra de F&As dos EUA nos anos 1990. Os maiores valores foram registrados no setor de comércio, finanças e serviços de negócios. Já na UE, as maiores vendas se concentraram entre 1990 e 1994 no setor secundário, e concentraram-se no setor terciário, entre 1995 e 1999, com destaque para os negócios nos setores: comércio, finanças, serviços de negócios, transportes, armazenagem, comunicações, elétrico, gás e água. No Japão, o comportamento das vendas foi similar ao da UE, enquanto as compras se concentraram no setor terciário por quase todo o período.

O aumento do volume de transações de F&As nos países desenvolvidos, conforme OMC (2000), foi decorrente do crescimento do fluxo de capitais, especialmente do IED, nos setores de petróleo, indústrias química e automobilística, além de serviços, como telecomunicações e instituições financeiras. A concentração de grandes empresas em linhas de produtos em número menor de lugares de produção é apontada como responsável pelas F&As. Assim, as empresas, além de maior conhecimento, associam as oportunidades comerciais de cada país, levando a um incremento do comércio mundial.

Para UNCTAD (2000), nos países em desenvolvimento a identificação dos setores que predominam os negócios de F&As não é tão clara como nos países desenvolvidos. Isto porque os negócios estão diretamente relacionados às políticas de liberalização e desregulamentação da economia. Mesmo assim, nestes países, há uma tendência para o deslocamento da realização dos negócios de F&As do setor secundário para o setor terciário, assim como no mundo todo.

## **4 MUDANÇAS ESTRUTURAIS NO BRASIL E NA ARGENTINA NOS ANOS 1990**

Durante muitos anos, Brasil e Argentina assumiram uma política de desenvolvimento voltada para dentro: o Modelo de Substituição de Importações (MSI). Nesse modelo, a intervenção estatal era muito forte, sendo o Estado o principal produtor de bens e serviços da economia. Como consequência dessa política, as empresas nacionais tornaram-se pouco competitivas em relação ao mercado mundial e sofreram com a defasagem dos processos produtivos e a obsolescência do parque industrial.

As crises do petróleo e o choque dos juros nos anos 1970 prejudicaram o andamento do MSI e, nos anos 1980, a situação geral era de crise, marcada por baixo crescimento econômico, dificuldade de financiamento externo e processo inflacionário crescente. Diante de tal situação, pressionados pelos organismos multilaterais e pela necessidade de financiamento externo, os governos passaram a adotar as medidas sugeridas no “Consenso de Washington”, estabelecido por Williamson em 1990. Entre as medidas sugeridas estão:

(i) políticas anti-inflacionárias e de ajuste; (ii) reforma tributária com o objetivo de reduzir o déficit público; (iii) abertura comercial/adesão às regras da OMC; (iv) liberalização financeira; (v) privatizações; (vi) reforma previdenciária; (vii) reforma do mercado de trabalho (BRITTO, 2002, p. 6).

A adoção de tais políticas objetiva estabilizar a economia, bem como permitir a reinserção dos países na economia mundial. Tais medidas tiveram reflexos sobre as empresas e, para o processo de reestruturação patrimonial, destacaram-se: o processo de abertura comercial, de privatizações, de liberalização financeira e a desregulamentação dos mercados.

### **4.1 Mudanças estruturais na economia brasileira**

No Brasil, a abertura da economia nos anos 1990 é decorrente da pressão externa. A necessidade de resolver problemas internos e de buscar recursos levou os governos a adotarem uma postura mais liberal, exigida pelos organismos multilaterais. A abertura comercial, por sua vez, interligada a pressão mundial por menor intervenção na economia, também faz parte deste contexto. Nesse sentido, o processo de privatizações ganhou projeção nos anos 1990, abrindo oportunidades para os investidores externos. A desregulamentação da

economia e a liberalização financeira facilitaram a entrada de capitais externos. Sendo assim, a evolução desses processos no Brasil é descrita a seguir.

#### 4.1.1 Abertura comercial

A adoção do MSI, no Brasil, durante várias décadas, resultou em baixo grau de abertura da economia ao exterior, de acordo com Oliveira Júnior (2000). O principal objetivo dessa política era proteger a indústria nascente, permitindo a industrialização brasileira, primeiramente em bens de consumo para, posteriormente, atingir os setores de tecnologia mais avançada e de maior valor agregado. Conforme Britto (2002), o MSI obteve êxito até ocorrer o choque dos juros, em 1979, e a moratória mexicana, em 1982, quando esses eventos trouxeram dificuldades à captação de recursos externos, que, juntamente com o crescente processo inflacionário e a deterioração dos indicadores socioeconômicos, tornaram os anos 1980 conhecidos como a “década perdida”. O Estado havia perdido sua capacidade de financiamento e investimento, o mercado interno sofreu o fechamento do mercado externo e a crise se prolongou.

Moreira e Corrêa (1996 apud BRITTO, 2002) e Moreira (1999a apud BRITTO, 2002) realizaram um contraponto entre o processo de abertura comercial no Brasil e o MSI. Para eles, o MSI foi responsável por uma série de desequilíbrios na economia, que se explicitaram na crise dos anos 1980, destacando-se entre eles as seguintes consequências:

(...) (i) o distanciamento da estrutura produtiva brasileira de sua dotação natural de fatores (trabalho barato e recursos naturais abundantes), em decorrência do estabelecimento no país de setores intensivos em capital e tecnologia; (ii) a atração de uma quantidade excessiva de empresas (multinacionais) para o país, em razão da proteção do mercado interno, levando à operação em escalas pouco competitivas; (iii) a diversificação excessiva da estrutura industrial, com índices de nacionalização não condizentes com o tamanho do mercado local; (iv) a criação de um viés contra as exportações, inibindo os ganhos de especialização e escala; (v) a geração de um ambiente no qual o produtor local não possuía incentivos para aumentar a produtividade (BRITTO, 2002, p.11-12).

Franco (1998) é um crítico das políticas de proteção que existiam nos anos anteriores à abertura comercial e financeira, cuja estrutura de proteção desestimulava o IED exportador e a atividade exportadora do país. Os controles de importação eram decisivos sobre os projetos industriais, e a proteção ao mercado interno e aos produtores locais (empresas estatais e empresas privadas de capital nacional e estrangeiro) levou à paralisação do crescimento da produtividade da indústria, pois não havia incentivo à introdução de inovações que levassem

ao aumento da eficiência. O crescimento da produtividade ficou limitado a períodos de crescimento do investimento e à introdução de novas máquinas e equipamentos importados.

A solução apontada pelos organismos internacionais, como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional (FMI), para mudar a situação de crise, passava pela implementação das medidas contidas no “Consenso de Washington” que, de acordo com Britto (2002), deveria ocorrer em duas etapas. Na primeira, buscava-se a estabilização monetária por meio do controle da demanda agregada, da redução dos gastos estatais e da restrição ao crédito. Na segunda etapa, dar-se-ia a abertura comercial, a liberalização financeira e a reforma do Estado. No Brasil, a adoção dessas medidas não se deu nessa seqüência, e a estabilização monetária só foi alcançada em 1994, com o Plano Real, enquanto o processo de abertura comercial iniciou antes, em 1988.

O processo de abertura comercial no Brasil, iniciado em 1988, seguiu até 1993, de acordo com Kume (1996), com a redução gradativa do nível e do grau de proteção às atividades competitivas com as importações. Após vários anos de proibição às importações de produtos que competiam com os produtos locais, as indústrias locais se viram expostas à concorrência internacional.

Ainda segundo Kume (1996), a política de abertura comercial se deu em dois momentos. No primeiro, foram realizadas reformas tributárias em julho de 1988 e setembro de 1989. O principal objetivo dessas reformas foi o de eliminar as parcelas redundantes das tarifas, que quase não foram alteradas desde a sua fixação, em 1957. No segundo, em 1990, deu-se a extinção das barreiras não-tarifárias e a redução gradual das tarifas. As reduções tarifárias ocorreram em quatro fases: fevereiro de 1991, janeiro de 1992, outubro de 1992 e julho de 1993. O resultado dessa política comercial não elevou de imediato às importações, mantendo-as estáveis entre 1990 e 1993, apresentando uma tendência crescente somente a partir de 1994. Esse resultado difere do ocorrido em outros países que aplicaram a mesma política. A explicação desse resultado é encontrada no baixo nível de atividade econômica no período, nas correções do câmbio entre 1990 e 1991 e no aumento da produtividade, decorrente de um ambiente mais competitivo.

Com a introdução do Plano Real, a abertura comercial foi intensificada em razão de três fatores ocorridos ao mesmo tempo:

(...) a necessidade de impor maior disciplina aos preços domésticos dos produtos importáveis através do acirramento da competição externa que levou a reduções tarifárias, a desproteção cambial provocada pela valorização do real frente ao dólar e as quedas nas alíquotas do imposto de importação decorrentes da implementação da tarifa externa comum do Mercosul (KUME, 1996, p. 4).

Entre 1994 e 1995, as alíquotas do imposto de importação caíram para zero ou 2%, especialmente nos casos de insumos e bens de consumo que pesavam nos índices de preços. A antecipação da entrada em vigor da Tarifa Externa Comum (TEC) para setembro de 1994, também foi um fato importante na economia, pois, com a perda da autonomia sobre o controle tarifário para o Mercosul, as barreiras não-tarifárias voltaram a ser utilizadas.

A busca pela estabilização de preços, desde a implantação do Plano Real, em 1994, levou a política de importações a ser usada para esse fim, ampliando o processo de abertura comercial. Entretanto, a estabilidade atraiu a forte entrada de capitais externos, provocando uma forte valorização cambial, que gerou *deficits* comerciais (não registrados desde janeiro de 1987). Junto a esse fato, a crise mexicana resultou em fuga de capitais em economias emergentes, como a brasileira. Cedendo a correntes que temiam um colapso da economia, o governo elevou a alíquota de importação de alguns produtos e incluiu uma parte dos produtos na Lista de Exceção Nacional do Mercosul. Os produtos dessa lista tinham um prazo de cinco anos para convergirem à TEC. Além dessa medida, foi criada uma nova lista, aprovada pelos sócios do Mercosul, para que fossem fixadas alíquotas em níveis superiores ou inferiores a TEC, pelo prazo de um ano. Essas medidas são vistas como um retrocesso do processo de abertura comercial (KUME, 1996).

Britto (2002) distingue o processo de abertura comercial e suas conseqüências sobre a economia em três fases. A primeira fase tem início no final de 1988 e foi marcada por alterações tarifárias e pela política de liberalização comercial da Política Industrial e de Comércio Externo (PICE), que propunha um cronograma de liberalização gradativa de 1990 até 1994 (implementado até 1992). A segunda fase foi marcada pela estabilização monetária alcançada com o Plano Real. Nessa fase, a política comercial foi usada para garantir a estabilidade monetária. Um exemplo desse uso foi a antecipação da TEC em 1994. Os efeitos da abertura já eram sentidos com a valorização cambial e o aquecimento da economia. Entre 1994 e 1999, ocorreu uma série de crises, como a mexicana em 1995, a asiática em 1997 e a russa em 1998, levando o governo a retrain sua política de abertura, aumentando a tarifa de importação de alguns bens e a criar uma lista de exceções a TEC. A última fase da abertura iniciou em janeiro de 1999, quando ocorreu a desvalorização cambial e foi introduzido um regime de câmbio flutuante.

Para Barros e Goldestein (1997) e Franco (1998), a abertura comercial proporcionou ganhos de eficiência às empresas locais sobreviventes e maior competitividade às filiais

multinacionais, melhorando, assim, o perfil das exportações e aumentando a capacidade de competição diante do aumento das importações.

Segundo Franco (1998), a abertura comercial se tornou uma chave para uma nova dinâmica industrial nos anos 1990. No cenário interno, a abertura comercial forneceu o estímulo necessário para que os produtores locais buscassem aumentar a sua produtividade. No cenário externo, a abertura comercial e a retirada das restrições às importações recolocariam o país no roteiro dos investimentos internacionais, através do IED destinado a instalação de novas unidades produtivas (*greenfield*) e da aquisição de ativos já existentes (empresas nacionais e estatais), bem como da reestruturação das empresas estrangeiras já instaladas e da maior integração entre as filiais das empresas multinacionais. Nessa nova dinâmica, as empresas de capital privado tornaram-se os agentes responsáveis pelo investimento na economia, cabendo ao governo a função de promover um ambiente macroeconômico favorável para a realização deste.

Barros e Goldestein (1997) acrescentam que a redistribuição da renda derivada do processo de abertura comercial, associada à estabilização econômica, ampliou o mercado nacional ao incluir camadas mais pobres e levou a indústria nacional a uma reestruturação, reduzindo custos e aumentando a produtividade. As indústrias já instaladas tiveram de fazer frente a concorrência dos produtos importados e de novas empresas.

Enquanto Franco (1998) e Barros e Goldestein (1997) têm uma visão otimista da abertura, Coutinho (1997 apud BRITTO, 2002, p. 27-28) alega que a abertura comercial levou a uma desnacionalização e desindustrialização, verificada em três dimensões:

- (a) redução do valor agregado nas cadeias industriais mais complexas em virtude do aumento da participação de componentes importados na produção;
- (b) substituição de grande parte da oferta doméstica por importações em setores como máquinas e equipamentos, eletroeletrônicos, química, farmacêutica, têxtil, dentre outros;
- (c) substituição da produção local de alguns produtos por importações, especialmente nos setores de bens de capital, informática e telecomunicações, autopeças, eletrônicos de consumo.

Gonçalves (1999) considera que a abertura da economia aumentou a vulnerabilidade externa do país porque o processo de abertura comercial resultou no aumento das importações, enquanto as exportações continuaram sendo pouco competitivas. A dependência da tecnologia vinda de fora, devido ao desmantelamento do sistema nacional de inovações, e o aumento da participação de empresas estrangeiras na produção nacional também aumentam a vulnerabilidade externa do país. Segundo Coutinho (1997 apud BRITTO, 2002), os setores

menos afetados pelo processo de abertura comercial foram os produtores de *commodities*, bens não-comercializáveis e aqueles protegidos por algum tipo de regime especial.

Cano (2002) cita que grande parte dos processos de F&As pode ser explicada pela abertura da economia e pela entrada de empresas estrangeiras no Brasil. Para as firmas nacionais, a abertura representou um grande choque de competitividade, pois elas encontravam-se em um mercado protegido e a indústria tornou-se vulnerável com a entrada de produtos e concorrentes externos. A entrada de produtos importados reduziu a demanda por produtos nacionais. As empresas nacionais que apresentavam desvantagem tecnológica e de capital frente às empresas estrangeiras, em sua maioria, decidiram se unir a estas, para adquirir tecnologia e capital e produzir de maneira competitiva com as empresas estrangeiras e nacionais que adotaram a mesma estratégia. Tal estratégia acabou favorecendo a realização dos processos de F&As, pois permitiu a entrada das empresas estrangeiras no mercado nacional.

#### 4.1.2 Privatizações

A participação do Estado na economia brasileira remonta ao período colonial. Entretanto, as áreas de atuação do Estado foram reduzidas nos últimos anos, de acordo com Gremaud et al. (2002), em razão do acirramento das crises econômicas, do descontrole fiscal das contas públicas e da ineficiência das empresas estatais. Para reduzir a participação do Estado na economia, foram adotadas as seguintes linhas de ação: “a) tentativas de racionalização e controle financeiro e administrativo do setor público nacional; b) redefinição do papel do Estado na economia e privatização de empresas públicas” (GREMAUD et al., 2002, p. 562-563).

No primeiro grupo, são destacadas as medidas que visam ao controle dos gastos do governo e de seu nível de endividamento. Nesse aspecto, em 1979, foi criada a Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST), com o objetivo de abreviar as despesas das estatais, de uniformizar a gestão de recursos humanos e controlar o seu endividamento. Medidas buscando a racionalização do processo orçamentário brasileiro, unificando os orçamentos existentes, também foram adotadas. As atribuições das autoridades monetárias e fiscais foram redefinidas, assim como foram adotadas reformas constitucionais, impondo limites ao endividamento dos estados e municípios. Na segunda linha de ação, os destaques foram o Programa Nacional de Desestatização (PND), a regulamentação da concessão de serviços públicos para a iniciativa privada e a quebra do monopólio estatal em alguns setores.

A criação do Programa Nacional de Desburocratização e da SEST, em 1979, segundo Pinheiro (2000), fazia parte da necessidade de refrear o crescimento das empresas estatais, assim como de controlar a expansão do setor comercial estatal para controlar a demanda agregada. As empresas estatais eram responsáveis por parte considerável do investimento e do consumo interno. Somente contendo a expansão das estatais seria possível controlar a inflação e superar a crise cambial e, assim, estabilizar a economia.

Conforme apontado por Pinheiro (2000), a crise cambial teve dois efeitos sobre as empresas estatais. O primeiro refere-se ao alto nível de endividamento externo, contraído além das necessidades das estatais e utilizado como meio de financiamento do crescente *deficit* em conta corrente do país antes de 1982. O segundo, refere-se ao preço dos bens e serviços produzidos pelas estatais, reduzidos desde 1975 para controlar a inflação e após 1982 para subsidiar as exportações de manufaturados.

A utilização dessas empresas como instrumentos de política macroeconômica – com limites de seus investimentos, aumentos da dívida, redução nos preços reais de sua produção e, na prática, uma perda de enfoque sobre seus objetivos comerciais – levaria a uma deterioração gradual, porém contínua de seu desempenho, com a expansão da demanda reprimida e a perda da qualidade de seus serviços (PINHEIRO, 2000, p. 14).

Segundo Cysne (1999), as principais diretrizes para realizar a transferência e a desativação de empresas controladas pelo governo federal foram fixadas em 1981, por meio do Decreto 86.215. De acordo com Pinheiro (2000), em julho daquele ano foi criada a Comissão Especial de Desestatização, cujos objetivos abrangiam o fortalecimento do setor privado; a limitação da criação de novas estatais; e o fechamento ou transferência para o setor privado de estatais cujo controle pelo setor público não era mais necessário ou justificável. A Comissão identificou 140 estatais prontas para serem privatizadas no curto prazo e entre estas não se encontravam grandes empresas. Apenas 50 empresas foram listadas para serem privatizadas e destas somente 20 foram vendidas ao setor privado, uma foi arrendada e oito foram incorporadas a outras instituições públicas. No geral, as empresas privatizadas eram casos de reprivatização. A arrecadação das 20 empresas privatizadas foi de US\$ 274 milhões no período de 1981/1984. Num movimento contrário, o BNDES incorporou seis empresas ao setor estatal em “operações hospitalares”.<sup>17</sup>

De acordo com Velasco Jr. (1997), o governo Sarney, iniciado em março de 1985, o primeiro após o fim da ditadura militar, permaneceu ainda com resquícios do modelo militar

---

<sup>17</sup> Essa denominação foi dada às operações do BNDES que consistiam na incorporação ao setor estatal de empresas que não tinham mais capacidade de pagamento ao mesmo.

no governo. O Estado determinava a estratégia desenvolvimentista da Nação e as propostas de reforma do Estado eram vistas com dúvidas e adotadas com ressalvas e muitos programas foram vetados. A questão política ainda era mais importante do que a questão estrutural da crise da economia. A velocidade das privatizações nesse governo seguiu lenta, porém os resultados foram um pouco mais agressivos.

Ao final do governo, tinham sido encerrados 17 processos de desestatização, gerando uma arrecadação equivalente a US\$ 549 milhões e uma transferência de dívidas ao setor privado da ordem de US\$ 620 milhões (dívidas constantes no último balancete das empresas, antes da venda). Adquire importância o fato de estarem incluídas na lista dos processos de desestatização três importantes empresas industriais: Eletrosiderúrgica Brasileira (Sibra), maior empresa produtora de ferroligas à época; Aracruz Celulose, um das mais importantes do setor; e Carajás Metais, única metalurgia de cobre do país. Além disso, a Siderbrás, *holding* das siderúrgicas estatais, se decidia a vender o controle acionário de duas de suas empresas: Cia. Ferro e Aço Vitória (Cofavi) e Usinas Siderúrgicas da Bahia (Usiba) (VELASCO JR., 1997, p. 9).

Nos anos 1990, as privatizações ganharam destaque. Em 1990, foi lançado o Programa Nacional de Desestatização (PND) no governo Collor, apesar das limitações da Constituição de 1988<sup>18</sup> e da falta de compromisso político com a privatização. A mudança de posicionamento quanto à privatização deu-se em razão das “(...) mudanças nos cenários políticos nacional e internacional, a reorientação da estratégia de desenvolvimento econômico, a deterioração do desempenho das estatais e as necessidades da política macroeconômica” (PINHEIRO, 2000, p 16-17). A privatização serviu para aumentar a receita fiscal do governo, através dos Certificados de Privatização e para reduzir a dívida pública, pois os títulos da dívida foram usados como moeda de privatização, reduzindo o *deficit* fiscal e consolidando a estabilidade de preços. Outra moeda utilizada no processo foi a poupança privada, congelada pelo Banco Central em razão do plano de estabilização econômica (PINHEIRO, 2000; PINHEIRO e GIAMBIAGI, 2000).

Conforme indicado por Pinheiro e Giambiagi (2000), as bases legais e institucionais do PND foram as primeiras experiências de privatização realizadas nos anos 1980, e os argumentos a seu favor e a sua relação com o cenário macroeconômico mudaram ao longo

---

<sup>18</sup> A Constituição de 1988 estabelecia o monopólio público nos setores de telecomunicações, petróleo e distribuição de gás, além de impor barreiras ao controle estrangeiro dos setores de minerais e energia elétrica, dificultando a realização da privatização nesses setores. A rejeição ao processo de privatização pode ser observada ainda em 1989, quando foi rejeitada a Medida Provisória 26, que sujeitava todas as estatais à privatização, exceto aquelas que não podiam ser vendidas por causa de restrições constitucionais (PINHEIRO, 2000).

dos anos. Com a privatização, o governo foi forçado a desenvolver uma estratégia de desenvolvimento mais voltada para o mercado, sendo menos intervencionista.

Segundo Pinheiro (2000), essas mudanças foram atribuídas ao processo de democratização, da passagem do regime militar ao civil e também ao fim da Guerra Fria. O regime militar caracterizou-se pela criação de empresas estatais, enquanto, na retomada do governo civil, a privatização tornou-se uma característica comum também em outras economias. No cenário internacional, o fim da Guerra Fria reduziu a pressão sobre os setores considerados estratégicos. Questões antes relevantes ao processo de privatização, como a segurança nacional e a desestatização da economia, perderam importância. Os questionamentos na época voltaram-se ao preço mínimo de venda das estatais e aos riscos de transferência ao setor privado de empresas com poder de mercado. Além disso, questionavam-se os benefícios decorrentes do processo e seu impacto sobre a qualidade dos serviços prestados.

