

## Área 7: Trabalho, Indústria e Tecnologia

### Sub-área 7.2: Economia Industrial e de Serviços

#### **A Dinâmica da Acumulação de Capital e os Movimentos de Fusões e Aquisições em Estruturas de Mercado Oligopolísticas**

##### Resumo

Este trabalho pretende resgatar a contribuição de Steindl para o entendimento da dinâmica industrial e discuti-la no âmbito dos processos de consolidação e reestruturação de estruturas de mercado oligopolísticas que ocorrem através de movimentos amplos de fusões e aquisições. O objetivo é apresentar a forma pela qual é possível descrever certos padrões sistêmicos para os movimentos de fusões e aquisições a partir da estrutura analítica steindliana. A proposta aqui é a de estabelecer tais padrões como mecanismos alternativos de ajuste das estruturas de mercado em oligopólio frente ao acirramento da pressão competitiva, tanto numa fase de alta quanto de baixa no ritmo de acumulação de capital em uma indústria.

##### Abstract

*This paper tries to recover the Steindl's contribution to the industrial dynamics theory in order to apply its concepts to the discussion of the process of consolidation and restructuring in oligopolistic market structures that occur through mergers and acquisitions. The aim here is to show how it is possible to describe some structural standards to the movements of mergers and acquisitions according to Steindl's analytical framework. This paper proposes that these standards can be viewed as alternative mechanisms of adjustment to the imbalances of competitive pressure in periods of high or low accumulation.*

## **A Dinâmica da Acumulação de Capital e os Movimentos de Fusões e Aquisições em Estruturas de Mercado Oligopolísticas\***

Frederico S. P. F. Valente♦

### **I. Introdução**

A literatura econômica que trata do tema das fusões e aquisições, seja ela relacionada à organização industrial, administração empresarial ou finanças corporativas, acaba invariavelmente focando suas atenções sobre o gradiente possível de motivações estratégicas que suportam a decisão pela efetivação de transações deste tipo. De uma discussão abstrata das vantagens e desvantagens dos supostos motivos para as fusões e aquisições, os autores derivam as hipóteses teóricas a serem trabalhadas em suas investigações empíricas. Nessa fase, o destaque é dado aos indicadores de desempenho pré e pós-operações, visando respaldar as mais variadas análises de performance, tanto em termos de variáveis operacionais (vendas, *market-share*, margens líquidas, número de empregados) quanto financeiras (valor das ações). A intenção dessas pesquisas é sempre buscar as características que podem diferir as empresas adquiridas e adquirentes de suas concorrentes, em busca de modelos que validem as hipóteses sobre os determinantes básicos das operações de fusões e aquisições. Embora úteis por tentar colocar o debate sob bases mais concretas, tais tentativas chegam, na maioria das vezes, a resultados frágeis e por vezes bastante contraditórios.

É por isso que a proposta desse trabalho não é a de entrar na discussão crítica (teórica ou empírica) desse tipo de abordagem ao tema das fusões e aquisições. Ao contrário, busca-se aqui investigar esse fenômeno num outro contexto, ressaltando o caráter e o impulso estrutural aos movimentos amplos (em termos de número e valor das operações) e concentrados no tempo das fusões e aquisições. Menos que uma análise dos motivadores estratégicos, sempre presentes como balizadores de qualquer ação das empresas, o destaque será dado à análise do padrão sistêmico de formação de “ondas” de fusões e aquisições no interior de uma indústria.

Para tanto, antes de focar-se na discussão dos processos internos à “firma” – vista como uma unidade particular da estrutura social da produção capitalista, responsável pela definição do espaço próprio e coordenação interna do processo de acumulação de capital –, busca-se aqui destacar o papel das estruturas de mercado e das formas de concorrência na delimitação de diferentes padrões de concorrência, bem como sua influência sobre os condicionantes externos ao comportamento

---

\* Esse trabalho é parte da dissertação de mestrado do autor, sob a orientação do Prof. Dr. Fernando Sarti, a ser defendida no Instituto de Economia da UNICAMP sob o título provisório de “A Dinâmica da Acumulação de Capital e os Movimentos de Fusões e Aquisições em Estruturas de Mercado Oligopolísticas: um estudo focado na evolução recente da Indústria Mundial do Petróleo”.