Os argumentos favoráveis para a realização das privatizações foram a falta de capacidade de investimento do Estado e a ineficiência atestada às empresas estatais. A capacidade de absorção de empréstimos das empresas estatais havia sido comprometida já em meados da década de 1980, e elas não tinham compromisso em honrar o pagamento dos seus empréstimos. Os bancos públicos voltaram a realizar empréstimos às empresas somente após a privatização, quando as empresas privatizadas podiam oferecer seus ativos como garantia (GREMAUD, 2002; PINHEIRO, 2000). Velasco Jr. (1997) aponta que as privatizações de empresas estatais industriais se deram em função da maior eficiência do setor privado nesses setores, assim como da necessidade de redução da dívida pública e da retomada dos investimentos nas companhias ou setores desestatizados.

Pinheiro (2000) afirma que a associação entre o plano de estabilidade e a privatização não obteve êxito, por causa das falhas nos dois programas. O programa de privatização era bastante audacioso quanto à receita e ao cronograma, incompatível com a situação financeira das estatais. As estatais precisavam passar por um processo de preparação para serem privatizadas. Desse modo, a primeira venda foi realizada somente no final de 1991. Nessa época, a poupança privada já havia sido descongelada e o PND passou por mudanças. O programa teve continuidade mesmo após o *impeachment* de Collor e a contrariedade de Itamar Franco. No governo de Itamar Franco, o processo foi suprimido devido aos altos índices de inflação e ao baixo crescimento econômico. Segundo Pinheiro, Giambiagi e Moreira (2001), nesses dois governos foram privatizadas 33 empresas, com receitas de US\$ 11,9 bilhões, tendo sido transferido ao setor privado US\$ 3,3 bilhões em dívida. Pinheiro

(2000) destaca que as empresas privatizadas nesse período eram pequenas empresas absorvidas pelo Estado, subsidiárias, resultantes da reforma de 1967, e empresas siderúrgicas estatais.

Segundo Castro (2005), as explicações para os resultados modestos do processo de privatização nos governos Collor e Itamar estavam no fato de muitas empresas públicas estarem em péssimas condições financeiras e precisarem realizar ajustes para serem privatizadas; na dificuldade de avaliar os ativos das estatais, depois de tantos anos de inflação; na resistência do público e na perda de credibilidade do governo; alguns setores, como de jazidas minerais e setor elétrico, estarem protegidos da privatização pela Constituição de 1988; e na falta de experiência necessária para realizar processos de privatização de empresas maiores. Também a busca por um plano de estabilização eficaz no combate ao processo inflacionário ganhou espaço frente ao processo de privatização. Entretanto, conforme Baumann (1999), foi nesse período que se realizou a privatização no setor industrial, com a venda de todas as empresas estatais mais relevantes dos setores de aço, petroquímica e fertilizante. Essas empresas representavam mais de 90% da dívida do Estado como empresário.

Conforme pode ser observado na Tabela 6, entre 1991 e 1994, o setor de aço foi o que realizou o maior montante de privatizações. Somando-se os valores das privatizações do setor neste período, o montante chega a US\$ 8,2 bilhões, ou seja, 69% do valor total das privatizações. As privatizações do setor de petroquímica atingiram o montante de US\$ 2,2 bilhões, ou seja, 18% do valor total, enquanto as privatizações do setor de fertilizantes chegaram a US\$ 494 milhões, representando 4% do valor total. Outros setores não especificados totalizaram privatizações em um valor pouco acima de US\$ 1 bilhão, com participação de 9% no valor total.

Para Pinheiro (2000), em 1995, a privatização foi ampliada por dois movimentos simultâneos: o fim do monopólio do setor público em infra-estrutura e os programas de privatização estaduais. Somente com a estabilização da economia e com Plano Real foi possível estender o programa de privatização para os setores de telecomunicações e gás e facilitar o seu progresso nos segmentos de mineração e energia elétrica. Outro fator que favoreceu esses movimentos foi a necessidade de manter a disciplina fiscal para sustentar a estabilidade de preços. Assim, o governo limitou sua capacidade de investimento e também o acesso das estatais aos financiamentos interno e externo.

A estabilidade e a percepção de queda de risco do mercado brasileiro permitiram a valorização das empresas, tornando a privatização atrativa para os setores público e privado.

O bom desempenho das empresas privatizadas entre 1991/1994, dado pelo aumento da eficiência e dos investimentos das empresas, deu suporte político ao programa “(...) com o aumento significativo das vendas efetivas, das vendas por empregados, do lucro líquido, do patrimônio líquido dos acionistas, do investimento, dos ativos físicos e dos índices entre investimento e venda” (PINHEIRO, 1996 apud PINHEIRO, 2000, p. 21). Até 1996, o processo de privatização serviu como sinalizador do compromisso da redução do Estado e da implementação das reformas estruturais.

As privatizações federais alcançaram a cifra de US\$ 46,1 bilhões entre 1995 e 1999, se somados os valores disponíveis na Tabela 6. Sendo assim, representaram 59,3% do valor total das privatizações, que chegaram à US\$ 77,7 bilhões. As privatizações federais se concentraram no setor de serviços. As telecomunicações federais foram privatizadas pelo valor de US\$ 29,1 bilhões, representando 37% do valor total das privatizações do período. Outro destaque foi a venda da Cia. Vale do Rio Doce, que sozinha foi vendida por quase US\$ 6,9 bilhões, e representou 9% das privatizações. O setor de energia elétrica federal foi privatizado por US\$ 5,5 bilhões, o de petroquímica por US\$ 1,5 bilhão, os bancos federais por US\$ 240 milhões e outros setores não detalhados por US\$ 3,9 bilhões.

Para os estados, as privatizações eram fontes de financiamento. As privatizações estaduais se concentraram no setor de serviços e representam 40,70% do valor total das privatizações totais entre 1995 e 1999, conforme os dados da Tabela 6. As privatizações do setor de energia elétrica estadual alcançaram a cifra de US\$ 24,8 bilhões, ou seja, perfizeram 78% do valor total das privatizações estaduais, que foi de US\$ 31,6 bilhões. As privatizações do setor de telecomunicações estaduais chegaram a US\$ 2,5 bilhões, a dos bancos estaduais a US\$ 1,3 bilhão, enquanto outros setores não especificados foram privatizados por um valor pouco acima de US\$ 3 bilhões.

No total geral, entre empresas federais e estaduais, foram privatizadas 124 estatais entre 1991 e 1999, com receitas de US\$ 71,8 milhões transferência de dívidas de US\$ 17,7 milhões para o setor privado, como pode ser visualizado na Tabela 6.

**Tabela 6 – Privatização no Brasil: resultados e dívida transferida, 1991-1999 (em milhões de dólares)**

Setor	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total
<b>Governo Federal</b>	<b>1.988</b>	<b>3.383</b>	<b>4.188</b>	<b>2.314</b>	<b>1.628</b>	<b>4.749</b>	<b>12.558</b>	<b>26.606</b>	<b>554</b>	<b>57.968</b>
Aço	1.843	1.639	3.788	917	0	0	0	0	0	8.187
Petroquímica	0	1.477	174	528	1.226	296	0	0	0	3.701
Fertilizantes	0	255	226	13	0	0	0	0	0	494
Cia. Vale do Rio Doce	0	0	0	0	0	0	6.858	0	0	6.858
Energia Elétrica	0	0	0	0	402	2.943	270	1.882	1	5.498
Telecomunicações	0	0	0	0	0	0	4.734	23.948	421	29.103
– Empresas	0	0	0	0	0	0	0	21.069	293	21.362
– Concessões	0	0	0	0	0	0	4.734	2.879	128	7.741
Bancos	0	0	0	0	0	0	240	0	0	240
Outros	145	12	0	856	0	1.510	456	776	132	3.887
<b>Estados</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.770</b>	<b>15.117</b>	<b>10.858</b>	<b>3.887</b>	<b>31.632</b>
Energia Elétrica	0	0	0	0	0	1.066	13.430	7.817	2.520	24.833
Telecomunicações	0	0	0	0	0	679	0	1.840	0	2.519
Bancos	0	0	0	0	0	0	474	647	148	1.269
Outros	0	0	0	0	0	25	1.213	554	1.219	3.011
<b>Total</b>	<b>1.988</b>	<b>3.383</b>	<b>4.188</b>	<b>2.314</b>	<b>1.628</b>	<b>6.519</b>	<b>27.675</b>	<b>37.464</b>	<b>4.441</b>	<b>89.600</b>
Resultado	1.614	2.401	2.627	1.965	1.004	5.485	22.617	30.897	3.203	71.813
Dívida transferida	374	982	1.561	349	624	1.034	5.058	6.567	1.238	17.787

Fonte: Adaptado de Pinheiro, Giambiagi e Moreira (2001, p. 12).

As privatizações foram importantes para sustentar o Plano Real, de acordo com Pinheiro (2000), pois além de atraírem um grande volume de IED entre 1997 e 1998, financiaram o elevado *deficit* nas contas correntes do País. Outro importante aspecto foi a sua participação na contenção do crescimento da dívida pública. A venda da Cia. do Vale do Rio Doce e a privatização do setor de telecomunicações em 1997 e 1998, respectivamente, representaram o auge das privatizações. Para os estados, esses anos também representaram o pico das privatizações, só que no setor de energia elétrica.

Como resultado do processo, o Estado reduziu drasticamente sua participação em setores nos quais, historicamente, era produtor. O programa de privatizações foi importante para enfrentar o cenário de ajuste fiscal incompleto das empresas estatais. A redução da dívida pública, resultado das privatizações, é apontado como um ponto positivo do processo (BAUMANN, 1999). No entanto, ressalta-se que a venda de algumas empresas ocorreu antes da regulamentação setorial estar completa, podendo afetar negativamente a concorrência no mercado interno. A venda de várias empresas importantes seria resultado dos movimentos de arbitragem financeira, afetando os ganhos de eficiência e de competitividade. Pinheiro (2000) também crítica a questão da regulamentação dos serviços públicos e acrescenta que, em alguns setores, a concorrência deixou de ser importante.

#### 4.1.3 Liberalização financeira

Atualmente, todo investimento<sup>19</sup> ou reinvestimento estrangeiro deve ser registrado no Departamento de Capitais Estrangeiros do Banco Central do Brasil, cuja finalidade é proteger o retorno do capital e o envio de rendimentos, sendo que o registro deve ser realizado trinta dias antes da realização do investimento. Não há diferenciação no tratamento jurídico dado ao capital estrangeiro em relação ao nacional, mas existem restrições à participação de capital estrangeiro nos setores vinculados à energia nuclear, indústria aeroespacial, transporte aéreo de cabotagem, serviços de correio e telégrafos, assistência à saúde, propriedade de terras e atividades comerciais em áreas de fronteira, propriedade e gerência de meios de comunicação (ADI, 2006).

---

<sup>19</sup> Investimento estrangeiro: recursos financeiros ou monetários que entram no país para aplicação em atividades econômicas, bem como o ingresso de bens, máquinas e equipamentos que não impliquem na transferência de divisas ao exterior e que sejam destinadas à produção de bens ou serviços, quando pertençam a pessoas físicas domiciliadas no exterior, ou pessoas jurídicas com sede no exterior. A entrada deste capital pode ocorrer via investimento direto ou indireto, em forma de operações financeiras com o exterior ou, ainda, por meio de empréstimos, financiamento externo ou *leasing* (ADI, 2006).

A participação do capital estrangeiro em atividades financeiras está sujeita à autorização do Governo. Entretanto, a participação de empresas estrangeiras nos processos de privatização é liberada, desde que o investimento realizado permaneça no país no mínimo por seis anos. As remessas de capital e lucros ao exterior são permitidas desde que devidamente registradas e ajustadas às normas contábeis e à legislação tributária local. Ocorre limitação às remessas apenas em caso de problemas no Balanço de Pagamentos. O retorno do capital é isento de impostos sobre os lucros na fonte, e pode ser tratado conforme as condições estabelecidas no certificado de registro de capital estrangeiro. Em geral, não existem incentivos especiais aos investimentos estrangeiros, porém, uma exceção é feita na redução do imposto de importação incidente sobre um bem de capital que venha a ser utilizado na indústria que recebeu o investimento estrangeiro direto (ADI, 2006).

Segundo Magalhães (2002, p. 31), o processo de liberalização financeira internacional desenvolve o sistema financeiro doméstico dos países. Entretanto, algumas condições devem ser determinadas, como: “garantias aos direitos de propriedade e contratos, credibilidade, transparência de regras, democracia, alta escolaridade e governos pequenos” (BEKAERT et al., 2001 apud MAGALHÃES, 2002, p. 31) e “proteção aos detentores de ações e padrões de contabilidade” (CHINN e ITO, 2002 apud MAGALHÃES, 2002, p. 31).

Klein e Olivei (1999 apud MAGALHÃES, 2002) destacam que, de um modo geral, os países latino-americanos não garantem as condições supracitadas e foram os planos de estabilização e de reforma fiscal que se tornaram nos fatores mais importantes para o processo de liberalização financeira internacional e do desenvolvimento do sistema financeiro doméstico.

O marco normativo para a entrada do capital estrangeiro no Brasil está contido na Lei nº. 4.131/62, conhecida como Lei do Capital Estrangeiro, cujos mecanismos reguladores desestimulavam a saída de capitais estrangeiros investidos no país e incentivava o reinvestimento. O conteúdo da Lei restringia o acesso à entrada de capitais em alguns setores, como extrativos e de serviços, e estimulava a formação de associações entre empresas nacionais e estrangeiras, para atuar em setores considerados estratégicos da indústria manufatureira. O setor mais protegido pela Lei era o de informática (LAPLANE e SARTI, 1997 apud CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1999).

A Lei 4.131 foi vista “(...) como áspera, polêmica, paradoxal e confusa” (FRANCO, 1990, p. 5-6). Alguns pontos da Lei foram modificados, em virtude do golpe de 1964, “(...)”, notadamente a proibição da inclusão de lucros reinvestidos no capital registrado, o limite para

remessas de dividendos – fixado em 10% do capital registrado – e os limites para repatriações (apenas 20% do capital registrado a cada ano)” (FRANCO, 1990, p. 5-6).

Essa Lei manteve-se intacta por vinte e cinco anos, sendo que foram introduzidas alterações na legislação do IED somente com a Constituição de 1988, quando foram atribuídos maiores controles sobre as atividades das empresas estrangeiras. Assim, consolidaram-se alguns monopólios estatais em alguns setores, bem como foram reservados setores para a atuação de empresas nacionais e outros onde a atuação de empresas estrangeiras foi limitada. Posteriormente, nos anos 1990, foram removidos os mecanismos que apresentavam obstáculos à saída de capitais e a abertura e desregulamentação do setor financeiro estimulou os investimentos de carteira (*portfolio*) (LAPLANE e SARTI, 1997 apud CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1999).

No governo Collor, entre 1990 e 1992, segundo Canuto (1993 apud NONNENBERG, 2003, p. 32), foram adotadas as seguintes medidas:

- a) início da concessão de financiamentos do BNDES, a partir de 1991, a EMNs;
- b) redução do poder regulatório do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), responsável pela aprovação de acordos de transferência de tecnologia;
- c) fim da Lei de Informática em 1992;
- d) autorização, em 1991, para que as EMNs passem a usar lucros financeiros para constituir aumento de capital registrado;
- e) permissão, em 1991, para pagamento de *royalties* das EMNs para suas matrizes;
- f) redução do Imposto de Renda sobre remessas; e
- g) autorização de remessas de dividendos associadas a capital ainda em vias de registro no Banco Central do Brasil.

Para Carvalho, Studart e Alves Jr. (2002), a liberalização gradual da conta de capitais foi um passo importante diante do cenário internacional de crescente liquidez financeira. Os fluxos voluntários de capitais estavam voltados às economias emergentes no início da década, e o cenário interno apresentava uma política de juros altos, entre o fim de 1991 e o início de 1992. O acordo com os credores externos para o pagamento da dívida externa estimulou a entrada desses fluxos, apesar da instabilidade do governo Collor.

Já no Governo Fernando Henrique Cardoso, em 1995, foram adotadas novas medidas favoráveis ao investimento direto:

Destacam-se [Gonçalves (1999)] a eliminação da separação constitucional entre empresas nacionais e estrangeiras, a eliminação ou redução de restrições a investimentos externos nos setores de petróleo, extrativa mineral, bancos e seguradoras, navegação de cabotagem e telecomunicações e a nova lei de propriedade industrial (NONNENBERG, 2003, p. 32).

Segundo Scherer (2004), essa mudança constitucional foi importante, e as empresas estrangeiras foram atraídas pela estabilização, pelos resultados iniciais da economia, pelo rápido crescimento da demanda e pela possibilidade de ganhos em uma moeda estável e valorizada. As emendas constitucionais, aprovadas em 1995, suprimiram grande parte das restrições às empresas estrangeiras no Brasil, exceto ao setor bancário. Entretanto, a entrada de bancos estrangeiros<sup>20</sup> foi permitida a partir de agosto daquele mesmo ano.

A decisão do governo brasileiro de permitir, e de estimular, a entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico de varejo só veio a se materializar em agosto desse mesmo ano, e coincidiu com a decisão do governo de enfim liquidar o Banco Econômico, o primeiro dos grandes bancos privados a quebrar no Plano Real. A decisão de abrir o varejo bancário para os estrangeiros tinha a redução dos juros e do custo dos serviços financeiros como apenas um dos seus objetivos. Essa é a conclusão a que se chega pela Exposição de Motivos (EM) nº. 311, do Ministério da Fazenda (24/8/1995): o único documento oficial disponível sobre os motivos que levaram o governo a adotar essa política. Tal exposição de motivos é justificada pela alegada conveniência de ‘melhor disciplinamento dos pleitos relativos ao aporte de capitais externos, necessários ao desenvolvimento do sistema financeiro nacional’ (CARVALHO, STUDART e ALVES JR., 2002, p. 28-29).

As justificativas presentes na EM nº. 311, para a abertura a bancos estrangeiros, vão desde a fragilização dos bancos nacionais, que seriam ineficientes administrativamente e obtinham ganhos com a inflação elevada; passam pela necessidade de financiamento do balanço de pagamentos; e chegam na afirmativa de que os bancos estrangeiros teriam maior qualificação do que os nacionais, no que diz respeito a recursos tecnológicos e à eficiência operacional (CARVALHO, STUDART e ALVES JR., 2002).

Outro motivo apresentado para a mudança da postura do governo foi o interesse de vender bancos sob intervenção ou liquidação, reduzindo, assim, os custos assumidos pelo Banco Central e pelo Tesouro. A instabilidade macroeconômica no início do Plano Real quase levou a uma crise bancária, não fosse a intervenção do governo em diversas instituições, entre 1994 e 1995. O governo ofereceu um programa de assistência de liquidez e de saneamento financeiro do sistema, levando a uma reestruturação do setor. Em novembro de 1995, foi criado o Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER), sendo que “(...) BCB ficou autorizado a disponibilizar recursos para que instituições financeiras sólidas adquirissem o controle acionário de bancos em dificuldades” (CARVALHO, STUDART e ALVES JR., 2002, p. 30). Com base nesse programa,

---

<sup>20</sup> As restrições à presença de bancos estrangeiros no Brasil estão presentes na legislação desde a década de 1930, e foram reforçadas pela Constituição de 1988 (CARVALHO, STUDART e ALVES JR., 2002).

Em fevereiro de 1997, foi criado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), com o mesmo objetivo, mas envolvendo instrumentos e operações específicas para promover o saneamento financeiro dos bancos estaduais, preparando-os para a privatização (CARVALHO, STUDART e ALVES JR., 2002, p. 30).

Esses programas se tornaram importantes instrumentos institucionais para a reestruturação do sistema bancário, que viabilizaram uma política de atração de grandes bancos estrangeiros, o que veio ao encontro do desejo governamental de reduzir sua participação no sistema bancário e atrair investimento externo.

A evolução dos fluxos de IED no Brasil no período de 1990 a 1999 pode ser visualizada na Tabela 7. Observando-se estes dados, percebe-se que os fluxos de IED na economia brasileira eram pequenos e instáveis até o ano de 1994. Desde 1995, os fluxos se tornaram maiores e apresentaram uma trajetória de crescimento.

**Tabela 7 – Fluxos de IED no Brasil, 1990-1999 (em milhões de dólares)**

Anos	Investimento Estrangeiro Direto (Líquido)
1990	988,8
1991	1.102,2
1992	2.061,0
1993	1.290,9
1994	2.149,9
1995	4.405,1
1996	10.791,7
1997	18.992,9
1998	28.855,6
1999	28.578,4

Fonte: Adaptado de Nonnenberg (2003, p.25).

De acordo com Laplane e Sarti (2002) e Scherer (2004), os fluxos de IED em direção ao Brasil tornaram-se expressivos com o Plano Real. Sua relevância na economia justifica-se por ser tratado como elemento capaz de dinamizá-la, diante da reduzida capacidade de investimento estatal, tendo como vantagens o acesso à tecnologia de ponta, ao financiamento externo e aos canais de comercialização externos. Entretanto, o poder de crescimento provocado pelo do IED era baixo, pois os investimentos das empresas estrangeiras apresentavam baixo coeficiente de capital e emprego. Além disso, as importações de equipamentos, componentes e de tecnologia cresciam devido à fragilidade das cadeias

produtivas locais e à política de câmbio valorizado e de juros elevados. O investimento realizado no setor de infra-estrutura também era baixo.

O aumento expressivo do IED a partir de 1994 é explicado por Nonnenberg (2003) sob duas dimensões, uma externa e outra interna. Na dimensão externa, tem-se que, desde o início da década de 1990, os fluxos de ingresso de investimentos diretos apresentaram um crescimento nunca registrado em outras épocas, para a maioria dos países. Esse aumento dos investimentos diretos nos últimos anos é consequência da globalização financeira, da liberalização dos regimes de IEDs na maior parte dos países e da atual onda de F&As, aí incluído o processo de privatizações. Desse modo, o aumento dos ingressos de investimentos externos no Brasil fez parte de uma circulação mais ampla, que contemplou, assim, os países mais desenvolvidos e os países em desenvolvimento de renda média. Na dimensão interna, as mudanças na política econômica a partir do início da década de 1990, como a privatização e a desregulamentação, tiveram um importante papel na retomada dos fluxos para o Brasil, abrindo oportunidades de negócios para os investidores externos.

De acordo com Laplane et al. (2000), entre os principais fatores de atração de investimentos externos para o Brasil nos anos 1990 estão as dimensões e o dinamismo do mercado interno, associados à desregulamentação, abertura comercial e privatizações. Gonçalves (1999) acrescenta a esses fatores a situação macroeconômica favorável, o processo de reestruturação produtiva na indústria e nos serviços, as estratégias empresariais e o tamanho do mercado. Neste ponto, tornou-se atrativo o nível de renda, o histórico de crescimento, o potencial de crescimento e a criação do Mercosul.

Entretanto, a capacidade do IED de realimentar de maneira endógena o crescimento econômico é questionada por Laplane e Sarti (2002), já que o seu principal fator de atração era o crescimento do mercado interno, norteado pelo processo de privatizações e pela ampliação das infra-estruturas responsáveis pela atração de investimentos autônomos. Assim, seria necessário manter o crescimento do mercado interno para continuar atraindo fluxos de IED no futuro e continuar financiando o *deficit* em conta corrente.

Um aspecto importante apontado por Nonnenberg (2003) em relação ao IED é a mudança de seu destino, passando da indústria para o setor de serviços. No período de 1990 a 1995, 90% do aumento do estoque de IED é explicado pela indústria de transformação, com destaque para o setor automobilístico. A partir de 1996, o setor de serviços passa a ter maior destaque, sendo que grande parte do fluxo desde então foi destinado às privatizações nos setores de telecomunicações e elétrico. Com o esgotamento do processo de privatizações, o dinamismo do IED já se mostrou enfraquecido.

#### 4.1.4 Estrutura regulatória

Devido à ocorrência de falhas de mercado, a regulamentação de setores específicos da economia é necessária para garantir a concorrência. Entretanto, essa regulamentação não pode gerar barreiras à entrada desnecessárias nesses setores, como ocorreu em países desenvolvidos. Portanto, compete à agência reguladora trabalhar de maneira que sua atuação seja a menos restritiva possível e que estimule ao máximo a concorrência (CADE, 1998).

De acordo com Gama (2005), a primeira legislação brasileira referente à defesa da concorrência data de 1938 e foi instituída através de Decreto-Lei, cujo objetivo era proteger a economia popular. Tal decreto foi contestado pelos agentes econômicos e, em 1942, foi instituído novo Decreto-Lei, criando a Comissão de Defesa Econômica (CDE), sendo este órgão substituído, em 1945, pela Comissão Administrativa de Defesa da Concorrência. Com o fim do primeiro governo Vargas, entretanto, o Decreto-Lei foi revogado. Em 1951, foi promulgada a Lei 1.521, que definia crimes contra a economia popular. Efetivamente, poucos casos foram julgados devido à lentidão no andamento dos processos.

O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) foi estabelecido em 1962, quando se criou uma legislação antitruste no país, baseada na *Sherman Act* norte-americana. Esse órgão era vinculado à Presidência da República e tinha por objetivo reprimir o abuso do poder econômico. A Lei 4.137 tipificava as práticas anticompetitivas e estabelecia multas a serem cobradas por infrações. A ação do CADE foi bastante restrita desde a sua criação, sendo que a defesa da concorrência só ganhou força nos anos 1990, quando teve início o processo de liberalização econômica. Em junho de 1994, foi promulgada a Lei 8.884, que deixou a legislação antitruste brasileira semelhante às dos países desenvolvidos.

Esta nova Lei, em primeiro lugar, introduziu na legislação a prevenção, passando a controlar fusões e aquisições de forma geral; e em segundo lugar, aprimorou a legislação repressiva contra o abuso econômico, notadamente a repressão a cartéis e a outras condutas anticompetitivas não abrangidas na legislação anterior; em terceiro lugar, passou a prever a intervenção da teoria econômica na análise antitruste; assunto que até aquele momento, era um campo exclusivo do Direito (GAMA, 2005, p. 16).

O papel mais ativo do CADE na economia nos anos 1990 decorre dos seguintes fatos:

- maturam os efeitos da liberalização tarifária ocorrida desde o final dos anos oitenta e especialmente a partir de 1990/91, e os preços de bens e serviços deixam de ser controlados, iniciando-se a liberdade do mercado;
- começam a aparecer os resultados da desregulamentação de alguns segmentos, em particular quanto ao ingresso de capitais externos, e do programa de privatização, este último acelerado a partir de 1991;

- obtém-se a estabilização da moeda com o relativo êxito do Plano Real a partir de meados de 1994, restabelecendo o funcionamento do sistema de preços;
- edita-se a Lei 8.884/94, que dota o país de marco legal mais próximo da experiência internacional em defesa da concorrência (CADE, 1997, p. 14).

Cano (2002) considera que a legislação antitruste brasileira não é rígida, sendo a fiscalização do mercado realizada pelo CADE ineficaz ao longo dos anos 1990. O vínculo direto do CADE com o governo facilitou a realização de F&As, pois, para o governo, tais processos levam a ganhos de escala e capital e melhor gestão e avanços tecnológicos realizados pelas empresas. Outro motivo importante para o governo estava na entrada de capital estrangeiro, que financiava o balanço de pagamentos. Franco (1990) afirma que a estrutura regulatória no Brasil sempre protegeu setores da economia, como o financeiro e o de informática. Além do mais, muitos setores foram protegidos pela Constituição, que limitava o acesso aos mercados, como o petrolífero, e restringia a entrada de capital estrangeiro.

Uma mudança importante na economia, decorrente dos processos de privatização, foi a criação de agências reguladoras nos setores de: telecomunicações (Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL), energia elétrica (Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL), portuário (Conselho de Autoridade Portuária – CAP) e petrolífero (Agência Nacional de Petróleo – ANP). A atuação dessas agências deve ocorrer de maneira conjunta como o CADE, impedindo atos de concentração que afetem a defesa da concorrência (CADE, 1998).

O CADE exerce atualmente três papéis nos processos que julga: repressivo, preventivo e educativo. Destes três, o papel preventivo está associado ao exame de atos de concentração, avaliados a partir do artigo 54 da Lei 8.884/94. Através desse controle, o CADE visa prevenir a formação de estruturas de mercado que possam exercer abuso de poder econômico (CADE, 1999). A atuação do CADE na defesa da concorrência ocorre em parceria com a Secretaria de Direito Econômico (SDE) do Ministério da Justiça e, em alguns casos, com a Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE) do Ministério da Fazenda, sendo que os três órgãos compõem o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC). Uma crítica recorrente ao sistema é a sua morosidade, já que o tempo de espera para a solução dos casos encaminhados é muito longo (CADE, 1997).

Além da atuação nacional, o CADE e a CNDC firmaram, em 16 de outubro de 1996, um memorando de intenções entre Brasil e Argentina, cujo objetivo é promover o intercâmbio de informações e de experiências no que se refere à defesa da concorrência. Assim, é facilitado o processo de harmonização da legislação dos países. Com o estabelecimento do

“Protocolo de Defesa da Concorrência do Mercosul”, em 17 de dezembro de 1996, que contém pontos importantes no que tange à regulação dos países-membros, assumiu-se um cronograma de implementação para o controle preventivo de ações de concentração nos países e a previsão de mecanismos de cooperação entre as agências nacionais de defesa da concorrência (CADE, 1997).

## **4.2 Mudanças estruturais na economia argentina**

Na Argentina, assim como no Brasil, era visível a necessidade de resolver problemas internos e de buscar recursos externos. Em 1989, iniciou-se o processo de abertura da economia, que transcorreu de modo a atender o desejo externo de reduções tarifárias. As privatizações vieram com a lei de Reforma do Estado, a qual permitiu que mais capital estrangeiro entrasse na economia, facilitando o ingresso de investidores externos no país. Sendo assim, a evolução desses processos na Argentina é descrita na seqüência.

### **4.2.1 Abertura comercial**

Segundo Vigueira (1998), as primeiras discussões acerca da abertura comercial se detiveram na eliminação ou redução das barreiras tarifárias para insumos e/ou bens de capital, usados pelas empresas para fabricarem produtos de exportação, caracterizando uma “abertura exportadora”. As primeiras medidas concretas da abertura foram tomadas entre fevereiro e março de 1987. Um processo de abertura gradual e moderada agradava aos empresários, pois tornava o ambiente econômico mais competitivo. Para tanto, foi estabelecida uma lista de produtos que deixavam de passar por autorizações prévias de importação (lista estabelecida no anexo II do Decreto 4.070). A abertura foi transcorrendo de maneira lenta e não estabelecia reduções tarifárias. Em outubro de 1988, foi dado um passo importante, quando vários produtos foram eliminados da lista do anexo II e foi constituído um novo esquema de tarifas globais.

O processo de abertura teve seqüência no governo Menem, de acordo com Vigueira (1998), com a instalação do Plano “Bunge y Born”, dos ministros Roig e Rapanelli. Entretanto, o processo ficou em segundo plano. A redução tarifária só ocorreu entre outubro e dezembro de 1989. Em outubro, a tarifa máxima estabelecida ficou em 40%, exceto para os 730 produtos do setor eletrônico que possuíam regime especial. Por motivos fiscais, os produtos que tinham tarifa zero passaram a ser tarifados em 5%. A tarifa média ficara entre

28,86 e 26,46%, sendo a tarifa mais freqüente a de 37%. Em dezembro de 1989 foi realizada uma nova redução, com tarifa máxima de 30% e média de 20,72%. Esta redução foi realizada devido a um plano específico de política comercial, decorrente da forte desvalorização, ocorrida no dia 14 daquele mês. Em contrapartida à redução tarifária, alguns setores passaram a utilizar barreiras tarifárias, constantes no anexo I, que impunha restrições administrativas. O processo de abertura comercial na Argentina não ocorreu de maneira pacífica, pois o empresariado buscava formas de proteção à competição a que se encontrava exposto, principalmente vinda dos grupos empresariais menores.

Com a entrada de Erman Gonzáles no governo, em dezembro de 1989, esperava-se uma abertura mais profunda, pois ele determinou, logo em sua entrada, a liberalização dos preços, da taxa de juros e de câmbio, adotando uma gestão voltada ao mercado. A redução tarifária sinalizava o rumo que o governo pretendia dar à economia, sendo um complemento à política de liberalização de preços. Dessa forma, controlava-se o aumento indiscriminado dos preços. A continuação da abertura, por sua vez, era uma exigência dos organismos internacionais (FMI e Banco Mundial). Seguindo nessa linha, em janeiro de 1990, a tarifa máxima ficou estabelecida em 24%. A partir da gestão de Gonzáles, a política de importações sofreu diversas modificações parciais em direções opostas. Algumas apontavam para a diminuição da proteção em determinados produtos, outras, relacionadas a motivos fiscais, apontavam para o aumento das tarifas mínimas e intermediárias. Por fim, até o final de 1990, a tarifa máxima foi mantida, permanecendo em média entre 16 e 18%. O número de posições estabelecidas no anexo I foi reduzido a 27, sendo quase exclusivamente utilizado no caso dos automotores, e, com a criação de um regime especial para esse setor, o anexo I deixou de existir (VIGUEIRA, 1998).

A classe empresarial reclamava do processo de abertura, já que tinha a rentabilidade das exportações reduzida pela política de câmbio adotada. A discussão acerca da redução tarifária era contraposta ao aumento da importação de bens de consumo, não favorecendo as importações das empresas em insumos e equipamentos. Por fim, em janeiro de 1991, foi adotada uma tarifa única de 22%. A fixação dessa tarifa foi considerada ainda elevada, mas deixava claro que não havia a intenção de expor o país a uma forte competição externa (VIGUEIRA, 1998).

A saída de Gonzáles, em 1991, foi substituída pela entrada de Domingo Cavallo no governo, de acordo com Vigueira (1998). Cavallo assumiu com o objetivo de controlar as contas públicas e as principais variáveis macroeconômicas; fixou a Lei de Conversibilidade, para garantir a estabilidade e o controle dos preços, forçando inclusive a queda destes; e

seguiu a política de abertura, com o objetivo de fomentar a competitividade, eliminando os efeitos negativos da proteção excessiva e favorecendo uma reconversão industrial voltada às exportações. Entre março e abril de 1991, foi adotada uma nova estrutura tarifária, fixada em 22% para produtos finais ou de alto valor agregado; 11% para bens intermediários; e 0% para bens de capital, matérias-primas e alimentos não produzidos no país. A exceção dessa estrutura foi para os automóveis, com tarifa de 35%, e aos produtos eletrônicos, que perderam direitos específicos, tendo fixada sua tarifa em 22%, enquanto a tarifa média ficou entre 18 e 10%. Essa nova estrutura tarifária conservava maior proteção efetiva e implicava em maior estímulo à produção de bens com maior valor agregado. O objetivo do governo era fazer frente aos empresários no controle de preços dos produtos, sendo a abertura utilizada com a função disciplinadora. Essa estrutura foi alterada apenas em novembro de 1991, quando os insumos e matérias-primas que tinham tarifa zero passaram a ser tarifados em 5%, para compensar os impostos que o Estado deixava de cobrar.

A partir de outubro de 1992, teve início uma segunda etapa do processo, em relação à abertura iniciada em abril de 1991. Nessa nova etapa, além de amenizar o crescente *deficit* da balança comercial, o objetivo da política comercial era orientá-la para o crescimento, através do incentivo às exportações e da redução dos custos das empresas. Entre as medidas anunciadas, estavam a redução e eliminação de vários impostos, facilidades de crédito, estímulo às exportações, criação de um regime de promoção industrial, entre outras. No mesmo mês, a estrutura tarifária foi alterada, reduzindo-se para 20% a tarifa máxima, e introduzindo tarifas entre 3 e 8% para os insumos industriais. Também foi introduzido um sistema de reembolso às exportações industriais, em percentual equivalente aos da proteção tarifária de cada produto. Tais medidas foram criticadas pelos liberais, já que poderia produzir efeitos inflacionários. Cavallo, no entanto, justificava que elas eram importantes para manter o equilíbrio macroeconômico, ameaçado pelo crescente *deficit* comercial (VIGUEIRA, 1998).

Novas mudanças na estrutura tarifária foram introduzidas apenas com a implementação da TEC acordada pelo Mercosul, em janeiro de 1995. O governo seguiu disposto a não reverter sua política comercial, sendo condicionado a pressões setoriais específicas e à necessidade de manejo macroeconômico. Entretanto, por motivos fiscais derivados do “efeito tequila”, no início de 1995, o governo promoveu o aumento das tarifas de importação, seguindo, dessa forma, com uma política comercial baseada na manutenção do equilíbrio do câmbio (VIGUEIRA, 1998).

#### 4.2.2 Privatizações

Os processos de privatização na Argentina ocorreram inseridos num cenário macroeconômico marcado pela instabilidade provocada pelos choques externos, pelo crescimento do processo inflacionário, pelo aumento da dívida externa e pela ausência de capacidade de investimento do Estado nos anos 1980, semelhante à situação das demais economias da América Latina.

Tendo adotado o mesmo modelo de desenvolvimento que o Brasil, o MSI, a Argentina garantiu o crescimento do PIB e da taxa de emprego entre os anos 1960 e 1970. Entretanto, este modelo teve efeitos negativos sobre o Balanço de Pagamentos, conforme Chudnovsky (1991), uma vez que as exportações manufatureiras eram pouco representativas diante das importações, representadas pela dependência de capital e de tecnologia vindas do exterior, que geravam vultosos pagamentos de dividendos. Em 1975, ocorreu um abrupto ajuste dos preços relativos para enfrentar o problema do crescente *deficit* no Balanço de Pagamentos e do *deficit* fiscal, que resultou no crescimento da taxa de inflação. Com a ascensão do regime militar, o governo rompeu com o MSI e iniciou um processo de abertura comercial e financeira, além de adotar medidas de política econômica ortodoxas para tentar estabilizar a economia. Os resultados dessa política foram a queda da taxa de inflação, a queda do salário real, o aumento dos investimentos e o melhoramento do setor externo. Esses resultados positivos levaram o governo a adotar uma política baseada no enfoque monetário do Balanço de Pagamentos e a uma redefinição de preço da moeda nacional.

A reforma financeira ampliou o sistema bancário e permitiu a desregulamentação da taxa de juros, elevando o custo do crédito da moeda local. A política cambial consentiu a dolarização das carteiras financeiras privadas, aumentando, assim, o grau de endividamento externo, sendo que apenas uma pequena parcela deste endividamento foi utilizada em investimentos produtivos. O financiamento externo facilitou a fuga de capitais e o aumento dos investimentos públicos e dos gastos com defesa e segurança, gerando *deficit* na conta corrente do Balanço de Pagamentos a partir de 1979. Em 1981, a economia Argentina entrou em recessão. As empresas estavam altamente endividadas em moeda estrangeira, e, para evitar a fuga de capitais, o governo acabou por estatizar a maior parte da dívida do setor privado, através de uma desvalorização cambial. Em 1982, a dívida externa da Argentina representava 69% do seu PIB. Perante este cenário, a economia Argentina viu-se diante de sérias restrições ao seu desenvolvimento (CHUDNOVSKY, 1991; KULFAS, 2001).

Kulfas (2001) afirma que a política de promoção industrial e de sistema de compras pelo Estado, assegurando o investimento das empresas locais, seguiu ao longo dos anos 1980. Na primeira metade dos anos 1980, 90% dos investimentos privados estiveram associados a políticas de incentivos, em especial do tipo fiscal. Enfim, com o fim do MSI, ficou evidente a diminuição do setor industrial e a alteração na participação das empresas nos diversos setores, sendo que os grandes grupos de capital local tinham papel de destaque na economia do país.

Segundo Chudnovsky (1991), em 1983, a Argentina passou a ter novamente um governo constitucional. A população esperava que este governo pudesse fazer frente aos problemas do país e que também realizasse os ajustes necessários para retomar uma trajetória de crescimento econômico. Os problemas, entretanto, persistiram. Mesmo realizando desvalorizações cambiais, a taxa de inflação continuava crescendo. Para acabar com a inflação inercial, foi implantada uma política heterodoxa, o Plano Austral<sup>21</sup> em 1985. Esse Plano conseguiu reduzir os níveis de inflação e teve efeito positivo sobre o nível de atividade econômica, mas sua eficácia foi efêmera. A taxa de inflação voltou a subir, passando de 82% ao ano, em 1986, para 400% ao ano, em 1988, chegando à situação de hiperinflação em 1989, quando atingiu a taxa de 5.000% ao ano. A situação externa do país também não era boa, e o governo apresentava baixo nível de reservas financeiras, decretando a moratória em abril de 1988. A dívida externa em 1988 representava 70% do PIB argentino. Com a melhora dos preços internacionais em 1988 e 1989, a balança comercial começa a apresentar resultados melhores, diminuindo o *deficit* em conta corrente. A redução do *deficit* fiscal não foi alcançada com sucesso, de modo que as finanças públicas continuaram se deteriorando ao longo dos anos 1980. O governo não conseguiu reduzir seus gastos, além de sofrer com a perda da arrecadação dos impostos sobre as exportações agropecuárias, prejudicadas pelos preços internacionais.

Chudnovsky (1991) observa que junto às políticas monetárias e fiscais introduzidas na década de 1980, foram adotadas medidas de reformas estruturais do setor público e do regime de comércio. Entre essas medidas, estava a desregulamentação de setores, como o aéreo e o de telecomunicações, para permitir a entrada de investimentos privados em setores em que somente o Estado atuava. O objetivo dessas reformas era o de além de reduzir o *deficit* fiscal e o processo inflacionário, permitir a entrada de investimentos privados, por meio da realização de privatizações e de abertura econômica.

---

<sup>21</sup> Este Plano teve como base: a fixação do câmbio e das tarifas do setor público, assim como o congelamento de preços e salários do setor privado; a redução do *deficit* fiscal, através do aumento das tarifas públicas, dos impostos do comércio exterior, dos combustíveis e a colocação em prática de um sistema de economia obrigatória; e a reforma monetária (CHUDNOVSKY, 1991).

Na maior parte dos países da América Latina que realizaram programas de privatizações nos anos 1990, pretendia-se aliviar os *deficits* orçamentários dos governos, em um momento em que o acesso ao crédito era restringido. A Argentina encontrava-se inserida nesse contexto, e o programa de privatizações constituiu uma das principais linhas da nova política econômica. O objetivo principal era a estabilização de preços, num momento em que o processo inflacionário estava fora de controle e era necessário resgatar a confiança e a credibilidade dos investidores para que ocorresse a entrada de capital necessário para o crescimento da economia (MEyOSP, 2000).

Com a posse do Presidente Carlos Menem, na Argentina, em 1989, foram instituídas diversas medidas para

(...) la contención de la inflación, la reforma del Estado, la privatización de activos públicos, la apertura de la economía, la liberalización buena parte de la producción de bienes y la provisión de servicios, y la renegociación de los pasivos externos (KULFAS, 2001, p.15).

De acordo com Kulfas (2001), a estabilização monetária foi conquistada através da Lei de Conversibilidade, em 1991, com a conversão do peso argentino pelo dólar americano em uma proporção de um por um, controlando a taxa de inflação. Entre 1991 e 1994, a taxa de crescimento anual do PIB alcançou 6,9%, reduzindo-se a partir de então para 2,3% entre 1995 e 1999.

Segundo Mortimore e Stanley (2006), a Lei 23.696/89, de Reforma do Estado, além de trazer o plano de paridade do dólar com o peso, trouxe junto o processo de privatizações, a abertura comercial e financeira. Nas privatizações, a venda dos ativos públicos tinha um claro esquema de capitalização da dívida, fazendo com que se atraísse IED e se reduzisse a dívida externa. Este processo foi marcado pela busca de credibilidade do governo, fixando o êxito das privatizações ao êxito do plano de conversibilidade. O plano obteve êxito e, com a redução da inflação e o aumento da demanda interna, gerou o crescimento da economia, levando o país a ser elogiado pela celeridade e pelo sucesso na implantação das reformas.

As privatizações foram importantes para o governo, pois aliviaram sua situação financeira. Através delas, foi possível a entrada de capitais, num momento em que o acesso a eles era escasso tanto interna como externamente. A aceitação de papéis da dívida pública como meio de pagamento permitiu a melhora das contas externas. A situação fiscal do Estado melhorou com a venda de empresas que geravam *deficits* e que, depois de privatizadas, gerariam recursos através do pagamento de impostos (MEyOSP, 2000; CHUDNOVSKY, 1991). A forma de pagamento das empresas privatizadas era através da transferência e da

compra de títulos da dívida pública. No período de 1990-1994, a participação dos títulos da dívida representava 30% dos pagamentos recebidos (MEyOSP, 2000).

Para que uma empresa privada pudesse adquirir as empresas estatais, o governo argentino instituiu que fossem formadas associações, em que um operador tivesse conhecimento no setor a ser privatizado. Desse modo, ocorreu a formação de associações entre investidores estrangeiros, investidores locais e bancos estrangeiros. A inclusão de bancos estrangeiros era importante para o programa de capitalização da dívida externa, sendo que as aquisições das empresas ocorriam com a contribuição de títulos da dívida argentina. A formação tripartite dos consórcios foi logo desfeita em muitos casos, e os grandes grupos econômicos locais venderam suas participação acionária aos sócios estrangeiros (MEyOSP, 2000; KULFAS, PORTA e RAMOS, 2002).