♦ Economista da Petrobras e mestrando em Teoria Econômica pelo IE/UNICAMP. Pesquisador do Laboratório de Estudos Marxistas José Ricardo Tauile (LEMA) do IE/UFRJ.

dinâmico das empresas. O objeto privilegiado deste tipo de análise passa a ser, então, a evolução das estruturas de mercado frente às mudanças nas condições da concorrência efetiva ou potencial. Em outras palavras, a questão mais importante a ser tratada aqui não se refere à estabilidade ou equilíbrio a longo prazo de uma estrutura de mercado em particular; ao contrário, a intenção é capturar os aspectos decisivos que ajudam a explicar sua constante transformação e as interações que desencadeia.

Julga-se aqui que a contribuição de Steindl para o entendimento da dinâmica industrial pode ser bastante oportuna como ponto de partida teórico para o estudo dos movimentos mais sistemáticos de fusões e aquisições dentro de uma indústria. É esse o autor que pode fornecer as ferramentas analíticas apropriadas para o entendimento das relações funcionais e determinações básicas que dão conteúdo e articulação interna ao processo de constituição e transformação de uma estrutura de mercado oligopolística.

O objetivo principal deste artigo, portanto, é apresentar a forma pela qual é possível descrever certos padrões sistêmicos para os movimentos de fusões e aquisições a partir da estrutura analítica estabelecida por Steindl, em especial pelo seu livro de 1952 – *Maturity and Stagnation in American Capitalism*. A proposta é a de interpretar tais padrões como mecanismos alternativos de ajuste das estruturas de mercado em oligopólio frente ao acirramento da pressão competitiva, tanto numa fase de alta quanto de baixa no ritmo de acumulação de capital em uma indústria.

## **II. A natureza do poder da grande empresa e os pressupostos da concorrência sob condições oligopolísticas**

Frente ao desafio de superar a visão neoclássica – segundo a qual as economias de escala não conduzem à dominação oligopolística do mercado –, Steindl toma a crítica à teoria de Marshall (1890) como um ponto de partida conveniente para a construção de seu argumento alternativo ao “problema econômico do tamanho das empresas”. Seu propósito inicial era mostrar como a tentativa de substituir a análise concreta da estrutura industrial pela abstração da firma “representativa” era indevida, justamente, por encobrir a vasta dispersão das escalas de produção e das formas de competição.

Pelas evidências empíricas consultadas pelo autor, longe de uma renovação constante das empresas existentes em um mercado, o que se via era uma correlação negativa entre a taxa de mortalidade e o tamanho das empresas. Era necessário, portanto, identificar as raízes das diferenças entre as grandes e pequenas empresas e fundar uma análise que contemplasse e tratasse adequadamente a natureza do poder da grande empresa capitalista. Porém, reconhecer o poder da grande empresa é também estabelecer a prioridade da análise do oligopólio frente à livre-concorrência. Daí a importância de se construir “uma visão alternativa”, revalorizando a

importância teórica das economias de escala e deixando claras as insuficiências e falácias do argumento das deseconomias de escala, tal como proposto pelos neoclássicos em geral e Marshall em particular.

Pode-se dizer que o objetivo inicial de Steindl era mesmo recolocar o argumento dos economistas clássicos de que a estrutura de custos e a hierarquia de taxas de lucro encontradas na indústria devem guardar relação estreita com o tamanho das empresas. No entanto, o autor também acrescentou outras vantagens associadas ao tamanho que não se reduzem às economias de escala convencionais, como é o caso da maior facilidade de acesso ao capital de terceiros a custos menores, traduzindo-se geralmente em maiores taxas de endividamento das menores empresas.