Na Argentina, foram vendidos primeiramente os maiores ativos do Estado, entre os anos de 1990 e 1991, ao contrário de outros países, que iniciaram o processo de privatizações com a venda de ativos menores. Do montante total arrecadado pelas privatizações nos anos 1990, 81% referem-se a receitas do setor público nacional e 19% foram arrecadados pelos governos estaduais (MEyOSP, 2000).

As entradas totais anuais de dólares das privatizações na Argentina são apresentadas na Tabela 8. Os dados revelam que o maior volume obtido com as privatizações nacionais ocorreu no ano de 1992, quando foram arrecadados US\$ 5,5 bilhões. Já no âmbito estadual, o maior volume registrado ocorreu no ano de 1997. A observação dos dados também expõe que os maiores registros de valores oriundos de privatizações ocorreram entre 1990 e 1993. Depois, somente em 1999 foi registrado novamente um valor elevado de dólares nas privatizações. Os estados receberam maiores entradas de dólares de privatizações do que o governo federal em 1996, 1997 e 1998.

**Tabela 8 – Entradas totais por privatizações nacionais e estaduais na Argentina, 1990-1999 (em milhões de dólares)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total
Nacional	1.787	1.963	5.477	4.496	848	1.319	291	1	83	3.156	19.422
Estadual	-	-	19	960	74	91	445	1.219	439	1.181	4.427
<b>Total</b>	<b>1.787</b>	<b>1.963</b>	<b>5.496</b>	<b>5.456</b>	<b>923</b>	<b>1.410</b>	<b>736</b>	<b>1.220</b>	<b>522</b>	<b>4.337</b>	<b>23.849</b>

Fonte: MEyOSP (2000, p. 7).

As principais empresas estatais privatizadas, em 1990, foram: a Empresa Nacional de Telecomunicações (ENTEL) e a Aerolíneas Argentina. Outras privatizações ocorreram em

transações menores. Muito dos pagamentos das receitas de privatização foram realizados através da restituição de títulos da dívida pública. Essa forma de pagamento correspondeu a 50% do financiamento recebido pelo Estado pela venda de empresas públicas nesse ano (MEYOSP, 2000).

Em 1991, foram vendidas cinco áreas petroleiras e 30% da ENTEL (zona sul). Pela primeira vez, foi colocada à venda, na bolsa de valores, ações da Telefônica. A partir de 1992, priorizou-se o recebimento de dinheiro pelas vendas das estatais, já que os títulos da dívida foram se valorizando novamente. Nesse ano, foram vendidas a Gás Del Estado, a Servicios Eléctricos Del Gran Buenos Aires (SEGBA) e 30% da ENTEL (zona norte), vendidos no mercado de ações. O objetivo do Estado ao realizar essas privatizações era o de assegurar o êxito do Programa de Conversibilidade (MEYOSP, 2000; KULFAS 2001).

Em 1993, foram privatizadas empresas de diversos setores da economia, com destaque para a venda, no mercado de ações e pela troca de ações por títulos da dívida pública, de 58% da YPF, uma grande companhia petroleira. Nesse mesmo ano, foram vendidas a Hidroeléctrica Norpatagônica SA (Hidronor) e a Compañia de Transporte de Energia Eléctrica em Alta Tensión (Transener). A partir de 1994, o programa de privatizações argentino perdeu fôlego, uma vez que as maiores empresas estatais já haviam sido vendidas. As empresas remanescentes tiveram suas ações vendidas no mercado de ações. Entre 1996 e 1998, a arrecadação das privatizações dos estados foi superior à arrecadação nacional. Somente em 1999, quando o restante da YPF foi vendido, esta situação se inverteu novamente (MEyOSP, 2000).

As privatizações tiveram um grande impacto sobre o Balanço de Pagamentos, por causa da grande entrada de capital estrangeiro. Esta entrada ocorreu de duas maneiras: IED e investimento em carteira (IC),<sup>22</sup> conforme é apresentado na Tabela 9.

**Tabela 9 – Capital nacional (CN) e capital estrangeiro (CE) nas privatizações na Argentina, 1990-1999 (em milhões de dólares)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total
<b>CN</b>	<b>613</b>	<b>1.108</b>	<b>2.641</b>	<b>1.921</b>	<b>407</b>	<b>296</b>	<b>156</b>	<b>328</b>	<b>171</b>	<b>146</b>	<b>7.787</b>
<b>CE</b>	<b>1.174</b>	<b>854</b>	<b>2.855</b>	<b>3.534</b>	<b>515</b>	<b>1.114</b>	<b>580</b>	<b>892</b>	<b>351</b>	<b>4.191</b>	<b>16.062</b>
- IED	1.174	460	2.344	935	136	1.114	580	892	334	4.191	12.162
- IC	-	394	510	2.600	379	-	-	-	17	-	3.901
<b>Total</b>	<b>1.787</b>	<b>1.963</b>	<b>5.496</b>	<b>5.456</b>	<b>923</b>	<b>1.410</b>	<b>736</b>	<b>1.220</b>	<b>522</b>	<b>4.337</b>	<b>23.849</b>

Fonte: MEyOSP (2000, p. 22).

<sup>22</sup> Investimento inferior a 10% do capital.

[0]De acordo com estes dados, a preponderância da participação de capital estrangeiro no processo de privatizações na Argentina é visível. Somente no ano de 1991 a participação do capital nacional foi superior a do capital estrangeiro. Do total de US\$ 23,8 bilhões das privatizações, US\$ 7,8 bilhões era capital nacional, ou seja, 33%, enquanto que US\$ 16 bilhões era capital estrangeiro, ou seja, 67% do valor total. Observa-se também que grande parte do capital estrangeiro entrou nas privatizações sob a forma de IED, sendo mais representativo do que o investimento em carteira.

Entre 1990-1999, a receita total das privatizações comportou 51% de IED, 16% de investimento em carteira e 33% de capital nacional. Essa participação explica parte do crescimento do IED no país nos anos 1990. Os setores que concentraram a maior parte das receitas de privatização foram o de petróleo (39%), energia elétrica (25%), comunicações (13%), gás (12%), transporte (3%), petroquímica (2%), água e saneamento (2%), sendo os 4% restantes destinados a outros setores (MEyOSP, 2000).

Azpiazu (2001) ressalta que o processo de privatizações na Argentina foi de caráter único no mundo, devido à forma e à rapidez com que foi desenvolvido. O autor considera que a forma de condução do processo de privatização favoreceu a concentração e a centralização do capital no país, já que, entre os requisitos considerados para a aquisição das firmas estatais, estava a exigência de capital mínimo por parte das empresas para participar do processo de compra. A celeridade representou a necessidade do governo de realizar uma política que refletisse confiança para a comunidade de negócios nacional e internacional. Esta mudança estrutural realizada no governo Menem incentivou a entrada de capitais estrangeiros na economia, permitiu o crescimento do consumo doméstico e favoreceu a renegociação da dívida externa e a consolidação das novas bases de desenvolvimento econômico e social do país.

Para Azpiazu (2001), o descaso quanto à competitividade acabou favorecendo grupos empresariais, constituindo uma barreira à entrada de novos investidores. Também não houve preocupação quanto à regularização das vendas de patrimônio após as privatizações, de modo que ocorreram ganhos por parte das empresas na venda de seus ativos após o processo de privatização. Entre as empresas mais favorecidas no processo estão os grupos Pérez Companc (eletricidade), Techint y Soldati (gasífera), Repsol-YPF (transporte e distribuição de gás natural) e Telefónica de Argentina y Telecom Argentina (telefonía) além de outras *holdings*. O autor também critica a falta de um marco regulatório, revelando a despreocupação do governo com a competitividade e com o preço das tarifas cobradas dos consumidores, já que o

lucro auferido pelas empresas privatizadas é superior ao das empresas que atuam no mesmo setor.

Para MEyOSP (2000), outro fato que chama atenção no programa de privatizações da Argentina refere-se à transferência das dívidas das empresas privatizadas ao setor público. Ou seja, as empresas compradoras receberam as empresas privatizadas livre de seus passivos. Isto aconteceu porque os investidores não queriam empresas endividadas e também porque o Estado era o fiador de grande parte dessas dívidas, renegociadas em 1992.

O resultado do programa de privatizações na economia foi a entrada de novos investidores estrangeiros e o surgimento de associações entre empresas locais e ETs. Os bancos estrangeiros tiveram sua participação associada ao programa de capitalização da dívida externa, e uma parte das aquisições foi cancelada pelo aporte de bônus da dívida Argentina, que, muitas vezes, estava em poder de bancos estrangeiros. Assim, as associações adquirentes das empresas estatais possuíam uma estrutura baseada no tripé: investidores estrangeiros/grupos econômicos locais/bancos estrangeiros. Até meados da metade dos anos 1990, o programa de privatizações na Argentina estava concluído. Num segundo momento, a partir da segunda metade da década, as empresas partiram para a realização de processos de fusão e aquisição. As grandes empresas de capital local também seguiram a mesma estratégia e atuaram como vendedoras e compradoras nesse processo (KULFAS, 2001).

#### 4.2.3 Liberalização financeira

Segundo Kerner (2003), os anos 1990 foram um marco na economia da América Latina, porque foram registrados o retorno dessas economias ao mercado financeiro internacional, por meio da volta dos fluxos de IED às economias emergentes, principalmente pelas privatizações e também do interesse das ETs, que consideraram o mercado atrativo devido à estabilidade alcançada, e pelo novo destino do IED realizado, voltado ao setor de serviços.

A entrada de capitais estrangeiros na Argentina foi regulamentada pela Lei nº. 21.382, de 1976, conhecida como Lei de Investimentos Estrangeiros na Argentina, e pelo Decreto Regulamentar nº. 1.853 de 1993 (ADI, 2006). Em 1989, com a Lei de Reforma do Estado, a aprovação prévia para IED em informática, telecomunicações e eletrônica ficou sem efeito e foi mantido formalmente o requisito de autorização para os setores de defesa e segurança nacional, energia, meios de comunicação e instituições financeiras e de seguros, exceto bancos. A mesma Lei estabeleceu o marco legal para o processo de privatização de empresas

públicas com capitalização de dívida externa e autorizou a entrada de capital estrangeiro no programa de privatização dos serviços sanitários, de eletricidade, gás, telecomunicações e correio (CHUDNOVSKY et al., 1996 apud CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1999).

O novo texto Lei dos Investimentos Estrangeiros foi somente aprovado em setembro de 1993, incorporando essas modificações.

Não se estabeleceram requisitos nem condições para a remessa de dividendos – livres de qualquer tributação específica – e a repatriação de capitais. Desregulamentaram-se algumas atividades que permaneciam sob regime de aprovação prévia, autorizou-se a concessão de licenças para a exploração e o aproveitamento de minas e jazidas de petróleo e gás – sem alterar o regime de propriedade estatal – e desregulamentou-se a comercialização interna e externa de petróleo cru e combustíveis (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1999, p.40).

A média do fluxo de IED, no período de 1984 e 1989, foi de US\$ 115 milhões, passando para US\$ 232 milhões entre 1990 e 1996. Entre 1990 e 1995, a Argentina foi o 15º país receptor mundial de IED e o sétimo entre os países em desenvolvimento, com fluxos acumulados na ordem de US\$18 bilhões, chegando a US\$ 22 bilhões quando acrescentado o ano de 1996. O interessante no IED, nos anos 1990, é que este além de ser em níveis mais elevados, tem características diferentes, derivadas das novas estratégias e dos modos de operações das ETs. Estas passaram a adotar estratégias de operações em nível global e não mais apenas voltadas ao mercado local. O tamanho do mercado, apontado como um dos determinantes do IED, ganhou importância com a formação do Mercosul, sendo Brasil e Argentina os mercados mais atraentes (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 1997).

Segundo Kulfas, Porta e Ramos (2002), nos anos 1990, as três ondas de IED que atingiram a Argentina (dirigidas ao setor de serviços públicos privatizados, a indústria manufatureira e aos serviços privados) estiveram relacionadas com a eliminação das restrições ao capital estrangeiro, com a liberalização comercial e financeira, com a desregulamentação de mercados e com a integração com o Mercosul, reforçando as vantagens de localização do país. Assim, as ETs tiveram vantagens sobre as empresas nacionais diante das novas condições de competição e das reformas estruturais executadas.

A observação da evolução dos fluxos de IED na Argentina nos anos 1990, apresentada na Tabela 10, revela que o IED em sua maioria esteve relacionado a transações de mudança de propriedade de empresas, especialmente as transações arroladas às privatizações. O reinvestimento de lucros das empresas manteve-se estável entre 1992 e 1994, apresentou declínio em 1995 e 1996, e voltou a crescer em 1997 e 1998. Porém, apresentou resultado negativo em 1999. As contribuições de capital apresentaram uma trajetória de crescimento

nos anos 1990, e foram responsáveis em 1994 e 1998 pela maior parte dos fluxos de IED. As dívidas com as matrizes e outras filiais apresentaram trajetória instável entre 1992 e 1999, sendo mais representativas nos anos de 1997 e 1998.

Os dados da Tabela 10 ainda revelam que o estoque de IED vem crescendo na Argentina. Em 1999, o estoque de IED era quatro vezes maior do que o existente em 1992. As rendas, por sua vez, tiveram um crescimento pequeno, apresentando queda nos anos de 1996 e 1999.

**Tabela 10 – Evolução dos fluxos, rendas e estoque de IED na Argentina, 1990-1999 (em milhões de dólares correntes)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Fluxos de IED	1.553	828	4.431	2.793	3.635	5.609	6.949	9.162	7.293	23.930
Reinvestimento de lucros			857	878	898	659	397	726	788	-144
Contribuições de capital			474	628	1.287	1.685	2.011	2.580	3.179	4.116
Dívidas com matrizes e outras filiais			371	251	387	700	1.526	1.161	804	1.571
Mudanças de propriedade			2.730	1.036	1.063	2.566	3.014	4.694	2.522	18.386
- Privatizações	1.174	460	2.344	935	136	1.113	580	892	334	4.192
- F&As			385	101	927	1.453	2.434	3.802	2.188	14.194
Estoque de IED			6.303	18.520	22.428	27.991	33.557	42.013	47.797	71.819
Rendas			1.196	1.724	1.928	1.967	1.850	2.369	2.380	1.658

Fonte: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales del Ministerio de Economía de la República Argentina. (apud Kulfas, Porta e Ramos, 2002, p. 16).

De acordo com Kulfas, Porta e Ramos (2002), a expansão do IED é evidente ao longo dos anos 1990. Quando se compara o fluxo do ano de 1990 com o de 1999, este último é 15 vezes superior. Este aumento do fluxo do IED é explicado pelas reformas estruturais pelas quais a economia passou (estabilização de preços, privatizações, abertura comercial, liberalização financeira e renegociação da dívida externa). Grande parte dos fundos de privatização entrou na forma de IED, 67% entre 1990-1999. Somente entre 1990-1993, 51% dos fluxos de IED corresponderam a operações de privatização. Após essa fase, em que foram privatizadas as maiores empresas estatais, o ingresso de IED foi destinado a F&As, e em nível menor, o aporte de IED para *greenfield* e ampliação de projetos já existentes. Os setores que mais receberam IED foram: o petroleiro, os serviços públicos privatizados e o setor bancário.

Na indústria manufatureira, os destaques são as atividades produtoras de alimentos, bebidas e tabaco, químico, borracha e plásticos, complexo automotor e de equipamentos de transporte.

Segundo Chudnovsky e López (1997), um dos motores do aumento dos fluxos de IED, na Argentina, tem sido o crescente aumento dos processos de F&As transfronteiriças (inclusive privatizações) que passaram de US\$ 112 milhões, em 1988, para US\$ 275 milhões em 1996. Esse tipo de investimento tem sido uma forma de as empresas consolidarem e melhorarem a sua posição competitiva global, mediante o aproveitamento de ativos de propriedade da empresa absorvida ou associada (competência técnica, marcas ou nomes estabelecidos, redes de fornecedores, sistemas de distribuição etc.). Esse tipo de investimento revelou ser uma tendência mundial já nos anos 1980, em detrimento do investimento *greenfield*.

Kulfas, Porta e Ramos (2002, p. 33) sintetizam os fluxos de IED nos anos 1990, na Argentina, nos seguintes termos:

1. *La mayor parte de las inversiones se concentró en la adquisición de activos ya existentes, a diferencia de otras etapas en que las radicaciones tenían como destino la apertura de nuevas unidades productivas o la ampliación de otras ya existentes.*
2. *Los servicios públicos privatizados y las actividades extractivas (básicamente petróleo y gas natural), actividades sobre las cuales pesaban importantes y disímiles restricciones para la operatoria del capital extranjero antes de 1989, fueron las que recibieron los mayores volúmenes de IED.*
3. *En cuanto a las características de los inversores, cabe destacar el alto peso de las inversiones de empresas españolas y de la aparición de nuevas modalidades, tales como los fondos de inversión.*

A participação das empresas estrangeiras na economia argentina pode ser sentida pelo aumento na participação das vendas, apresentando crescimento de 73,5% entre 1991 e 1995. A partir de 1995, a participação das empresas estrangeiras aumenta, enquanto as empresas nacionais vão perdendo espaço. Em 1998, as empresas estrangeiras participavam com 60% das vendas entre as 1.000 maiores empresas argentinas, frente a 34% em 1990. Além de ser registrado em maior volume, o IED tem se caracterizado por mudanças qualitativas, como a maior participação em processos de F&As e a maior integração entre as filiais e matrizes (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 2003).

Em termos gerais, o conceito de investimento estrangeiro no país, na atualidade, compreende o capital pertencente a investidores estrangeiros<sup>23</sup> que realizam atividades de caráter econômico internamente. Também é caracterizada como investimento estrangeiro a

---

<sup>23</sup> Investidor estrangeiro: pessoa física ou jurídica domiciliada fora da Argentina, que possui investimentos de capital estrangeiro, e empresas locais de capital estrangeiro, que realizam investimentos em outras empresas locais (ADI, 2006).

aquisição, por parte de investidores estrangeiros, de capital de uma empresa local existente. Apesar de a Lei de Investimentos Estrangeiros prever o estabelecimento de registro de investimentos estrangeiros para fins informativos, na prática ele não ocorre, já que o investimento estrangeiro não requer autorização governamental prévia, porém seu ingresso é registrado pelo Banco Central da Argentina. Não há diferenciação no tratamento de investimento estrangeiros e nacionais, tendo os investidores os mesmos direitos e obrigações, bem como não ocorre restrições de atuação nas atividades econômicas do país. Desse modo, não ocorre nenhum benefício aos investidores estrangeiros, em termos de impostos, tarifas e acesso ao crédito, tendo eles os mesmos benefícios que recebem os investidores nacionais. As remessas de capital e lucros para o exterior podem ocorrer a qualquer momento, desde que não esteja ocorrendo nenhum problema no balanço de pagamentos (ADI, 2006).

#### 4.2.4 Estrutura regulatória

Até o início de 2001, a defesa da concorrência na Argentina foi regulamentada pela Lei 22.262, de agosto de 1980, conforme Coloma (1997), sendo a CNDC o órgão responsável pela sua aplicação, bem como os tribunais federais. A lei teve como base os artigos 85 e 86 do Tratado de Roma, e a lei espanhola de 1963 (PASCAR e SAA, 1998).

Os artigos 1, 2 e 41 da lei são os mais relacionados ao caráter econômico. O artigo 1 proíbe *“los actos o conductas (...) que limiten, restrinjan o distorsionen la competencia o que constituyan abuso de una posición dominante en el mercado, de modo que pueda resultar perjuicio para el interés económico general”* (COLOMA, 1997, p. 3). O artigo 2 complementa este porque especifica o que é a posição dominante em um mercado, enquanto o artigo 41 tipifica os atos e condutas anticompetitivas que são considerados pela lei como delitos (COLOMA, 1997).

Mesmo regulamentando o controle da concorrência no país, essa lei não previa um esquema explícito de controle prévio ou posterior de atos de concentração e fusões empresariais. Como este controle prévio praticamente não existia, era necessário provar que eram atos que limitavam, restringiam ou distorciam a concorrência e que causavam danos ao interesse econômico geral. Sendo assim, praticamente não existiam processos relacionados às concentrações e fusões, nem mesmo resoluções ou regulamentações para especificá-los (CNDC, 2005).

A nova lei de defesa da concorrência foi aprovada, em 29 de setembro de 1999 (lei 25.156), e entrou em vigor em 25 de janeiro de 2001 (CNDC, 2002). A lei manteve sua

redação original em vários temas, que é quase idêntica a anterior no que se refere à proteção ao interesse econômico geral. Na nova lei, não ficou estabelecido quando uma operação de concentração econômica deve ser autorizada, proibida ou condicionada, não apresentando nenhum item sobre o assunto. Nesse aspecto, o texto da lei difere dos projetos que a precederam, uma vez que estes apresentavam o critério de criação ou fortalecimento de posição dominante como pauta da avaliação, seguindo, assim, o modelo europeu. Assim, a avaliação das operações de concentração econômica deve ocorrer por vias administrativas. Desse modo, é analisada se uma concentração pode prejudicar o interesse econômico geral quando gerar ou fortalecer a possibilidade de exercer poder de mercado, adotando o mesmo critério norte-americano. Como a verificação de mercado relevante e da participação da empresa no mercado não são informações sempre disponíveis, quase todos os processos de concentração, inclusive os de menor magnitude, devem ser notificados. O prazo para notificação ficou estabelecido em uma semana antes do fechamento da conclusão do acordo, sendo que a sanção ocorre 45 dias após a entrega da documentação (QUEVEDO, 2000).

Uma importante mudança introduzida pela nova lei foi a criação do Tribunal Nacional de Defesa da Concorrência (TNDC) e do Registro Nacional de Defesa da Concorrência, nos quais são registradas as operações de concentração econômica. Assim, torna-se obrigatória a notificação, com pelo menos 45 dias de antecedência, ao TNDC, no caso de atos de concentração econômica que implicassem participação de uma empresa de uma cota igual ou superior a 25% do mercado relevante, ou quando a soma envolvida no negócio total do conjunto de empresas no país superar 200 milhões de pesos, ou, ainda, quando o volume total mundial do negócio superar os 2.500 milhões de pesos. No caso da não realização da notificação, será estabelecida a aplicação de pesadas multas (PASCAR, 2000).

A nova lei favorece a despolitização das decisões sobre a defesa da concorrência submetida ao Tribunal, trazendo mais legitimidade ao órgão. O controle prévio das F&As permite evitar estruturas de mercado que restrinjam a competição, desenvolvendo um instrumento idôneo para o controle de práticas anticompetitivas e que garantam que a política pública de concorrência não gere burocracias e custos de transação que possam afetar o funcionamento da economia de mercado (CNDC, 2002).

## **5 PROCESSOS DE REESTRUTURAÇÃO PATRIMONIAL NO BRASIL E NA ARGENTINA NOS ANOS 1990**

A onda de processos de F&As mundiais atingiu também as economias em desenvolvimento, e entre elas, as do Brasil e da Argentina. A evolução e o comportamento destes processos em cada país nos anos 1990, bem como a análise comparativa entre eles é apresentada a seguir.

### **5.1 Fusões e aquisições no Brasil**

No Brasil, pode-se observar que os processos de fusão e aquisição passaram a ter maior força a partir dos anos 1990, quando mudanças estruturais e estratégicas foram adotadas na economia. Entre essas mudanças, está a inserção na economia global competitiva, com a realização da abertura econômica e financeira, as privatizações, o fim dos monopólios e a modernização institucional (ROSSETTI, 2001 apud BARROS e CANÇADO, 2003; KUPFER, 2001). Entretanto, a avaliação dos efeitos dessas mudanças sobre as empresas do setor industrial é controversa. De um lado, há uma corrente que defende que o acirramento da competição levou ao fortalecimento do setor produtivo, por meio da eliminação de empresas e de setores menos capacitados. Do outro, especialistas afirmam que as empresas adotaram um comportamento defensivo diante das mudanças, baseado na redução de custos e de investimentos, o que levou as empresas menos competitivas a uma sobrevida à custa de uma redução do potencial de ampliação da produção a longo prazo. Além disso, as empresas tornaram-se vulneráveis com a abertura comercial e financeira, acentuando as assimetrias entre empresas locais e estrangeiras, tornando as empresas locais alvos de aquisição pelas estrangeiras (KUPFER, 2001).

As privatizações de empresas estatais – responsáveis pela produção em grande parte dos setores de infra-estrutura e de prestação de serviços no país até o início de 1990 – deram o início à onda de F&As no país. Entre 1990 e 1994, foram vendidas empresas relacionadas ao setor produtivo, incluindo empresas dos setores siderúrgico, petroquímica e de fertilizantes. Nesse período, a maior parte dos investimentos foi realizada por empresas nacionais e instituições financeiras. A partir de 1995, as privatizações se estenderam ao setor de serviços, incluindo os setores elétrico, financeiro e as concessões das áreas de transporte, rodovias, saneamento, portos e telecomunicações. Nessa etapa, os investidores estrangeiros passaram a liderar o *ranking* de investidores (BNDES, 2002).

O crescimento da participação de estrangeiros nas privatizações e nas F&As em geral, é decorrente da liberalização dos fluxos IED e da eliminação da distinção legal entre empresas de capital nacional ou estrangeiro. O resultado do aumento do fluxo de IED na economia brasileira foi a maior participação de ETs (ver Tabela 11).

As empresas nacionais representavam, em 1989, 70% das 500 maiores empresas do Brasil e detinham 59% do valor das vendas destas empresas. Eram responsáveis por 51,7% das exportações e por 47% das importações. Em 1992, as empresas nacionais ainda tinham 70,6% das 500 maiores empresas do Brasil, mas sua participação no valor das vendas já havia caído para 57,1%. A participação nas exportações, por sua vez, cresceu para 54,4% enquanto a participação nas importações caiu para 46,1%. Em 1997, a participação das empresas nacionais entre as 500 maiores empresas caiu para 63,6%, enquanto sua participação nas vendas foi reduzida para 50,2%. A participação das empresas nacionais nas exportações foi reduzida para 46,8%, bem como nas importações, para 36,9%.

As empresas estrangeiras, por sua vez, vêm tomando cada vez mais espaço na economia brasileira. De acordo com os dados da Tabela 11, as empresas estrangeiras eram 30% entre as 500 maiores em 1989, 29,4% em 1992 e 36,4% em 1997. A participação nas vendas entre as 500 maiores era de 41% em 1989, passou para 43% em 1992 e chegou a 49,8% em 1997. As exportações destas empresas em 1989 representavam 48,3%, em 1992 caíram para 45,6% e atingiram 53,2% em 1997. As importações, por sua vez, cresceram constantemente, de 53% para 53,9% e 63,1%, em 1989, 1992 e 1997, respectivamente.

**Tabela 11 – Participação relativa das Empresas Estrangeiras (EE) e das Empresas Nacionais (EN) nas 500 maiores empresas da economia brasileira (%)**

	1989		1992		1997	
	EE	EN	EE	EN	EE	EN
Número de Empresas	30,0	70,0	29,4	70,6	36,4	63,6
Vendas	41,0	59,0	43,0	57,1	49,8	50,2
Exportações	48,3	51,7	45,6	54,4	53,2	46,8
Importações	53,0	47,0	53,9	46,1	63,1	36,9

Fonte: Elaboração NEIT/IE/Unicamp, a partir de dados da Secex e da *Revista Exame* (apud LAPLANE e SARTI, 2002, p. 71).

Outra forma de constatar o aumento das empresas estrangeiras na economia brasileira é através do aumento dos fluxos de IED. De acordo com os dados da KPMG (2001), as F&As, no Brasil, foram responsáveis por cerca de 80% do fluxo de investimentos diretos no país nos anos 1990. Para Laplane e Sarti (2002), a participação das F&As no IED alcançou

93,9% do total em 1999. A participação do volume de IED destinado às privatizações foi crescente e alcançou US\$ 8,7 bilhões em 1999, o equivalente a 30,7% do valor total do IED líquido no ano. A relação entre as F&As e o IED no Brasil é superior à participação aos demais países em desenvolvimento nos anos 1990, exceto em 1999. Nos países desenvolvidos, essa relação é muito superior, como pode ser observado na Tabela 12.

Grande parte dos negócios de F&As estão vinculados aos fluxos de IED, conforme apresentado na Tabela 12. No mundo, esta proporção cresceu ao longo dos anos 1990. Entre 1990 e 1995, esta relação era de 52,3%, chegou a atingir 76,6% em 1998 e caiu para 70,4% em 1999. Nos países desenvolvidos essa proporção era de 71,1% entre 1990 e 1995 e atingiu 91,5% em 1998. Nestes países, a proporção de F&As em relação ao IED é maior para todo o período. Nos países em desenvolvimento, essa proporção apresentou a mesma trajetória de crescimento até 1998, seguida de queda em 1999. Entretanto, em proporções menores.

No Brasil, a proporção de F&As em relação ao IED era de 27,5% entre 1990 e 1995. A partir de 1996, esta proporção aumentou, sendo que em 1998 houve um volume superior de F&As em relação ao IED que entrou no país, chegando a 101,8%. Porém, esta proporção caiu em 1999 para 32,7%. As privatizações em 1996 representaram 24,5% do IED. Em 1999, essa participação já era de 30,7%. Dentro das F&As, as privatizações em 1996 representavam 40,5% dos negócios. Esta relação cresceu em 1997 para 43,5%, sofreu queda em 1998, atingindo 20,85% dos negócios, e 93,9% em 1999.

**Tabela 12 – Relação percentual entre F&As e IED, 1990-1999**

F&As/IED	1990/1995	1996	1997	1998	1999
Mundo	52,3	58,8	63,8	76,6	70,4
Países desenvolvidos	71,1	85,3	86,6	91,5	81,1
Países em desenvolvimento	17,0	21,4	35,1	44,1	32,9
Brasil	27,5	60,6	63,5	101,8	32,7
Privatizações/IED	n.d.	24,5	27,6	21,2	30,7
Privatizações/ F&A	n.d.	40,5	43,5	20,8	93,9

Fonte: UNCTAD (2002) e Banco Central do Brasil (apud LAPLANE e SARTI, 2002, p. 68).

n.d.= não disponível.

Nas operações de F&As, no Brasil, a participação das empresas nacionais é inferior a das empresas estrangeiras. Entre 1992 e 1999, das 1.955 transações registradas, 842 foram transações domésticas (43,1%), contra 1.113 transações transfronteiriças (56,9%), como pode ser visualizado na Tabela 13. O maior número de negócios ocorreu a partir de 1996. Somente em 1997 foram registradas 372 transações. Em 1997 também foi registrado o maior número de operações

domésticas, 168 transações, enquanto o maior registro de transações transfronteiriças ocorreu em 1998, quando ocorreram 221 transações.

**Tabela 13 – Número de F&As no Brasil, 1992-1999**

Ano	Doméstica	Transfronteiriças	Total
1992	37	21	58
1993	82	68	150
1994	81	94	175
1995	82	130	212
1996	161	167	328
1997	168	204	372
1998	130	221	351
1999	101	208	309
<b>Total</b>	<b>842</b>	<b>1.113</b>	<b>1.955</b>
<b>Participação percentual (%)</b>	<b>43,1</b>	<b>56,9</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborada a partir de KPMG (2002, p. 10) e Siffert Filho e Silva (1999, p. 382).

Laplane e Sarti (2002) afirmam que a economia brasileira passou por um processo de internacionalização, caracterizado pela transferência da propriedade de empresas nacionais para investidores estrangeiros. Entretanto, os investimentos brasileiros no exterior não ocorreram na mesma proporção porque a abertura comercial proporcionou o aumento das importações no mercado e na produção doméstica, enquanto as exportações tiveram desempenho modesto. Como resultado desses investimentos, a participação das empresas estrangeiras na economia brasileira, que já era elevada, aumentou ainda mais.

Apesar da intensificação das F&As no Brasil nos anos 1990, as operações transfronteiriças associadas ao país têm pouca representatividade no total mundial, conforme apresentado na Tabela 14. Em relação às vendas no Brasil, as F&As transfronteiriças tiveram aumento na participação total entre 1990 e 1993, seguido de queda em 1994, quando o montante das vendas mundiais sofria um aumento de quase 50% em relação ao ano anterior. Entre 1995 e 1996, a participação no total de vendas mundiais de F&As voltou a crescer. Apesar de o volume de vendas registrado no Brasil em 1997 ser 85% maior do que o volume de 1996, a participação brasileira caiu, devido aumento do volume de vendas mundiais que registrou nesse ano o volume de US\$ 604.848 milhões, ou seja, 166% a mais do que no ano anterior, que era de US\$ 227.023 milhões. Em 1998, as vendas de F&As no Brasil atingiram seu pico durante os anos 1990, chegando ao volume de US\$ 29.376 milhões e representando 5,53% dos negócios mundiais. Em 1999, as vendas caíram para US\$ 9.396 milhões, enquanto os negócios mundiais registravam o maior volume do período, atingindo US\$ 720.109

milhões. O crescimento da participação mundial nas vendas até 1998 coincide com a fase de venda dos maiores ativos estatais brasileiros, bem como do maior volume entrada de IED, após a liberalização financeira.

Quanto às compras, pode-se afirmar que as empresas brasileiras quase não realizaram transações além da fronteira nacional. O maior volume de compras realizadas pelo Brasil ocorreu entre os anos de 1996 e 1999.

**Tabela 14 – Vendas e compras de F&As transfronteiriças no Brasil, 1990-1999 (em milhões de dólares e porcentagem)**

Ano	Total Mundial	Vendas	Participação no total (%)	Compras	Participação no total (%)
1990	150.576	217	0,14	-	-
1991	80.713	158	0,20	45	0,06
1992	79.280	174	0,22	63	0,08
1993	83.064	624	0,75	439	0,53
1994	127.110	367	0,29	158	0,12
1995	186.593	1.761	0,94	379	0,20
1996	227.023	6.536	2,88	1.167	0,51
1997	604.848	12.064	1,99	2.357	0,39
1998	531.648	29.376	5,53	3.517	0,66
1999	720.109	9.396	1,30	1.901	0,26

Fonte: Adaptado de UNCTAD (2000, p.242 e p.246).

Podem-se definir fases distintas para os processos de fusão e aquisição nos anos 1990. Até 1993, as F&As se concentram em poucos setores e estiveram bastante vinculadas a processos de privatização. A partir de 1994, os processos foram ampliados ao setor privado, com predominância, até 1996, de transações na indústria de transformação. De 1997 em diante, os processos se concentraram no setor de serviços.

O número de operações de F&As por setor, no Brasil, é apresentado no Anexo C. Entre os setores da economia que mais realizaram F&As no Brasil, está o setor de alimentos, bebidas e fumo, que realizou 193 operações entre 1992 a 1999. Em seguida, aparecem as instituições financeiras (146 operações), as telecomunicações (110), o setor de produtos químicos e petroquímicos (98), metalurgia e siderurgia (87), seguros (81), partes e peças automotivas (75), tecnologia da informação (70), elétrico e eletrônicos (67), publicidade e editoras (55).

Os setores que apresentaram maior participação de ETs nos anos 1990 foram os de alimentos, bebidas, comércio varejista, confecções e têxteis, eletroeletrônico, serviços públicos, siderurgia, metalurgia e telecomunicações. Nestes três últimos setores, esta situação

se deu pelas privatizações, enquanto nos outros setores é resultado de processos de desnacionalização e do aumento das vendas das empresas multinacionais (NONNENBERG, 2003).

De acordo com Siffert Filho e Silva (1999), nos setores de alimentos, bebidas e fumo, as operações são atribuídas à busca de poder de barganha em relação aos distribuidores e vice-versa. O crescimento do consumo nesses setores, proporcionado pelo aumento do poder aquisitivo após a estabilização e o aumento das margens de lucros em alguns segmentos após a abertura comercial, tornou se atrativo para os estrangeiros. Os processos de fusão e aquisições nesses setores também contribuíram para aumentar o grau de concentração de mercado. Os processos de fusão e aquisição também foram intensos no setor de comércio, atrativo para grandes investidores estrangeiros, que buscavam maior participação nos mercados regionais e maiores escalas. As estratégias desses grupos passam pela diversificação de produtos e pela aquisição de diferentes segmentos do varejo.

Nos setores ligados às privatizações, como energia, telecomunicações, petroquímica e siderurgia, as F&As ocorreram em um movimento subsequente, nos setores de energia e telecomunicações, as privatizações levaram a desconcentração e ao aumento da concorrência. No setor de energia, muitas empresas foram divididas antes de serem postas a leilão, e tornaram-se responsáveis por uma etapa do fornecimento de energia. As empresas de telecomunicações também foram divididas, separadas por área de atuação, para estimular a concorrência. Muitas dos compradores eram grupos estrangeiros que já atuavam em seu país de origem ou no setor e buscavam a ampliação de seu mercado. O setor siderúrgico foi o responsável pelas principais F&As, iniciado com a privatização. Já no setor de petroquímica, o movimento de F&As é decorrente da privatização (SIFERT FILHO e SILVA, 1999; LAPLANE e SARTI, 2002; SCHERER, 2004).

Segundo Siffert Filho e Silva (1999), o setor financeiro também teve processos de fusão e aquisição, decorrentes da liberalização da participação estrangeira no setor. As instituições financeiras estrangeiras avançaram no setor, em parceria com o PROER. A reforma no setor se deu em virtude das condições de algumas instituições que estavam vulneráveis após a estabilização e a abertura econômica. Os bancos nacionais em boas condições financeiras também participaram do processo em busca do aumento de escala de operação.

Para os bancos estrangeiros, foi somente em meados dos anos 1990 é que o mercado brasileiro tornou-se interessante, pois havia um forte potencial de expansão dos negócios e as instituições tinham historicamente altas taxas de lucratividade. Outro fator atrativo é que os

bancos passaram a investir em empresas do setor produtivo, diversificando seu patrimônio mediante estratégias distintas:

(...) aquisição de participações minoritárias, em empresas consolidadas, e de líderes do setor em que atuam; investimentos em poucas empresas de grande porte em uma área específica; compra de participações ou controle acionário para reestruturar a empresa e revendê-la em seguida; articulação de consórcios e aquisição de empresas em privatização (nos leilões feitos de 1991 a 1994, concentrados nos setores siderúrgico e químico, excluindo-se aí as empresas adquiridas por grupos privados em virtude de interesse específico de complementaridade no seu próprio ramo produtivo, a maior parte das aquisições foi feita por grupos liderados por bancos). Os determinantes do processo foram os previsíveis: diversificação de riscos, temor de esgotamento das possibilidades de expansão no setor, busca de especialização. Pode ser definido como um desdobramento esperado da forte acumulação de capital realizada pelos grandes grupos do setor nos anos 1980, o qual os capacita agora a entrar em outros segmentos em posição muito sólida (CARVALHO, STUART e ALVES JR., 2002, p. 35).

Deste modo, deu-se a entrada de capitais bancários em áreas até então não exploradas, revelando o interesse estrangeiro em outros segmentos do mercado.

Suen e Kimura (1997) afirmam que a onda de F&As no Brasil não está restrita a um determinado setor ou segmento econômico, existindo circunstâncias estruturais que promoveram o interesse pelo país. A abertura da economia, a liberalização das importações e a estabilidade econômica, a partir de 1994, permitiram a entrada de cerca de 30 milhões de consumidores no mercado.

A ampliação do mercado é apontada por Laplane et al. (2000) como um dos principais motivos que afetaram as decisões de investimento de empresas novas e de empresas já instaladas no Brasil. Outros fatores responsáveis pelas decisões de investimento são o mercado externo e a formação do Mercosul. Para atingir o mercado doméstico, as ETs se valeram, através do IED, da utilização da estratégia *asset seeking*, e assim acessar o mercado doméstico e aproveitar a posição de mercado da empresa adquirida, além de beneficiar o investidor com o acesso a ativos intangíveis.

Segundo Kupfer (2001), o período de 1991 a 1996 representou a fase de desestatização da economia, quando ocorreu a maior parte das transferências de empresas estatais para empresas privadas, tanto de origem nacional quanto estrangeira. Já entre 1996 e 1999, deu-se a fase de desnacionalização da economia, em que as empresas estrangeiras compraram as empresas nacionais. As multinacionais avançaram tanto em número quanto para setores em que antes não atuavam. As empresas privadas nacionais, por sua vez, foram deslocadas primeiramente da indústria para o setor de serviços e, posteriormente, dos serviços para os serviços de infra-estrutura. Uma característica interessante desse processo de mudança de

propriedade é que não ocorreu concentração, mas desconcentração econômica, decorrente do fracionamento das empresas estatais e da entrada de grande número de novas empresas multinacionais no país.

Para Laplane e Sarti (2002), a internacionalização da economia brasileira não resultou em maior participação das empresas e dos produtos no mercado mundial. Entretanto, aumentou o passivo externo da economia e a importância do país como consumidor de bens intermediários de produtos de outros países. A abertura comercial gerou o aumento da produtividade, por meio da racionalização de processos produtivos e da importação de insumos, partes e componentes.

## **5.2 Fusões e aquisições na Argentina**

Na Argentina, no início dos anos 1990, o processo de privatização causou impacto na estrutura patrimonial das empresas no país e foi realizado em pouco tempo. Entre 1990 e 1993, foram vendidas as maiores empresas estatais argentinas, como a ENTEL, a Aeolineas Argentinas, a Gás del Estado, a SEGBA, a Sociedad Mixta Siderurgia Argentina (SOMISA ) e ativos da YPF.

Segundo Kulfas (2001), o primeiro resultado das privatizações sobre a estrutura patrimonial das empresas foi a entrada de novos investidores estrangeiros na economia. O segundo foi a formação de uma nova forma de empresa, a partir da associação entre grupos locais e operadoras transnacionais. Por fim, outra mudança resultante das privatizações foi a presença de bancos estrangeiros nos consórcios de privatização. Esta estrutura tripartite, assumida pelos consórcios compradores das empresas estatais, é importante para determinar os processos de F&As posteriores às privatizações e as estratégias das grandes empresas ao longo dos anos 1990.

Como pode ser observado na Tabela 15, a maior participação das empresas privatizadas nos processos de F&As na Argentina passou a ocorrer na segunda metade dos anos 1990. A média dos anos 1990 de operações de F&As vinculadas às privatizações chegou a alcançar 46,1% dos negócios realizados.

**Tabela 15 – Vinculação das operações de F&As com a reestruturação de empresas e setores privatizados (em percentual)**

	1990- 1994	1995	1996	1997	1998	1999	1990- 1999
Não vinculadas às privatizações	96,4	63,6	89,7	67,7	49,9	32,2	53,9
Vinculadas às privatizações	3,6	36,4	10,3	32,3	50,1	67,8	46,1
Total	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Kulfas (2001,p. 32).

Dentre os grupos econômicos locais, Kulfas (2001) cita a participação da Pérez Companc, Astra, Techint, Soldati, Bidas, Roggio, Fortabat, Macri, entre outros. A atuação dessas empresas na economia se deu através de três tipos de estratégias: diversificação, integração horizontal e integração vertical. Através da diversificação, os grupos econômicos locais realizaram o aproveitamento integral das diferentes oportunidades de negócios abertas pelas privatizações. Pela estratégia de integração horizontal, possibilitou aos grupos econômicos ampliar suas cotas de mercado, adquirindo empresas no mesmo setor em que operavam. Já a estratégia de integração vertical foi utilizada tanto por grupos econômicos em algum ensejo pontual quanto pelos grupos que possuem atividades diversificadas.

Dentro da configuração das principais empresas da Argentina, em 1991, entre as 100 primeiras, 14 eram empresas estatais, 49 empresas privadas de capital local, 28 empresas privadas de capital estrangeiro e nove eram associações entre capitais estrangeiros e grupos locais. Nessa perspectiva, as empresas estatais eram responsáveis por 33,5% do total de vendas entre as 100 primeiras empresas. As empresas privadas de capital privado eram responsáveis por 30% da participação nas vendas; as de capital estrangeiro, por 23,9% e as associações, por 11,8%. Essas informações refletem ainda o ambiente dos anos 1980, com predomínio das empresas estatais. Em 1995, esta configuração apresentou alterações, refletindo o processo de privatização. Três são empresas estatais; 48 eram privadas de capital local; 32, de capital estrangeiro e 17 eram associações. A participação nas vendas entre as 100 primeiras empresas também já apresentava alterações. As estatais eram responsáveis por 3,8% das vendas; as empresas privadas de capital local, por 35,9%; as de capital estrangeiro, por 28,2%; e as associações, por 32,1%. Outro aspecto interessante observado entre os anos de 1991 e 1995 é que a estrutura setorial das vendas das ETs também se modificou. Cresceu a participação nas vendas do setor de alimentos e de comércio, enquanto o setor da indústria eletrônica perdeu espaço. Entre as empresas de capital local, a estrutura setorial não foi muito afetada no período (KULFAS, 2001).

*En suma, los primeros años de la Convertibilidad consolidaron la presencia del capital local e vastos segmentos productivos, hecho que se potenció con su significativa y diversificada presencia en el proceso de privatizaciones. En este marco, el ascenso de las asociaciones (en las que también participan activamente muchos grupos económicos locales), la retracción del Estado y el regreso de la inversión extranjera fueron los principales aspectos que incidieron en la alteración del mapa de grandes empresas de la Argentina (KULFAS, 2001, p. 24).*

Com os processos de privatização praticamente encerrados, a partir de 1995, a estrutura patrimonial das empresas na economia foi afetada pela atuação das ETs, que voltaram a ter interesse pela economia argentina, com foco voltado para o aproveitamento do mercado interno e regional, a partir da consolidação do Mercosul.