Neste caso, o motivo das vantagens da grande empresa *vis-à-vis* as pequenas é o menor risco do empréstimo ou investimento financeiro<sup>1</sup>, que em geral está associado a um custo de capital menor. A vantagem competitiva que o baixo custo de capital dá as grandes empresas é mesmo fundamental, já que permite a elas aproveitar oportunidades de investimento que estão fechadas para as pequenas. Na verdade, o baixo custo de capital das grandes empresas é por si mesmo um fator fundamental na dinâmica dos movimentos de fusões e aquisições em qualquer mercado.

Além das economias de escala ligadas aos aspectos financeiros, Steindl também destacou as economias de escala na promoção de vendas (associadas à propaganda e *marketing* de grande escala) e realização de compras (pelo acesso a canais especiais de distribuição), bem como aquelas que resultam das vantagens obtidas através da pesquisa industrial em amplos departamentos de P&D. Assim, ao lado das economias técnicas de escala, é necessário também reconhecer a importância das economias não-técnicas de escala. Porém, o próprio Steindl (1990, p. 48) é taxativo ao dizer que “por mais que o poder de monopólio e as condições financeiras possam contribuir às vantagens auferidas pelas grandes empresas, essas vantagens, em última análise, sempre estão baseadas em condições técnicas”.

É preciso também deixar claro que Steindl não esteve sozinho no reconhecimento da importância fundamental das economias de escala na explicação das vantagens da grande empresa e das consequências para a concentração industrial<sup>2</sup>. Outros autores, especialmente Bain (1956) e Sylos-Labini (1980), seguiram esse caminho e, de certa forma, ajudaram a estabelecer os elementos necessários para a abordagem teórica da concorrência em oligopólio. O passo fundamental de todos eles foi mesmo a consideração de que as diferenças de custo e as vantagens competitivas das

---

<sup>1</sup> Associado, de certa forma, ao “princípio do risco crescente”, proposto inicialmente por Kalecki (1937).

<sup>2</sup> Nessa linha de raciocínio, Coutinho (1975, p. 97) resume a questão do seguinte modo: “*the original causes of oligopolist advantage can explain why some firms are able to capture an increasing market share, enjoy higher than average profit-returns, grow faster and ultimately reinforce the oligopolization process by driving out marginal producers buying out weaker competitors, merging and taking over rival firms*”.

grandes empresas criavam a possibilidade da manutenção ao longo do tempo de margens de lucro acima do “normal” ou da norma competitiva.

O grau em que estas vantagens podem se traduzir em margens de lucro persistentemente maiores depende, em grande medida, da altura das barreiras à entrada que essas vantagens sustentam. Por isso, convém afirmar que a altura e a natureza das barreiras à entrada devem ter um caráter setorial, variando de indústria para indústria. Dependendo das características do mercado pode-se prever que quanto maiores as economias de escala e as vantagens absolutas de custo e diferenciação de produto das empresas estabelecidas maior a margem pela qual os preços podem exceder os custos médios sem atrair novas entradas<sup>3</sup>. Convém lembrar também que, como bem alertou Labini, elas atuam não apenas para fora, isto é, contra concorrentes potenciais, mas também para dentro do mercado específico contra os competidores estabelecidos em busca dos ganhos diferenciais.

Nesse sentido, além das barreiras à entrada, o outro pressuposto básico da concorrência sob condições oligopolísticas é a existência de fortes rivalidades e interdependência entre as empresas. Esse tipo de argumento fica claro em Sylos-Labini (1980, p. 53) quando este diz que as empresas líderes de um mercado, em geral, “têm uma zona de decisão muito limitada, exatamente porque temem a expansão de outras empresas que operam no mesmo setor ou a invasão de novas empresas ou, ainda mais, de empresas operando em outros setores produtivos”. Na verdade, é “a reação dos concorrentes, efetivos ou potenciais, mais do que a dos consumidores, que influencia o comportamento dos empresários” (Idem, Ibidem).

A preocupação central das empresas em tal contexto tende a ser a ocupação do mercado, de modo a não criar oportunidades que resultem na atração de novos concorrentes ou ampliação em demasia das já estabelecidas. É aqui que a extensão do mercado aparece como um importante condicionante estrutural. Quanto maior a extensão do mercado, maior a probabilidade de mudanças no ambiente competitivo (principalmente pela entrada de novos competidores) e maior tende a ser o dinamismo das empresas no setor. O importante a reter é que, em cada caso, o resultado final será

---

<sup>3</sup> Em sua argumentação clássica, Bain (1956) apresentou três tipos de vantagens das firmas estabelecidas frente às concorrentes potenciais. Assim, as barreiras à entrada podem constituir-se como: i) vantagens absolutas de custo pelo acesso privilegiado a insumos, equipamentos, organização (capacidade gerencial e empresarial) e qualificação do trabalho, bem como acesso facilitado ao financiamento externo e de mercados e canais de distribuição cativos; ii) vantagens de diferenciação de produtos fruto das preferências existentes pela qualidade das marcas já estabelecidas ou mesmo como resultado de patentes decorrentes das inovações de produto geradas pelos programas de P&D; iii) economias de escala de produção, distribuição e promoção de vendas, que levam a escala mínima eficiente a representar uma fração considerável da capacidade de absorção do mercado. Porém, também Bain sustenta uma significação especial às economias de escala *vis-à-vis* outras barreiras à entrada. A razão apresentada foi a de que, por serem atributo próprio da estrutura do mercado, as economias de escala são geralmente mais estáveis do que as vantagens absolutas de custo ou de diferenciação.

ditado pelo nível das barreiras à entrada e pela sequência de ações e reações das empresas, definindo uma tendência particular para o padrão de concorrência em vigência.

### **III. Acumulação interna de lucro, pressão competitiva e a realização do potencial de crescimento da grande empresa**

O ponto ressaltado até aqui foi o de que a capitalização das vantagens advindas das economias de escala, são traduzidas geralmente numa estrutura diferenciada de taxas de lucro intra-setorial de longo prazo (como também intersetorialmente pelas barreiras à entrada). Esse resultado, como foi visto, é compartilhado pelos autores que mais contribuíram para o tratamento teórico do oligopólio. Porém, uma das contribuições mais poderosas de Steindl e que realmente o coloca em posição privilegiada está no fato deste considerar os lucros supra-normais não apenas como resultado das condições estruturais do mercado, mas também como fonte de sua contínua transformação.

Para este autor, o reconhecimento da existência de significativos diferenciais de custo numa determinada indústria é o ponto de partida para uma análise dinâmica que vincula o crescimento das grandes empresas ao processo concentração industrial. De fato, diferenciais de custo geralmente são convertidos em lucros extraordinários para os produtores líderes da indústria, que podem, portanto, expandir-se mais rapidamente. Isso porque a taxa mais elevada de lucro das empresas mais favorecidas permite que seu capital próprio cresça de forma mais acelerada que o ritmo médio de expansão do setor<sup>4</sup>.

Mais que isso, a própria pressão competitiva gerada pela necessidade de realizar a maior capacidade de crescimento das empresas “progressistas”<sup>5</sup> tende a estreitar a faixa de mercado dos demais competidores da indústria, em especial, dos produtores “marginais” e, dessa forma, a provocar um movimento crescente de concentração relativa (aumento da desigualdade). Isto é válido na medida em que as empresas “marginais” terão em geral poucas possibilidades de crescer em ritmo superior às “progressistas”, podendo quando muito preservar sua parcela de mercado em condições normais e correndo um alto risco de perdê-la em condições de crescimento lento. Ou

---

<sup>4</sup> Bloch e Finch (2005, p.14) argumentam que esse resultado depende da hipótese de que as firmas da indústria apresentem a mesma propensão a poupar. Na verdade, essa é uma hipótese desnecessária, já que para que a taxa de acumulação interna das “progressistas” seja maior que a taxa média, basta supor uma estrutura de margens de lucro diferenciadas e um nível de investimento positivo para as empresas, reconhecendo que estas tentarão no mínimo manter sua posição relativa na indústria, isto é, sobreviver. É por isso também a dinâmica industrial apresentada por Steindl pode ser trabalhada no contexto das teorias complexas do tipo “*survivor selection*”. Um panorama deste tipo de abordagem é encontrado em Knudsen (2002).