Desde então, as aquisições tornaram-se a estratégia de inserção das ETs na economia argentina. Este fenômeno era inédito nessa economia, tanto pela quantidade de transações quanto pelos valores envolvidos. O maior número de operações na Argentina ocorreu em 1997, quando foram realizadas 308 operações. Em relação aos valores das transações, o ano de maior destaque é o de 1999, quando foi ultrapassada a cifra de US\$ 20 milhões de dólares. A evolução das F&As por origem de capital na Argentina pode ser visualizada na Tabela 16.

**Tabela 16 – F&A realizadas na Argentina, 1990-1999. Desagregação por origem de capital (montantes em milhões de dólares)**

	1990/ 1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total	
<b>Empresas Estrangeiras</b>	<b>105</b>	<b>339</b>	<b>630</b>	<b>1.693</b>	<b>1.832</b>	<b>3.547</b>	<b>11.737</b>	<b>9.161</b>	<b>19.568</b>	<b>48.612</b>	<b>87,6%</b>
– De empresas estrangeiras a nacionais	102	339	630	1.386	1.571	3.510	8.320	6.340	4.654	26.851	48,4%
– Entre empresas estrangeiras	3	0	0	307	262	37	3.417	2.821	14.914	21.761	39,2%
<b>Empresas Nacionais</b>	<b>0</b>	<b>34</b>	<b>58</b>	<b>314</b>	<b>47</b>	<b>216</b>	<b>3.317</b>	<b>1.625</b>	<b>1.236</b>	<b>6.845</b>	<b>12,3%</b>
– De empresas nacionais a estrangeiras	0	0	24	101	13	35	1.359	746	1.068	3.345	6,0%
– Entre empresas nacionais	0	34	34	213	34	181	1.958	879	168	3.500	6,3%
Origem não determinada	0	0	0	0	0	0	0	17	0	17	0,0%
<b>Total</b>	<b>105</b>	<b>373</b>	<b>688</b>	<b>2.007</b>	<b>1.879</b>	<b>3.763</b>	<b>15.055</b>	<b>10.803</b>	<b>20.803</b>	<b>55.475</b>	
<b>Total de operações</b>	<b>n.d.</b>	<b>23</b>	<b>45</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>308</b>	<b>226</b>	<b>138</b>	<b>916</b>	

Fonte: Elaborada a partir de Kulfas, Porta e Ramos (2002, p. 21) e Kulfas (2001, p. 27).  
n.d.= não-disponível.

De acordo com estes dados, entre 1992 e 1999, foram realizadas 916 operações de fusão e aquisição. A participação de empresas estrangeiras nos anos 1990 foi de 87,6%, contra 12,3% de empresas nacionais. Das operações de empresas estrangeiras, 48,4% foram de empresas estrangeiras a empresas nacionais, e 39,2% ocorreram entre empresas estrangeiras. Já nas operações de empresas nacionais, as transações de empresas nacionais a empresas estrangeiras representaram 6%, enquanto as operações entre empresas nacionais foram de 6,3% no mesmo período. A aquisição realizada por empresas nacionais, apesar de minoritária, esteve relacionada a um limitado grupo de empresas, que buscavam seu fortalecimento dentro da economia.

A desagregação setorial completa das F&As realizadas por empresas locais para o período de 1992 a 1999 é apresentada no Anexo D. As empresas locais concentraram as compras nos setores de comunicações (29,7%), alimentos e bebidas (20,6%), comércio (8,7%) e fornecimento de gás (5,6%). Os maiores volumes de F&As ocorreram nos anos de 1997, 1998 e 1999. Do total realizado por investidores locais, US\$ 6.845 milhões, quase a metade, ou seja, US\$ 3.317 milhões foram realizados em 1997. Neste ano, foi realizada a maior transação do período, no setor de comunicações, que chegou ao valor de US\$ 1.461 milhões.

Já a participação de investidores estrangeiros, entre os anos de 1992 e 1999, apresentada no Anexo E, esteve concentrada no setor petrolífero (30,8%), de comunicações (18,9%) e financeiro (10,9%). Esses setores foram responsáveis por mais de 60% das F&As no país. Outros setores que merecem destaque são o de alimentos e bebidas (8,4%), comércio (7,6%) e químico (4%). Os maiores montantes de F&As realizados por investidores estrangeiros também ocorreram nos anos de 1997, 1998 e 1999. Em 1997, o valor das F&As no setor de comunicações chegou a US\$ 4.019 milhões, pouco mais de um terço do valor de US\$ 11.792 milhões registrados neste ano. Em 1998, no setor de comunicações as transações registraram o valor de US\$ 2.486 milhões, seguida pelo setor de comércio, com F&As no valor de US\$ 2.064 milhões. Porém, o maior destaque das F&As realizadas por investidores estrangeiros nos anos 1990 ocorreu em 1999, quando no setor de petróleo e gás foram realizados negócios no valor de US\$ 12.693 milhões, ou seja, 65% do valor registrado em 1999, de US\$ 19.508 milhões. No mesmo ano, as transações no setor de comunicações registraram o valor de US\$ 2.006 milhões.

Segundo Kulfas (2001), o cerne do processo de F&As na Argentina tem sido o acesso de investidores estrangeiros a participações totais ou parciais em empresas de capital local, enquanto estas têm participado do processo para reestruturar suas atividades produtivas.

A literatura em geral, conforme Chudnovsky e López (2003), atribui as ETs benefícios para a economia, tornando-as agentes dinâmicos da economia, que impulsionam a modernização tecnológica da economia local, através da expansão do comércio exterior e do investimento. As ETs também atuam promovendo a melhoria da competitividade das empresas locais, através da ligação entre os concorrentes.

Entretanto, a alteração da economia gerou a reestruturação das empresas na Argentina, afetando diretamente as empresas locais, especialmente as Pequenas e Médias Empresas (PyMES), que foram desaparecendo diante das novas condições de mercado. Dessa forma, deu-se a desarticulação de algumas cadeias setoriais que resultaram na perda da capacidade técnico-produtiva, acumulada durante o MSI, além de provocar efeitos negativos sobre a taxa de empregos.

Em 1990, as ETs eram 199 entre as 1.000 maiores empresas do país (em vendas), em 1998 eram 472. No setor manufatureiro, sua participação alcançou 60% em 1998, contra 37% em 1990. Do total das vendas das ETs em 1998, 59% representavam empresas já instaladas no país em 1992. Das 41% restantes, 56% eram de novas ETs que ingressaram através da compra de empresas já existentes, 16% representavam fundos de investimento (dos quais quase todas as vendas representam as firmas adquiridas entre 1992 e 1998) e somente 27% representaram empresas que entraram com projetos de investimento *greenfields* (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 2003).

O crescimento dos fluxos de IED nos anos 1990 reforça o aumento da participação das ETs na economia. Entre 1992-1993 atingem média anual de 3.612 milhões de dólares anuais, passando a 5.397 milhões entre 1994-1996, chegando a 13.312 milhões entre 1997-1999.<sup>24</sup> O movimento dos fluxos no período de 1990 a 1992 é explicado pelas privatizações, correspondendo a 67,5% do volume. À medida que este processo vai se esgotando, sua participação vai decaindo, representando apenas 11% entre 1994 e 1996, chegando a alcançar 13,6% entre 1997 e 1999. Enquanto as privatizações vão perdendo espaço, cresce a participação dos processos de fusão e aquisição de empresas privadas. Entre 1992-1993 representaram 7% do IED, chegando a quase 30% entre 1994-1996, alcançando seu pico entre 1997-1999, representando mais de 50% do IED no período. Entre 1992 e 1999, tal ingresso representou 57% dos fluxos de IED (CHUDNOVSKY e LÓPEZ, 2003).

---

<sup>24</sup> As estimativas anteriores a 1992 eram realizadas pelo Banco Central da Argentina, sendo que a partir desse ano a mensuração é realizada pelo Ministério da Economia, não sendo possível comparar os valores devido às diferenças metodológicas.

A maior parte das transações de F&As ocorridas nos anos 1990 foi realizada por empresas de capital estrangeiro, sendo os maiores alvos as empresas nacionais, representando quase a metade das transações. Grande parte dessas compras é explicada pela venda das ações pertencente às empresas nacionais para as empresas estrangeiras que fizeram parte dos consórcios de privatização.

O cenário de vendas de F&As transfronteiriças aponta para aumento da participação no total mundial nos anos em que ocorreram as maiores vendas do setor estatal, a ENTEL, do setor de comunicações e da Aerolíneas Argentina, do setor de aviação, em 1990. Em 1993 e 1999 foram vendidos parte dos ativos da YPF. Em relação às compras, a maior participação da Argentina ocorreu em 1995, realizada pelo Grupo Bunge & Born. A Tabela 17 apresenta as informações sobre as compras e vendas de F&As transfronteiriças na Argentina nos anos 1990.

**Tabela 17 – Vendas e compras de F&As transfronteiriças na Argentina, 1990-1999 (em milhões de dólares e porcentagem)**

Ano	Total mundial	Vendas	Participação no total (%)	Compras	Participação no total (%)
1990	150.576	6.274	4,17	10	0,01
1991	80.713	302	0,37	181	0,22
1992	79.280	1.164	1,47	-	-
1993	83.064	1.803	2,17	71	0,09
1994	127.110	1.315	1,03	62	0,05
1995	186.593	1.869	1,00	1.984	1,06
1996	227.023	3.611	1,59	321	0,14
1997	604.848	4.635	0,77	1.170	0,19
1998	531.648	10.396	1,96	3.545	0,67
1999	720.109	19.183	2,66	860	0,12

Fonte: Adaptado de UNCTAD (2000, p.242 e p.246).

O país apresentou em 1990 a sua maior participação nas vendas de F&As transfronteiriças mundiais, 4,17% do valor total. O valor das vendas na Argentina neste ano foi de US\$ 6.274 milhões. Em 1991, o valor das vendas foi de apenas US\$ 302 milhões. Nos anos de 1992 e 1993, o valor das vendas voltou a crescer, assim como, a participação no total mundial de F&As transfronteiriças. Em 1994, o valor dos negócios caiu, sendo que, a partir de 1995, o valor das vendas de F&As transfronteiriças na Argentina passou a apresentar uma trajetória de crescimento. Em 1999 foi registrado o maior valor de vendas de F&As transfronteiriças no país, atingindo a cifra de US\$ 19.183 milhões. Neste ano, a participação argentina nas vendas mundiais chegou a 2,66%.

Em relação às compras, pode-se observar que foram realizados poucos negócios no país. Os valores das compras são pequenos em relação aos valores totais de F&As transfronteiriças mundiais. O maior volume de compras realizadas pela Argentina ocorreu nos anos de 1995, 1997 e 1998. Mesmo nestes anos, a participação do país no total mundial é muito pequena.

Para Navarro (2006), as condições macroeconômicas na Argentina no início dos anos 1990 proporcionaram o crescimento de transações de F&As. Os investidores buscavam oportunidades de crescimento, encontradas na aquisição de empresas locais, privadas e estatais, facilitadas pelos processos de privatização e abertura econômica. As mudanças na legislação e no ambiente econômico também foram importantes facilitadores do processo. A estabilidade econômica adquirida pelo Plano Cavallo e a formação do Mercosul também são fatores importantes no processo. Para os investidores, a estabilidade aumentou a confiança no país e reduziu o risco dos negócios. Já o Mercosul aparece como o grande atrativo do mercado comum, pois potencializou o número de consumidores.

### **5.3 Análise comparativa entre as fusões e aquisições no Brasil e na Argentina**

O modelo conceitual proposto nesta dissertação parte do pressuposto de que os processos de fusão e aquisição no Brasil e na Argentina foram impactados pelas transformações no ambiente econômico.

Assim como as demais economias em desenvolvimento, Brasil e Argentina são países cuja dinâmica da economia está vinculada ao crescimento dos países desenvolvidos, de modo especial, a dinâmica da economia norte-americana. Sendo assim, quando nos anos 1990 os processos de fusão e aquisição foram intensificados nas economias desenvolvidas, ganharam projeção nas economias em desenvolvimento.

As mudanças estruturais ocorridas nas economias do Brasil e da Argentina estão interligadas com as mudanças na economia mundial. Com exceção dos EUA, os demais países desenvolvidos encontravam-se em recessão no início dos anos 1990, em decorrência da queda nas taxas de juros norte-americanas. A reestruturação produtiva havia sido praticamente concluída nestas economias de modo que, estes dois fatores levaram os investimentos nos países em desenvolvimento a serem novamente atrativos.

A competitividade das empresas instaladas no Brasil e na Argentina foi afetada diretamente pela abertura comercial iniciada no final dos anos 1980. A maior exposição a concorrência internacional revelou a fragilidade da estrutura produtiva das duas economias. O

processo de reestruturação produtiva, que inicialmente foi praticado pelas filiais das ETs, foi expandido pela economia, resultando no aumento das importações, devido a necessidade de compra de máquinas e equipamentos mais modernos. As empresas locais, portanto estavam fragilizadas pela introdução destas mudanças.

A expansão para novos mercados, por sua vez, revelou-se como uma saída para as empresas instaladas em economias maduras, já que estas não conseguiam mais realizar o capital em seus próprios mercados. Entretanto, nem todas as economias estavam prontas para receber estes investimentos. A situação de aumento da liquidez financeira internacional contribuiu para que crescessem as pressões para a liberalização dos mercados. Inicialmente, tais mudanças ocorreram nos países desenvolvidos, para depois chegar às economias em desenvolvimento.

A sinalização para a redução do papel do Estado na economia se deu, de modo particular, pelas privatizações. Para a iniciativa privada, a entrada em mercados exclusivamente estatais mostrou-se atrativa. Deste modo, os programas de privatização foram relevantes para o crescimento das F&As tanto no Brasil quanto na Argentina, embora em períodos distintos.

Na Argentina, as privatizações tiveram maior peso no início dos anos 1990. Os maiores ativos do Estado foram vendidos entre 1990 e 1993, e pertenciam ao setor de serviços. Até meados de 1995, já não haviam mais grandes empresas a serem privatizadas. Neste ponto, uma ressalva é feita para o ano de 1999, quando o governo argentino privatizou o restante da petrolífera YPF, representando quase 30% do valor das privatizações naquele ano, além de injetar novamente capital externo na economia.

No Brasil, as privatizações começaram com a venda de empresas ligadas ao setor industrial, e ganharam projeção a partir de 1996, quando as vendas atingiram o setor de serviços públicos. No caso brasileiro, de modo especial em 1998, quando foi privatizado o setor de telecomunicações.

A liberalização financeira na Argentina, através da Lei de Reforma do Estado em 1989, trouxe a volta dos fluxos de IED ao país. Estes fluxos, em sua maioria foram voltados às privatizações, especialmente entre 1990 e 1993. A partir de 1994, os fluxos de IED se destinaram em sua maioria as F&As no setor privado. Entre as medidas de desregulamentação do setor financeiro adotadas desde 1990 no Brasil, a que teve maior relevância para as F&As foi a eliminação da separação constitucional entre empresas estrangeiras e nacionais, bem como pela eliminação ou redução da restrição ao capital estrangeiro, em 1995. O resultado

imediate da retirada destas restrições foi o crescimento das entradas de IED, voltadas num primeiro momento para as privatizações.

O aumento da participação de empresas estrangeiras tanto no Brasil como na Argentina representa ser o resultado mais interessante da liberalização do IED, pois os investimentos em sua maioria foram voltados as F&As. Na Argentina, o aumento do número de empresas na economia foi reforçado pelas características singulares do processo de privatização, como a formação tripartite dos consórcios. Desse modo, o número de empresas transnacionais, que era de 199 em 1990 entre as 1.000 maiores empresas em vendas do país, chegou a 472 em 1998. O número de empresas estrangeiras na economia brasileiras, que já era relevante desde a implantação do MSI, cresceu com a abertura da economia. Em 1989, as ETs eram 30% entre as 500 maiores empresas do país, sendo que em 1997 representavam 36,4% entre as 500 maiores empresas do país.

A formação do Mercosul em 1991, trouxe novo dinamismo as economias do Brasil e da Argentina. Isto porque com a redução das barreiras tarifárias aumentou o volume do comércio intra-bloco. A queda de barreiras tarifárias também sinalizou para a redução nos custos de transação. Para as empresas, o aumento do volume do comércio e a volta dos fluxos IED, tornaram os negócios atrativos nesta região.

As F&As em ambas as economias de um modo geral, foram representadas por operações transfronteiriças. Na Argentina, as operações entre empresas nacionais entre 1990 e 1999 representaram apenas 6,3% do valor total, enquanto as operações entre empresas estrangeiras alcançaram 39,2% do montante total. Entretanto, no montante total, as transações transfronteiriças representaram 54,4%. As F&As que resultaram na compra de empresas nacionais representaram 48,4% do valor total, enquanto as compras de empresas estrangeiras por empresas nacionais representaram somente 6% do montante total.

No Brasil, o número de F&As transfronteiriças em 1995, quando a distinção entre capitais foi eliminada, foi cinco vezes superior ao registrado em 1992. Comparando este ano com o de 1999, foi quase nove vezes superior. As transações domésticas também apresentaram crescimento ente 1992 e 1997, porém a um ritmo menor.

O crescimento das F&As se deu em um contexto de maior preocupação sobre as políticas de defesa da concorrência. Desse modo, além dos benefícios decorrentes da liberalização da circulação de capitais na economia mundial, a preocupação em tornar os ambientes competitivos, levou o Brasil e a Argentina a modernizarem as leis relativas a política de concorrência.

Neste ponto, o Brasil realizou mudanças já no início dos anos 1990, enquanto a nova legislação argentina sobre defesa da concorrência só foi aprovada em 1999 e posta em prática a partir de 2001. As legislações nos dois países se assemelham às legislações dos países desenvolvidos, e adotam controle sobre atos de concentração econômica. Entretanto, na prática, os órgãos responsáveis pelo controle de atos de F&As ainda não são considerados eficazes. No Brasil foram registrados poucos casos de oposição à realização de F&As, enquanto na Argentina, a falta de um esquema mais claro de especificação dos atos de concentração levou a oposição a estes a não ser realizada.

A formação do Mercosul, além de trazer de volta o interesse pelos investimentos no Brasil e na Argentina, trouxe também a preocupação em harmonizar o sistema legislativo dos países-membros. Nesse aspecto, desde 1996 o CADE e o CNDC vêm realizando a troca de experiências e de informações, no que tange a defesa da concorrência. Essa postura vem de encontro à nova realidade da economia mundial cada vez mais interligada, em função do número cada vez maior de F&As transfronteiriças.

Como resultado geral, as F&As ocorreram em maior número no Brasil do que na Argentina. Foram 1.955 operações no Brasil contra 916 na Argentina, entre 1992 e 1999. Em relação a participação no total mundial de F&As transfronteiriças, a Argentina mostrou ter participação nas vendas maior do que a brasileira entre 1990 e 1995 e no ano de 1999. O Brasil teve participação maior nas vendas apenas nos anos de 1996, 1997 e 1998. Em relação as compras, cuja participação no total mundial é muito pequena em ambos os países, o Brasil teve participação maior do que a Argentina em quase todo o período (exceto nos anos de 1991, 1995 e 1998).

A tendência mundial para a maior participação do setor terciário nas F&As, como pode ser observado nos anexos A e B, é corroborada nos processos do Brasil e da Argentina. No Brasil, os setores que realizaram maior número de negócios estiveram ligados aos serviços. Na Argentina, este comportamento é confirmado pelo volume das negociações que alcançou mais de 50%, tanto entre os investimentos feitos por estrangeiros quanto pelos investidores locais.

A tendência a desaceleração nos processos de F&As em 1999 no Brasil refletem o esgotamento do processo de privatizações, enquanto na Argentina, com a venda do restante da YPF, este processo também se mostrou exaurido. Como resultado, o dinamismo do IED na região também foi afetado negativamente.

No Brasil, as F&As tiveram como implicação o aumento da participação estrangeira na economia, inclusive no número de ETs atuando na economia, e a menor participação do

Estado. O aumento da participação estrangeira na economia é caracterizado por alguns autores como um indicativo da desnacionalização da economia

Na Argentina, a redução da participação do Estado na economia também foi uma consequência da aceleração das F&As, em função das privatizações, bem como o aumento da participação das ETs. Entretanto, ocorreu também a consolidação em alguns setores de grandes empresas de capital local.

Sendo assim, mesmo que em períodos diferentes ao longo dos anos 1990, os processos de fusão e aquisição tiveram características similares no Brasil e na Argentina, pois seguiram as mesmas recomendações para suas economias e sofreram as influências das mudanças no ambiente econômico internacional.

## 6 CONCLUSÕES

O modelo de desenvolvimento adotado tanto pelo Brasil quanto pela Argentina no final dos anos 1950, resultou na forte presença do Estado na economia e no fechamento da economia até o início dos anos 1990. Durante este período, os Estados realizaram investimentos nos setores de infra-estrutura e apresentaram um período de crescimento econômico, afetado pelo aumento das taxas de juros dos EUA em 1978 e pelos choques do petróleo. Como resultado, Brasil e Argentina entraram em um processo inflacionário crescente com baixo crescimento econômico, enquanto o Estado perdia sua capacidade de financiamento da economia. Diante destes fatos, os governos do Brasil e da Argentina adotaram nos anos 1990 as recomendações contidas no “Consenso de Washington”.

As privatizações, a abertura comercial, a liberalização financeira e a desregulamentação dos mercados apresentavam-se como sinalizadores da nova política econômica. Para as empresas, o resultado da adoção destas políticas liberalizantes levou a uma reestruturação, diante dos novos paradigmas de competitividade.

Primeiramente, com a abertura comercial, as empresas foram obrigadas a realizarem uma reestruturação produtiva defensiva, pois não tinham como competir com os mercados internacionais, em busca de competitividade. O aumento das importações destruiu cadeias produtivas, devido à substituição de componentes nacionais por importados, e tornou indispensáveis os investimentos em P&D. Para as empresas estrangeiras, a entrada no mercado nacional permitiu a associação com as empresas nacionais. Desse modo, os processos de F&A foram facilitados pela interação entre elas.

A liberalização financeira, por sua vez, facilitou a entrada de capitais estrangeiros, em especial do IED. Assim, esse tipo de investimento entrou em grande parte na realização de fusão e aquisição, em detrimento do investimento *greenfield*, destinado à construção de novas plantas. O problema vinculado à entrada de IED, é que as duas economias continuam dependentes dos ciclos de IED na economia internacional. Ou seja, quando ocorrem crises ou momento de queda da liquidez financeira mundial, os fluxos para as duas economias também caem. Como os fluxos de IED estão vinculados as F&As, quando caem os fluxos de IED, ocorre a queda no nível de atividade das F&As.