<sup>5</sup> Essa foi a denominação de Steindl para as empresas líderes de determinada indústria por apresentarem maior capacidade de expansão e rentabilidade de longo prazo. Como já visto na última seção, as empresas “progressistas” são via de regra as grandes empresas de uma indústria qualquer. Já as empresas menores, que não contam com as vantagens diferenciais das grandes empresas, tendendo a apresentar os custos mais elevados do ramo, foram chamadas de “marginais”. De fato, grande parte da dinâmica da concorrência analisada por Steindl dependia da posição relativa entre as “progressistas” e “marginais” para cada indústria em particular.

seja, a própria rivalidade entre as empresas líderes, ao intensificar a concorrência dentro de um setor particular e acentuar a desigualdade no processo de expansão das empresas, leva geralmente ao expurgo das menores, promovendo também um movimento em direção à concentração absoluta (diminuição no número de firmas concorrentes).

Sem dúvida, é do processo de acumulação de capital das grandes empresas que deve surgir a tendência à concentração industrial, que é a base da formação e consolidação das estruturas de mercado em oligopólio. Esse foi realmente o cerne da argumentação de Steindl sobre a dinâmica da concorrência no interior de uma indústria<sup>6</sup>. Porém, antes de avançar na discussão de como se realiza a pressão competitiva da acumulação interna de lucros em diferentes padrões de concorrência (com destaque na análise das barreiras à entrada, grau de concentração prévio, dispersão na estrutura de custos e margens de lucro, isto é, das características dos produtores “marginais”), convém esclarecer a forma como está vinculada a relação entre o potencial de crescimento das empresas melhor situadas numa indústria com suas taxas de acumulação interna.

Indo nessa direção convém dizer em primeiro lugar que, em condições normais de operação, é de se esperar que a grande empresa disponha de um montante considerável de lucro ao fim de cada período. A decisão sobre a distribuição do lucro líquido (margem líquida descontada dos impostos e juros) proveniente de cada período de produção coloca como questão de destaque a divisão entre pagamento de dividendos e retenção de lucros. Porém, ao contrário da abordagem neoclássica, a qual sugere que as decisões de investir da firma determinam a parcela do lucro a ser retida, sendo o saldo pago como dividendo, sugere-se aqui, em acordo com o argumento de Wood (1980), que a decisão básica das empresas refere-se ao pagamento de dividendos como porcentagem constante do lucro total. Assim, como resultado importante, tem-se que a taxa de retenção dos lucros da empresa passa a ser uma variável residual, enquanto a taxa de distribuição de dividendos mantém-se relativamente constante<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Este artigo não fará nenhuma menção a parte “macroeconômica” da obra de Steindl, já que acredita-se que sua parte “microeconômica” tenha um interesse teórico próprio como “teoria alternativa do oligopólio”. Mais que isso, “pela sua pertinência e originalidade dinâmica” é, sem dúvida, “merecedora de uma renovada atenção para resgatá-la do limbo em que ainda se encontra” (POSSAS, 1987, p. 159). Os temas de destaque da abordagem microeconômica de Steindl podem ser classificados em três: i) as questões relativas ao excesso de capacidade produtiva, isto é, o grau de utilização da capacidade instalada; ii) a relativa rigidez de preços e margens de lucro presentes nos mercados oligopolistas; iii) a importância da acumulação interna dos lucros para o caminho de crescimento das empresas. No entanto, dado que o tema particular proposto aqui é o comportamento das fusões e aquisições em estruturas de mercado oligopolistas, o foco da argumentação realizada nesta seção ficará em torno do terceiro item relacionado acima, deixando relativamente em segundo plano os temas relacionados à rigidez de preços e grau de utilização da capacidade.