As privatizações foram responsáveis pelas maiores mudanças na estrutura patrimonial das empresas, bem como por grande parte da entrada de IED no Brasil e na Argentina nos anos 1990. A desregulamentação de setores da economia, principalmente no de infra-estrutura, permitiu a entrada do setor privado em áreas que só o Estado atuava.

A preocupação com a defesa da concorrência existe em ambas as economias, entretanto, há uma lacuna entre a lei e a sua aplicação. A morosidade na avaliação dos atos de concentração é assinalada de maneira negativa para a ampliação das F&As.

Tanto no Brasil como na Argentina, o processo de abertura da economia se deu em uma fase transição, onde as duas economias buscavam a estabilidade e a volta do crescimento econômico. Para alcançar este objetivo, ambos os países adotaram planos de estabilidade econômica. O controle da inflação, alcançado com êxito no Brasil com o Plano Real em 1994, e na Argentina com o Plano de Conversibilidade em 1991, aparece como ouro fator que influenciou as F&As. Entretanto, a avaliação deste fator não foi realizada nesta dissertação.

A criação do Mercosul é apontada também como um dos principais motivos de atração de IED para as empresas nas economias brasileiras e argentinas, junto às reformas liberalizantes. Como resultado, o Mercosul apresentou o crescimento do comércio intra-regional e potencializou o tamanho do mercado para as empresas.

O movimento de F&As no Brasil e na Argentina mostrou ser reflexo também do movimento mundial. Os resultados observados nas duas economias mostraram-se similares nos anos 1990, mesmo que tenham se apresentado em momentos diferentes ao longo do tempo. Enquanto as F&As mostraram-se mais intensas na economia argentina no início do período estabelecido, na economia brasileira tiveram relevância a partir da metade dos 1990.

Diante do exposto, pode-se concluir que as F&As ocorridas tanto no Brasil como na Argentina são decorrentes do novo ciclo mundial de F&As, e foram facilitadas pelas mudanças ocorridas tanto no ambiente externo quanto no ambiente interno das duas economias.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADI. **Inversión extranjera**: comparación del marco jurídico en América Latina. ADI-Agencia de Desarrollo de Inversiones, Republica Argentina, 6 nov. 2006. Disponível em: <<http://www.pymesonline.com/formacion/index>>. Acesso em: 12 jan. 2007.

ALVES, Adler Anaximandro de Cruz e. A legalidade da fusão, cisão e incorporação de empresas como instrumentos de planejamento tributário. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 7, n. 61, jan. 2003. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=3583>>. Acesso em: 15 jan. 2007.

ANJOS, Maria Anita dos; FARAH JR., Moisés. Economia Brasileira. **Coleção Gestão Empresarial 1**. Faculdades Bom Jesus Economia Empresarial / Fae Business School. Curitiba: Associação Franciscana de Ensino Senhor Bom Jesus, p. 43-55, 2002. Disponível em: <<http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/economia/4.pdf>>. Acesso em: 26 mai. 2007.

ARAÚJO JR, José Tavares de. **A política econômica externa dos Estados Unidos nos anos 90**. Instituto de Pesquisa de Relações Internacionais do Ministério das Relações Exteriores. {S.l.}Out. 1999. Disponível em: <[http://www.dttc.oas.org/trade/staff\\_article/tav99\\_pol90.asp](http://www.dttc.oas.org/trade/staff_article/tav99_pol90.asp)>. Acesso em: 3 mai. 2007.

AZPIAZU, Daniel. Privatizaciones y regulación pública en la Argentina. Captura institucional y preservación de beneficios extraordinários. In: AZPIAZU, Daniel; FORCINITO, Karina; SCHORR, Martín. **Privatizaciones en la Argentina**: renegociación permanente, consolidación de privilégios, ganancias extraordinarias y captura institucional. Documento de Trabajo n. 9. Buenos Aires: FLACSO, Dic. 2001.

BARBIERO, Alan; CHALOULT, Yves. O Mercosul e a nova ordem econômica internacional. **Revista Brasileira de Política Internacional**, {S.l.}a. 44, n.1, p. 23-41, 2001.

BARROS, José Roberto Mendonça de Barros; GOLDENSTEIN, Lídia. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. **Revista de Economia Política**, {S.l.}v. 17, n. 2 (66), p. 11-31, abr./jun. 1997. Disponível em: <[http://www.rep.org.br/pdf/66\\_2.pdf](http://www.rep.org.br/pdf/66_2.pdf)>. Acesso em: 12 set. 2006.

BARROS, Betania Tanure de; CANÇADO, Vera L. Aquisições: um perfil das operações no Brasil. In: MANAGEMENT IN IBEROAMERICAN COUNTRIES: CURRENT TRENDS AND FUTURE PROSPECTS, 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos ... São Paulo**: FGV-EAESP, 7-10 dez. 2003. Disponível em: <[http://www.fgvsp.br/iberoamerican/Papers/0213\\_Barros.pdf](http://www.fgvsp.br/iberoamerican/Papers/0213_Barros.pdf)>. Acesso em: 13 dez. 2006.

BAUMANN, Renato. O Brasil nos anos 1990: uma economia em transição. In: \_\_\_\_ (Org.). **Brasil uma década em transição**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

BÊRNI, Duílio Ávila. A marcha do Mercosul e a marcha da globalização. In: REIS, C.N. (Org.). **América Latina**: crescimento no comércio mundial e exclusão social. Porto Alegre: Dacasa/Palmarica, 2001. p. 159-167.

BNDES. **Privatização no Brasil: 1990-1994 1995-2002**. 26 ago. 2002. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/Priv\\_Gov.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/Priv_Gov.pdf)>. Acesso em: 21 jun. 2006.

BONELLI, Regis. **Fusões e aquisições no Mercosul**. Texto para Discussão n. 718. Rio de Janeiro: IPEA, abr. 2000. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2000/td\\_0718.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2000/td_0718.pdf)>. Acesso em: 15 mai. 2006.

BRAGA, Márcio Bobik. Integração econômica regional na América Latina: uma interpretação das contribuições da CEPAL. **Cadernos PROLAM/USP**, São Paulo, n. 1, jan. 2002. Disponível em: <[http://www.usp.br/prolam/downloads/2001\\_01\\_01.pdf](http://www.usp.br/prolam/downloads/2001_01_01.pdf)> acesso 28/05>. Acesso em: 28 mai. 2007.

BRITTO, Gustavo. **Abertura comercial e reestruturação industrial no Brasil: um estudo dos coeficientes do comércio**. 2002. 142f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/neit/download/teses/britto,%20gustavo.pdf>> Acesso em: 5 set. 2006.

BULGARELLI, Waldírio. **Fusões, incorporações e cisões de sociedades**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Relatório Anual 1996**. Brasília, fev. 1997. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/publicacoes/relanual.asp>>. Acesso em: 21 jul. 2006.

CADE. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Relatório Anual 1997**. Brasília, mar. 1998. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/publicacoes/relanual.asp>>. Acesso em: 21 jul. 2006.

CANO, Marcelo. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. 2002. 163f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=vtls000297056>> Acesso em: 30 jun. 2006.

CARVALHO, Carlos Eduardo; STUDART, Rogério; ALVES JR., Antônio José. **Desnacionalização do setor bancário e financiamento das empresas: a experiência brasileira recente**. Texto para Discussão n. 882. Brasília: IPEA, maio 2002. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2002/td\\_0882.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2002/td_0882.pdf)>. Acesso em: 19 jan. 2007.

CASTRO, Lavinia Barros de. Privatização, abertura e desindexação: primeira metade dos anos 90 (1990-1994). In: GIAMBIAGI, F. et al. (Orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

CEPAL. O regionalismo aberto na América Latina e no Caribe: A integração econômica a serviço da transformação produtiva com equidade. In: BIELSCHOWSKY, Ricardo (Org.). **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL**. Rio de Janeiro: Record, v. 2, 2000. p. 937-958.

CEPAL. **La inversión extranjera en América Latina y el Caribe**. Santiago de Chile: CEPAL, 2005. Disponível em: <[www.eclac.cl/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/4/24294/P24294.xml&xsl=/ddpe/tpl/p9f.xsl](http://www.eclac.cl/cgi-bin/getProd.asp?xml=/publicaciones/xml/4/24294/P24294.xml&xsl=/ddpe/tpl/p9f.xsl)>. Acesso em: 21 jun. 2006.

CHUDNOVSKY, Daniel. **La reestructuración industrial Argentina en el contexto macroeconómico e internacional**. DT 11, {S.1.}, mar.1991. Disponível em: <<http://www.fund-cenit.org.ar/Descargas/dt1.pdf>> Acesso em: 20 jul. 2006.

CHUDNOVSKY, Daniel; LÓPEZ, Andrés. **La inversión extranjera directa en la Argentina en los años 1990: tendencias, determinantes y modalidades**. {S.1}, nov.1997. Disponível em: <<http://www.fund-cenit.org.ar/Descargas/iedenarg.pdf>>. Acesso em: 21 jun. 2006.

CHUDNOVSKY, Daniel; LÓPEZ, Andrés. As estratégias das empresas transnacionais na Argentina, no Brasil e no Uruguai: o que há de novo nos anos 90? In: CHUDNOVSKY, Daniel (Org.). **Investimentos externos no Mercosul**. Campinas, SP: Papyrus: Instituto de Economia da Unicamp, 1999. p.13-98.

CHUDNOVSKY, Daniel; LÓPEZ, Andrés. La inversión extranjera directa en Argentina durante los años noventa: tendencias e impactos. **Revista SICE**, {S.1.}n. 806, abr. 2003. Disponível em: <<http://www.revistasice.com/Estudios/Documen/ice/806/ICE8060105.PDF>> Acesso em: 14 jul. 2006.

CHUDNOVSKY, Daniel; LÓPEZ, Andrés; PORTA, Fernando. **La nueva inversión extranjera directa en la Argentina: privatizaciones, mercado interno e integración regional**. DT 15, {S.1.}, mai. 1994. Disponível em: <<http://www.fund-cenit.org.ar/Descargas/dt15.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2006.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo. A dinâmica financeira internacional e a tendência à dolarização das economias latino-americanas. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre: Ufrgs, n. 34, ano 18, set. 2000. Disponível em: <[http://www.ufrgs.br/fce/rae/edicoes\\_anteriores/pdf\\_edicao34/dolarizacao.pdf](http://www.ufrgs.br/fce/rae/edicoes_anteriores/pdf_edicao34/dolarizacao.pdf)>. Acesso em: 3 mai. 2007.

CNDC. Comisión Nacional de Defensa de la Competencia. **El control previo de las concentraciones e fusiones y la defensa de la competencia en los mercados**. Seminario sobre Derecho y Políticas de Competencia. Buenos Aires, 8 set. 2005. Disponível em: <<http://www.mecon.gov.ar/cndc/docu2.htm>>. Acesso em: 28 jul. 2006.

COLOMA, German. Breve analisis economico de la lei Argentina de defensa de la competencia. **Boletín Latinoamericano de Competência** {S.1.}n. 2 , p. 3-8, set. 1997. Disponível em: <[http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin\\_america/boletin/boletin\\_2\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin_america/boletin/boletin_2_es.pdf)>. Acesso em: 4 abr. 2007.

CYSNE, Rubens Penha. Aspectos macro e microeconômicos das reformas. In: BAUMANN, Renato (Org.). **Brasil uma década em transição**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

FILGUEIRAS, Luiz A. M. Reestruturação produtiva, globalização e neoliberalismo: capitalismo e exclusão social neste final de século. In: ENCONTRO NACIONAL DE ESTUDOS DO TRABALHO. 5., 1997, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: Instituto de Relações de Trabalho – IRT, Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais –

PUC/MG, 1997. Disponível em: <<http://www.race.nuca.ie.ufrj.br/abet/venc/artigos/57.pdf>>. Acesso em: 26 maio 2007.

FRANCO, Gustavo H. B. **A regulação do capital estrangeiro no Brasil**. Análise da legislação e propostas de reforma. Rio de Janeiro: PUC, nov. 1990. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/PDF/td246.pdf>>. Acesso em: 26 jan. 2007.

FRANCO, Gustavo H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, {S.l.}v. 18, n. 3 (71), p.121-147, jul./set. 1998. Disponível em: <[http://www.rep.org.br/pdf/71\\_8.pdf](http://www.rep.org.br/pdf/71_8.pdf)>. Acesso em: 24 set. 2006.

GAMA, Marina Moreira da. **A teoria antitruste no Brasil: fundamentos e estado da arte**. Texto para Discussão n. 257. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, abr. 2005. Disponível em: <<http://www.cedeplar.ufmg.br/pesquisas/td/TD%20257.pdf>>. Acesso em: 13 dez. 2006.

GARCIA, Sheila Farias Alves; GATAROSSA, Ângela Antonia Lopes Biudes; NEVES, Marcos Fava. O ambiente institucional e as decisões de marketing em fusões: o caso da indústria de cerveja. In: **SEMEAD**, 7., 2004, São Paulo. **Anais eletrônicos ...** São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <[http://www.ead.fea.usp.br/.../pagina/artigos%20validos/marketing/MKT53\\_-O\\_ambiente\\_inst\\_dec\\_mkt\\_em\\_fus%f5%.es.PDF](http://www.ead.fea.usp.br/.../pagina/artigos%20validos/marketing/MKT53_-O_ambiente_inst_dec_mkt_em_fus%f5%.es.PDF)>. Acesso em: 19 jan. 2007.

GARRIDO, Celso; PERES, Wilson. Grandes empresas y grupos industriales latinoamericanos. **Revista de la CEPAL**, Santiago de Chile: CEPAL, n. 66, p. 127-147, dic.1998.

GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização e desnacionalização**. São Paulo: Vozes, 1999.

GREMAUD, Amauri Patrick et al. **Economia brasileira contemporânea**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. p. 530-607.

IPEADATA. **Dados Macroeconômicos**. Economia internacional. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 19 jan. 2007.

KERNER, Daniel. La CEPAL, las empresas transnacionales y la búsqueda de una estrategia de desarrollo Latinoamérica. **Revista de la CEPAL**, Santiago de Chile: CEPAL, n. 79, p. 85-99, abr. 2003.

KPMG. KPMG Corporate Finance. **Fusões e aquisições no Brasil**: análise dos anos 90. fev. 2001. Disponível em: <[www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate\\_finance/structuredfinance/fa\\_90s.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/corporate_finance/structuredfinance/fa_90s.pdf)>. Acesso em: 4 ago. 2006.

KPMG. KPMG Corporate Finance. **Pesquisa de fusões e aquisições**: transações realizadas no Brasil. 1º trim. 2002. Disponível em: <[http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes\\_aquisicoes/2002/fa1\\_trim2002.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2002/fa1_trim2002.pdf)>. Acesso em: 4 ago. 2006.

KULFAS, Matías. El impacto del proceso de fusiones y adquisiciones en la Argentina sobre el mapa de grandes empresas. Factores determinantes y transformaciones en el universo de las grandes empresas de capital local. **Serie Estudios y Perspectivas**, Santiago de Chile:

CEPAL, n. 2, mai. 2001. Disponível em: <<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/0/7230/lc11530e.pdf>>. Acesso em: 26 jun. 2006.

KULFAS, Matias; PORTA, Fernando; RAMOS, Adrián. Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina. **Serie Estudios y Perspectivas**, Buenos Aires: CEPAL, n° 10, set. 2002. Disponível em: <<http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/9/11489/Parte1de10.pdf>>; <<http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/9/11489/Parte2de10.pdf>>; <<http://www.eclac.cl/publicaciones/xml/9/11489/Parte3de10.pdf>>. Acesso em: 26 jun. 2006.

KUME, Honório. **A política de importação no Plano Real e a estrutura de proteção efetiva**. Texto para Discussão n. 423, IPEA, maio 1996. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/1996/td\\_0423.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/1996/td_0423.pdf)> Acesso em: 15 mai. 2006.

KUPFER, David. **Mudança estrutural entre empresas e grupos líderes na economia brasileira na década de 90**. Instituto de Economia da UFRJ, dez. 2001. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/2001-1\\_Kupfer.pdf](http://www.ie.ufrj.br/gic/pdfs/2001-1_Kupfer.pdf)>. Acesso em: 13 dez. 2006.

LAPLANE, Mariano F.; SARTI, Fernando. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v.11, n.1(18), p.63-94, jan./jun. 2002. Disponível em: <[http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/economia\\_sociedade/download/revista\\_18/03-Sarti%20e%20Laplane.pdf](http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/economia_sociedade/download/revista_18/03-Sarti%20e%20Laplane.pdf)>. Acesso em: 04 ago. 2006.

LAPLANE, Mariano; SARTI, Fernando, HIRATUKA, Célio; SABBATINI, Rodrigo. **Empresas transnacionais no Brasil nos anos 90: fatores de atração, estratégias e impactos – Estudo Nacional**. Campinas: Universidade Estadual de Campinas, out. 2000.

MAGALHÃES, João Carlos Ramos. **Liberalização financeira internacional e crescimento econômico**. Texto para discussão n. 932. Brasília: IPEA, dez. 2002. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2002/td\\_0932.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2002/td_0932.pdf)>. Acesso em: 19 jan. 2007.

MAGALHÃES, Luís Carlos G. de et al. **Estratégias empresariais de crescimento na indústria farmacêutica brasileira: investimentos, fusões e aquisições, 1988-2002**. Texto para discussão n. 995. IPEA: Brasília, nov. 2003. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td\\_0995.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td_0995.pdf)>. Acesso em: 15 mai. 2006.

MARTINS, Carlos Eduardo. **A hegemonia dos Estados Unidos e o sistema mundial: perspectivas para o século XXI**. 2001. Disponível em: <<http://www.redem.buap.mx/word/2001martins.doc>>. Acesso em: 3 mai. 2007.

MELLO, Alex Fiúza. Crise mundial e reestruturação produtiva: algumas questões de ordem teórica. **Novos Cadernos NAEA**, {S.1.} v. 7, n.1, p. 5-30, jun. 2004. Disponível em: <<http://209.85.165.104/search?q=cache:xhvwXX18PkgJ:www.naea-ufpa.org/revistaNCN/ojs/include/getdoc.php%3Fid%3D186%26article%3D43%26mode%3Dpdf+internacionaliza%C3%A7%C3%A3o+da+produ%C3%A7%C3%A3o+nos+anos+1990+reestrutura%C3%A7%C3%A3o+produtiva&hl=pt-BR&ct=clnk&cd=8&gl=br>>. Acesso em: 26 mai. 2007.

MEyOSP. **El proceso de privatizaciones en la argentina desde una perspectiva del balance de pagos**. Buenos Aires: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, 2000.

Disponível em: <<http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionais/documentos/privatizacoes.doc>>. Acesso em: 27 jun. 2006.

MIRANDA, José Carlos; MARTINS, Luciano. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, n. 14, p. 67-88, jun. 2000. Disponível em: <[http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/economia\\_sociedade/download/revista\\_14/03-Miranda.pdf](http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/economia_sociedade/download/revista_14/03-Miranda.pdf)>. Acesso em: 13 dez. 2006.

MORTIMORE, Michael; STANLEY, Leonardo. Obsolescência de la protección a los inversores extranjeros después de la crisis argentina. **Revista de La Cepal**, Santiago de Chile: CEPAL, n. 88, p.17-34, abr. 2006.

NAVARRO, Alberto. M&A in Argentina in the last decade: boom, crisis and resurgence. **NYSBA International Law Practicum**, New York, v. 19, n.1, p. 74-79, Spring 2006. Disponível em: <<http://www.gbreuer.com.ar/articulos.asp>>. Acesso em: 19 dez. 2006.

NONNENBERG, Marcelo José Braga. **Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no Brasil**: as décadas de 1970 e 1990. Texto para discussão n. 969, Rio de Janeiro: IPEA, ago. 2003. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td\\_0969.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td_0969.pdf)> Acesso em: 19 jan. 2007.

NONNENBERG, Marcelo José Braga; MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. **Determinantes dos investimentos diretos externos em países em desenvolvimento**. Texto para discussão n.1016, Rio de Janeiro: IPEA, mar. 2004. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2004/td\\_1016.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2004/td_1016.pdf)> Acesso em: 14 jul. 2006.

OLIVEIRA JÚNIOR, Márcio de. **A liberalização comercial brasileira e os coeficientes de importação – 1990/95**. Texto para discussão n. 703, Rio de Janeiro: IPEA, fev. 2000. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/2000/td\\_0703.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/2000/td_0703.pdf)>. Acesso em: 19 jan. 2007.

OMC. **Estadísticas del comercio internacional 2000**. Organización Mundial do Comércio, 1 set. 2000. Disponível em: <<http://www.wto.org/stats2000.pdf>>. Acesso em: 7 jul. 2007.

PASCAR, Norma. Nueva ley de defensa de la competencia en Argentina nº 25156/99. Actualidad en la Union Europea. Protocolo nº 18 en el Mercosur. **Boletín Latinoamericano de Competência**, {S.1.} n. 9 (1), p. 18-23, fev. 2000. Disponível em: <[http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin\\_america/boletin/boletin\\_9\\_1\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin_america/boletin/boletin_9_1_es.pdf)>. Acesso em: 4 abr. 2007.

PASCAR, Norma A.; SAA, Guillermina Tajan de. Impacto de las políticas sobre defensa de la competencia em los mercados integrados. **Boletín Latinoamericano de Competência**, {S.1.} n. 8 (1), p. 20-33, set.1999. Disponível em: <[http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin\\_america/boletin/boletin\\_8\\_1\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin_america/boletin/boletin_8_1_es.pdf)>. Acesso em: 4 abr. 2007.

PASIN, Rodrigo Maimone; BUCCHI, Wadico Waldir; CALAIS, Gilson de Oliveira Silva. O processo de internacionalização de grandes grupos empresariais brasileiros através das fusões e aquisições transacionais. In: **SEMEAD**, 6., 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos ...** São Paulo: USP. 25 e 26 mar. 2003. Disponível em:

<[www.fundacaofia.com.br/labfin/pesquisa/artigos/arquivos/215.doc](http://www.fundacaofia.com.br/labfin/pesquisa/artigos/arquivos/215.doc)>. Acesso em: 13 dez. 2006.

PINHEIRO, Armando Castelar. **A experiência brasileira de privatização**: o que vem a seguir? Texto para discussão n. 87. Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2000. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/td.asp>>. Acesso em: 21 jun. 2006.

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fábio. Os antecedentes macroeconômicos e a estrutura institucional da privatização no Brasil. In: PINHEIRO, Armando Castelar; FUKASAKU, Kiichiro (Orgs.). **A privatização no Brasil**: o caso dos serviços de utilidade pública. BNDES, p. 13-44, fev. 2000. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/ocde.asp>>. Acesso em: 18 set. 2006.

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. **O Brasil na década de 90**: uma transição bem sucedida? Textos para discussão n.91. Rio de Janeiro: BNDES, nov. 2001. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/td.asp>>. Acesso em: 5 set. 2006.

QUEVEDO, María Viviana G. de Reformas a la legislación de defensa de la competencia argentina – Ley 25.156. **Boletín Latinoamericano de Competência**, {S.1}. n. 9 (1), p. 8-17, fev. 2000. Disponível em: <[http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin\\_america/boletin/boletin\\_9\\_1\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/competition/international/others/latin_america/boletin/boletin_9_1_es.pdf)>. Acesso em: 4 abr. 2007.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha; AMADO, Adriana Moreira. **Liquidez internacional e ciclo reflexo**: algumas observações para a América Latina. Programa de Seminários Acadêmicos. Universidade de São Paulo: São Paulo, 2005. Disponível em: <[http://www.econ.fea.usp.br/seminarios/2005\\_2/17\\_11\\_05\\_adriana\\_amado.pdf](http://www.econ.fea.usp.br/seminarios/2005_2/17_11_05_adriana_amado.pdf)>. Acesso em: 3 mai. 2007

SABBATINI, Rodrigo. Multilateralismo, regionalismo e o Mercosul. **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried, v.29, n.1, p.30-55, jun. 2001.

SCHERER, André Luís Forti. Investimento direto estrangeiro, fusões e aquisições e desnacionalização da economia brasileira: um balanço da década do Plano Real. **Indicadores Econômicos FEE**. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried, v. 32, n. 2, p. 107- 128, 2004. Disponível em: <[http://www.fee.rs.gov.br/sitefee/pt/content/publicacoes/pg\\_revistas\\_indicadores.php](http://www.fee.rs.gov.br/sitefee/pt/content/publicacoes/pg_revistas_indicadores.php)>. Acesso em: 24 jan. 2007.

SIFFERT FILHO, Nelson; SILVA, Carla Souza e. As grandes empresas nos anos 90: Respostas estratégicas a um cenário de mudanças. In: GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. **A economia brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: BNDES, p. 375-410, 1999. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90\\_11.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/livro/eco90_11.pdf)>. Acesso em: 26 jan. 2007.

SILVA, Gabriela Scur. **Processo de formação de alianças estratégicas: casos de empresas fornecedoras da indústria automotiva do RS.** 2000. 123f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 2000.

Disponível em: <[http://volpi.ea.ufrgs.br/teses\\_e\\_dissertacoes/td/000365.pdf](http://volpi.ea.ufrgs.br/teses_e_dissertacoes/td/000365.pdf)> Acesso em: 26 jan. 2007.

SUEN, Alberto Sanyuan; KIMURA, Herbert. **Fusão e aquisição como estratégia de entrada (*entre mode*) no mercado brasileiro.** Caderno de Pesquisas em Administração, São Paulo: Programa de Pós-Graduação da FEA/USP, 2º Sem. 1997. Disponível em:

<<http://www.minhacarreira.com.br/financeiro/FUS%20E%20AQUISI%20C7%D5ES.pdf>>. Acesso em: 26 jan. 2007.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, J. L. (Orgs.) **Poder e Dinheiro: Uma economia política da globalização.** Petrópolis, RJ: Vozes, 1998. p. 27-53.

TAVARES, Maria da Conceição; MELIN, Luiz Eduardo. A reafirmação da hegemonia norte-americana In: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, J. L. (Orgs.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização.** Petrópolis, RJ: Vozes, 1998. p. 55-85.

UNCTAD. **World Investment Report 2000: cross-border mergers and acquisitions and development.** United Nations: New York and Geneva, 2000. Disponível em: <[http://www.unctad.org/en/docs/wir2000\\_en.pdf](http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf)> Acesso em: 28 jul. 2006.

VELASCO JR., Licínio. **A economia política das políticas públicas: fatores que favoreceram as privatizações no período de 1985/94.** Texto para Discussão n. 54. Rio de Janeiro: BNDES, abr. 1997. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/td.asp>>. Acesso em: 21 jun. 2006.

VIGUEIRA, Aníbal. **La política de la apertura comercial en la Argentina, 1987-1996.** 1998. Disponível em: <[http://www.flacso.org.ar/uploaded\\_files/Posgrades/6/EPCI.pdf](http://www.flacso.org.ar/uploaded_files/Posgrades/6/EPCI.pdf)>. Acesso em: 4 dez. 2006.

# **ANEXOS**

**ANEXO A – F&As transfronteiriças, por setor e indústria vendedora, 1990-1999 (em milhões de dólares)**

<b>Setor/indústria</b>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Total</b>	<b>150.576</b>	<b>80.713</b>	<b>79.280</b>	<b>83.064</b>	<b>127.110</b>	<b>186.593</b>	<b>227.023</b>	<b>304.848</b>	<b>531.648</b>	<b>720.109</b>
<b>Primário</b>	<b>5.170</b>	<b>1.164</b>	<b>3.637</b>	<b>4.201</b>	<b>5.517</b>	<b>8.499</b>	<b>7.935</b>	<b>8.725</b>	<b>10.599</b>	<b>9.417</b>
Agricultura, caça, silvicultura e pesca	221	548	301	406	950	1.019	498	2.098	6.673	593
Mineração, extração e petróleo	4.949	617	3.336	3.795	4.568	7.480	7.437	6.628	3.926	8.824
<b>Secundário</b>	<b>75.495</b>	<b>36.176</b>	<b>43.222</b>	<b>43.204</b>	<b>69.321</b>	<b>84.462</b>	<b>88.522</b>	<b>121.379</b>	<b>263.206</b>	<b>275.148</b>
Alimentos, bebidas e tabaco	12.676	5.127	9.398	7.751	13.528	18.108	6.558	22.053	17.001	26.404
Têxteis, roupas e couro	1.281	731	760	1.173	1.431	2.039	849	1.732	1.632	4.297
Madeira e produtos de madeira	7.765	2.714	1.588	2.031	4.262	4.855	5.725	6.854	7.237	10.650
Publicações, impressões, e reproduções de meios de comunicações	2.305	353	5.192	1.183	2.747	1.341	10.853	2.607	12.798	9.564
Coque, petróleo e combustível nuclear	6.480	5.676	1.596	1.479	4.216	5.644	13.965	11.315	67.280	29.662
Substâncias e produtos químicos	12.775	5.773	5.581	11.393	20.061	26.984	15.430	35.395	31.806	86.489
Borracha e produtos de plástico	2.745	574	228	265	997	4.313	3.943	2.306	2.264	3.106
Produtos minerais não-metálicos	5.630	1.113	5.410	2.204	5.201	2.726	2.840	6.153	8.100	10.974
Metais e produtos de metal	4.426	2.246	2.534	2.252	2.743	2.515	8.728	9.853	8.376	9.502
Máquinas e equipamentos	1.750	1.140	1.087	1.661	3.312	5.103	4.301	7.546	8.918	21.003
Equipamentos elétricos e eletrônicos	6.114	8.361	6.198	3.895	3.432	5.581	7.573	7.897	35.819	38.003
Instrumentos de precisão	3.992	1.112	1.080	4.495	1.882	2.023	3.300	3.322	9.251	6.830
Veículos automotores e outros equipamentos de transporte	7.390	995	2.211	2.743	4.988	2.657	4.150	4.189	50.767	17.937
Outras fábricas	666	261	360	680	522	575	308	158	1.958	729
<b>Terciário</b>	<b>69.911</b>	<b>43.297</b>	<b>32.384</b>	<b>35.649</b>	<b>52.270</b>	<b>93.632</b>	<b>130.232</b>	<b>174.744</b>	<b>257.843</b>	<b>435.443</b>
Elétrico, gás e água	609	1.072	1.847	1.783	2.510	12.240	21.274	29.620	32.249	48.694
Construção	533	279	651	331	838	1.738	4.410	602	1.434	3.083
Comércio	9.095	7.904	5.703	7.537	8.753	10.159	27.928	21.664	27.332	36.388

Hotéis e restaurantes	7.263	1.293	1.408	1.412	2.335	3.247	2.416	4.445	10.332	4.535
Transporte, armazenagem e comunicações	14.460	3.575	3.035	6.559	13.540	8.225	17.523	17.736	51.445	167.776
Financeiro	21.722	14.188	13.178	12.168	10.568	31.059	36.693	50.836	83.432	111.761
Serviços de comércio	11.831	5.100	3.808	3.664	8.406	9.715	13.154	26.480	42.497	47.743
Administração pública e defesa	-	-	-	-	-	605	-	111	395	1.170
Educação	5	33	-	421	18	-	4	179	42	69
Saúde e serviços sociais	469	84	237	261	2.463	946	336	3.396	641	377
Associações, atividades de serviços social e pessoal	3.858	9.554	2.474	1.404	2.319	12.110	6.494	19.656	7.976	13.247
Outros serviços	66	33	44	110	520	3.588	-	19	69	-
<b>Desconhecido <sup>a</sup></b>	-	<b>76</b>	<b>37</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	-	<b>334</b>	-	-	<b>102</b>

Fonte: UNCTAD (2000, p. 250).

a: Inclui estabelecimentos não-classificados.

**ANEXO B – F&As transfronteiriças, por setor e indústria compradora, 1990-1999 (em milhões de dólares)**

Setor/indústria	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Total</b>	<b>150.576</b>	<b>80.713</b>	<b>79.280</b>	<b>83.064</b>	<b>127.110</b>	<b>186.593</b>	<b>227.023</b>	<b>304.848</b>	<b>531.648</b>	<b>720.109</b>
<b>Primário</b>	<b>2.131</b>	<b>1.556</b>	<b>2.978</b>	<b>4.155</b>	<b>5.032</b>	<b>7.951</b>	<b>5.684</b>	<b>7.150</b>	<b>5.455</b>	<b>9.544</b>
Agricultura, caça, silvicultura e pesca	47	471	204	65	154	182	962	1.541	1.497	235
Mineração, extração e petróleo	2.084	1.085	2.775	4.090	4.878	7.769	4.723	5.609	3.958	9.309
<b>Secundário</b>	<b>79.908</b>	<b>44.985</b>	<b>35.287</b>	<b>36.837</b>	<b>72.549</b>	<b>93.784</b>	<b>88.821</b>	<b>133.202</b>	<b>257.220</b>	<b>309.032</b>
Alimentos, bebidas e tabaco	13.523	5.212	6.383	7.668	7.872	22.546	9.684	21.439	16.922	30.486
Têxteis, roupas e couro	3.363	1.401	406	3.767	332	1.569	778	1.254	3.062	1.982
Madeira e produtos de madeira	6.717	2.244	1.743	2.933	2.483	6.466	3.143	6.157	13.131	9.040
Publicações, impressões, e reproduções de meios de comunicações	2.363	689	5.022	1.998	4.866	2.332	7.829	6.774	12.050	12.663
Coque, petróleo e combustível nuclear	7.051	6.199	1.442	2.243	3.499	6.679	12.994	11.860	67.665	28.260
Substâncias e produtos químicos	15.260	4.043	5.142	4.605	31.473	28.186	18.555	38.664	34.822	78.532
Borracha e produtos de plástico	1.904	411	710	387	176	4.852	659	2.363	2.790	1.171
Produtos minerais não-metálicos	6.183	911	3.939	2.404	5.232	2.740	4.585	6.965	8.823	11.229
Metais e produtos de metal	3.076	1.874	2.308	2.046	2.475	1.472	13.395	8.512	7.947	51.157
Máquinas e equipamentos	1.906	1.171	671	1.239	2.416	3.760	2.463	4.767	4.553	14.799
Equipamentos elétricos e eletrônicos	7.190	19.346	5.057	4.608	4.822	7.576	6.660	9.093	29.062	39.662
Instrumentos de precisão	2.861	445	619	1.415	1.135	2.809	3.033	4.757	7.209	3.912
Veículos automotores e outros equipamentos de transporte	8.369	928	1.633	1.437	5.271	2.267	4.411	5.072	48.904	24.220
Outras fábricas	143	113	214	88	497	528	633	5.527	280	1.916
<b>Terciário</b>	<b>68.423</b>	<b>33.985</b>	<b>40.965</b>	<b>42.028</b>	<b>49.519</b>	<b>84.824</b>	<b>132.414</b>	<b>164.457</b>	<b>268.486</b>	<b>401.520</b>
Elétrico, gás e água	332	1.072	1.1012	1.250	830	10.466	16.616	18.787	27.527	55.110
Construção	257	695	316	177	1.350	1.160	6.955	2.546	1.336	3.006
Comércio	6.205	3.739	2.870	6.186	5.636	8.854	15.176	16.515	19.624	17.473
Hotéis e restaurantes	3.066	340	323	569	997	3.402	1.1713	2.482	2.799	3.343
Transporte,	4.785	1.367	1.596	4.048	10.480	6.085	11.424	14.735	30.165	118.759

armazenagem e comunicações										
Financeiro	43.671	22.395	30.406	24.589	24.268	45.368	61.304	82.616	142.066	167.220
Serviços de comércio	6.377	3.100	3.298	3.532	3.972	4.843	17.084	14.721	22.889	28.235
Administração pública e defesa	667	-	-	81	0	31	-	102	-	668
Educação	-	4	-	420	-	-	1	98	30	56
Saúde e serviços sociais	530	41	221	203	154	263	265	321	738	21
Associações, atividades de serviços social e pessoal	2.469	1.206	835	906	1.332	3.366	1.857	11.000	19.887	7.629
Outros serviços	66	27	88	69	500	986	20	534	1.426	2
<b>Desconhecido<sup>a</sup></b>	<b>114</b>	<b>187</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>10</b>	<b>34</b>	<b>104</b>	<b>38</b>	<b>488</b>	<b>14</b>

Fonte: UNCTAD (2000, p. 251).

a: Inclui estabelecimentos não-classificados.

## ANEXO C – F&amp;As no Brasil: comparação anual por setores, 1992-1999

Setor	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total por setor
Alimentos, bebidas e fumo	12	28	21	24	38	49	36	25	193
Instituições financeiras	04	08	15	20	31	36	28	16	146
Telecomunicações	01	07	05	08	05	14	31	47	110
Produtos químicos e petroquímicos	04	18	14	13	18	22	25	06	98
Metalurgia e siderurgia	11	13	11	09	17	18	23	09	87
Seguros	-	-	08	09	16	24	15	09	81
Partes e peças automotivas	-	-	04	11	11	16	20	13	75
Tecnologia da informação	-	-	08	07	11	08	08	28	70
Elétrico e eletrônicos	02	07	05	14	15	19	09	05	67
Publicidade e editoras	-	-	03	02	05	09	19	17	55
Construção e produtos da construção	-	-	03	02	15	08	10	13	51
Supermercados	-	-	02	-	02	09	13	24	50
Companhias energéticas	-	-	-	01	09	17	11	10	48
Madeira e papel	-	-	07	07	04	14	09	05	46
Têxteis	-	-	07	08	04	08	08	06	41
Produtos químicos e farmacêuticos	-	-	04	11	10	04	04	06	39
Serviços para empresas	-	-	02	01	08	06	13	08	38
Produtos de engenharia	-	-	02	05	09	09	07	06	38
Lojas de varejo	-	-	01	02	07	08	06	07	31
Transportes	-	-	01	04	06	07	11	01	30
Embalagens	-	-	01	08	04	04	03	03	23
Montadoras de veículos	-	-	08	04	06	-	03	02	23
Indústrias extrativistas	-	-	03	09	05	04	-	-	21
Petrolífero	-	-	02	04	04	03	01	06	20
Cimento	-	-	-	-	05	06	01	06	18
Serviços portuários	-	-	02	02	04	02	02	02	14
Aviação	-	-	03	05	02	02	01	01	14
Higiene	-	-	01	01	04	04	02	01	13
Hotéis	-	-	04	02	04	-	02	01	13
Ferroviário	-	-	-	01	07	-	-	02	10
Shopping Centers	-	-	01	-	02	04	02	-	09
Serviços públicos	-	-	-	-	-	01	02	05	08
Brinquedos e jogos	-	-	01	01	-	-	-	01	07
Tintas	-	-	01	01	02	02	-	01	07
Design e projetos gráfico	-	-	-	-	02	05	-	-	07
Fertilizantes	-	-	01	-	-	-	04	01	06
Hospitais	-	-	-	-	04	-	01	01	06
Revenda de veículos	-	-	-	-	-	03	01	01	05
Vidros	-	-	01	01	-	02	-	-	04
Vestuário e calçados	-	-	-	-	-	01	-	-	01
Lojas de departamento	-	-	-	-	-	-	01	-	01
Outros	24	69	23	15	28	24	19	14	123
<b>Total geral</b>	<b>58</b>	<b>150</b>	<b>175</b>	<b>212</b>	<b>328</b>	<b>372</b>	<b>351</b>	<b>309</b>	<b>1.955</b>

Fonte: Elaborado a partir de KPMG (2002, p.11) e Siffert Filho e Silva (1999, p. 383).

**ANEXO D – Desagregação setorial das F&As realizadas na economia argentina por empresas locais, 1992-1999 (em milhões de dólares e porcentagem)**

<b>Setor</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>Total</b>	
Comunicações	20	0	0	0	0	1.461	550	3	2.034	29,7%
Alimentos e bebidas	14	8	198	2	130	268	140	647	1.408	20,6%
Comércio	0	0	0	0	9	320	188	202	719	10,5%
Bancos e serviços financeiros	0	0	97	0	0	91	349	56	592	8,7%
Fornecimento de gás	0	0	0	0	0	313	11	62	386	5,6%
Petróleo e gás	0	0	0	0	0	215	42	0	257	3,8%
Seguros, ART e AFJP	0	0	0	0	0	79	143	10	232	3,4%
Derivados de petróleo e gás	0	0	0	0	0	206	0	0	206	3,0%
Medicina pré-paga	0	0	0	0	0	133	0	22	154	2,3%
Energia elétrica	0	0	0	0	0	40	110	0	150	2,2%
Químicos	0	4	5	30	1	16	0	80	135	2,0%
Construção	0	24	5	13	0	0	0	63	104	1,5%
Indústrias básicas de ferro e aço	0	0	0	0	0	82	0	0	82	1,2%
Celulose e papel	0	14	7	0	0	0	2	35	58	0,8%
Petroquímica	0	0	0	0	48	0	5	0	53	0,8%
Materiais de construção	0	0	0	2	0	18	31	0	51	0,7%
Indústrias básicas de metais não-ferrosos	0	6	0	0	25	0	18	0	49	0,7%
Agricultura, caça e pesca	0	0	0	0	3	4	32	0	39	0,6%
Têxtil e vestuário	0	2	0	0	0	5	0	20	27	0,4%
Transporte	0	0	0	0	0	25	0	0	25	0,4%
Outras indústrias manufatureiras	0	0	0	0	0	0	0	23	23	0,3%
Hotéis e restaurantes	0	0	0	0	0	7	2	13	22	0,3%
Editoras e imprensa	0	0	0	0	0	12	3	0	15	0,2%
Fabricação de produtos plásticos	0	0	3	0	0	11	0	0	14	0,2%
Automotriz e autopartes	0	0	0	0	0	10	0	0	10	0,1%
Outros serviços	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0,0%
<b>Total</b>	<b>34</b>	<b>58</b>	<b>314</b>	<b>47</b>	<b>216</b>	<b>3.317</b>	<b>1.625</b>	<b>1.236</b>	<b>6.845</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Kulfas (2001, p. 31).

**ANEXO E – Desagregação setorial das F&As realizadas na economia argentina por investidores estrangeiros, 1992-1999 (em milhões de dólares e percentagem)**

<b>Setor</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>Total</b>	
Petróleo e gás	0	0	0	25	482	754	980	12.693	14.934	30.8%
Comunicações	0	0	96	400	145	4.019	2.489	2.006	9.155	18.9%
Bancos e serviços financeiros	0	40	59	312	400	2.821	1.095	543	5.270	10.9%
Alimentos e bebidas	66	117	945	277	436	765	307	1.168	4.080	8.4%
Comércio	7	20	20	0	510	398	2.064	639	3.658	7.6%
Químicos	65	233	133	417	727	353	17	0	1.944	4.0%
Energia elétrica	0	0	0	5	50	151	397	605	1.207	2.5%
Seguros ART e AFJP	0	3	0	0	100	186	564	335	1.187	2.4%
Celulose e papel	20	44	7	134	287	205	188	15	899	1.9%
Automotriz e autopartes	61	8	115	141	0	90	35	291	740	1.5%
Fornecimento de gás	0	0	0	0	140	240	176	107	663	1.4%
Derivados de petróleo e gás	0	0	148	0	0	373	0	265	638	1.3%
Transporte	0	0	72	0	0	366	54	0	568	1.2%
Outros serviços	0	0	0	0	0	175	23	200	470	1.0%
Medicina pré-paga	0	0	54	30	40	87	95	158	390	0.8%
Materiais de construção	43	25	540	23	0	31	127	23	332	0.7%
Construção	3	0	0	0	0	151	86	65	327	0.7%
Eletrônicos e eletrodomésticos	52	15	0	0	60	127	12	0	266	0.5%
Minerais	0	0	0	49	0	21	0	200	221	0.5%
Têxtil e vestuário	0	0	0	0	15	100	24	0	188	0.4%
Petroquímica	0	0	0	0	91	46	10	22	169	0.3%
Água e saneamento	0	0	0	0	0	0	150	0	150	0.3%
Fabricação de produtos metálicos	0	87	0	0	0	0	55	0	142	0.3%
Máquinas e equipamentos	7	3	0	0	0	87	6	30	133	0.3%
Entretenimento	0	0	0	0	0	7	22	93	122	0.3%
Hotéis e restaurantes	0	0	0	9	0	40	64	0	112	0.2%
Outras indústrias manufatureiras	0	0	0	3	25	0	30	47	105	0.2%
Agricultura, caça e pesca	0	28	0	0	5	36	20	4	92	0.2%
Florestal	0	0	0	0	0	48	21	0	69	0.1%
Fabricação de produtos plásticos	0	0	2	0	0	63	0	0	65	0.1%
Editoras e imprensa	10	0	4	0	10	25	0	0	48	0.1%
Processamento de minerais não-metálicos	0	0	0	0	0	15	30	0	45	0.1%
Oleodutos, gasodutos e polidutos	0	0	39	0	0	0	0	0	39	0.1%
Indústrias básicas de ferro e aço	0	8	0	0	0	12	0	0	12	0.0%
Indústrias de tabaco	0	0	0	0	0	0	0	0	8	0.0%
Madeira e subprodutos	5	0	0	0	0	0	0	0	5	0.0%
<b>Total</b>	<b>339</b>	<b>630</b>	<b>1.693</b>	<b>1.832</b>	<b>3.522</b>	<b>11.792</b>	<b>9.138</b>	<b>19.508</b>	<b>48.454</b>	<b>100.0%</b>

Fonte: Kulfas (2001, p. 29).