<sup>7</sup> No caso das empresas individuais, a percentagem dos lucros retirada pelos proprietários reflete suas propensões ao consumo, as quais se supõem estáveis e independentes dos planos de investimento da empresa. Já no caso das subsidiárias (“quase-firmas”), a decisão básica refere-se ao montante de investimento a ser realizado, mas esta decisão não depende diretamente nem do montante de lucro gerados internamente, nem de nenhuma política preestabelecida relativa à distribuição desses lucros (GUIMARÃES, 1982, p. 28).

O ponto a ser ressaltado é que o caráter dessa decisão básica da empresa, ao fornecer um horizonte mais estável ao pagamento de dividendos, acaba por separar analiticamente os planos de investimentos das empresas de suas políticas de distribuição de dividendos. Assim, dados em cada momento os montantes de lucro e dividendos pagos, tem-se o volume de lucro retido pelas empresas, que somado aos recursos destinados à depreciação correspondem a sua acumulação interna.

Além da retenção de lucros, as empresas também podem recorrer a recursos externos para o financiamento de seus planos de investimento. No caso do endividamento, os limites de financiamento são dados tanto pela aversão ao risco das empresas, expressa nas suas políticas internas em relação ao nível de endividamento, quanto pelas exigências de garantias e retorno dos credores. Esses credores podem ser bancos através de empréstimos ou outros agentes privados via operações com debêntures. O importante a reter é que tais limites estabelecem uma taxa máxima de endividamento que a empresa está disposta ou pode recorrer num dado momento e que, por sua vez, está relacionada, em última instância, a estrutura de capital próprio da empresa.

De outro lado, ainda existe a política de novas emissões de ações como outra fonte de financiamento das empresas. Porém, as empresas de capital aberto raramente fazem novas emissões e quando o fazem, as somas levantadas são relativamente pequenas. Em grande parte, isso se deve as inconveniências e custos administrativos e de corretagem associados às novas emissões. Além disso, os próprios acionistas de longo prazo não apreciam esse tipo de operação, na medida em que uma nova emissão, por aumentar o suprimento de ações de uma empresa, tende a levar o preço delas a diminuir e a infligir uma perda de capital aos acionistas correntes. Por esses motivos, na prática, o lançamento de ações tende a ser uma forma apenas subsidiária de captar recursos externos para financiar a expansão da capacidade produtiva, pelo menos para as grandes empresas.

Assim, um dos resultados mais importantes da discussão feita até aqui, tal como apontado por Steindl (1983), é o de que, dada a política de dividendos, o fluxo total de lucros das empresas define, em primeiro lugar, o volume da acumulação interna, independentemente de seus planos de investimento, e, em segundo lugar, o montante máximo de fundos externos que as empresas podem ou estão propensas a recorrer para o financiamento dos investimentos. Assim, o volume de recursos que as empresas dispõem pela acumulação interna e pela disponibilidade de fundos de terceiros que podem absorver define, em cada caso, o potencial de crescimento dessas empresas durante determinado período.

Desde já, deve-se reconhecer que existem basicamente três tipos de investimento e somente um deles está diretamente ligado ao crescimento das atividades das empresas. Pode-se falar, então, em investimento de expansão, realizado para aumentar a capacidade produtiva das empresas,



investimento de modernização, voltado para a modificação do processo produtivo com vistas a reduzir custos ou melhorar a qualidade dos produtos e investimento de reposição, destinado a substituir bens de capital no fim de sua vida útil. Este último, pela característica de ser tecnicamente determinado, é dado para cada tipo de equipamento e, portanto, se torna mais um parâmetro para o processo de planejamento do investimento do que uma variável estratégica de decisão.

O privilégio que os investimentos de expansão terão na análise a seguir é óbvio, mas não se deve menosprezar a importância dos investimentos em modernização para uma análise mais rica da dinâmica concorrencial, já que, embora não se traduzam em crescimento de vendas, podem muito bem resultar numa melhora das margens. Assim, dependendo da pressão competitiva e das expectativas de mercado, o recurso estratégico aos investimentos em modernização para melhora da posição relativa da empresa dentro da estrutura de custos da indústria pode ser a via escolhida para a realização de seu potencial de crescimento.

Em todo caso, o importante a ressaltar é a idéia de que, quando se reconhece as restrições que bloqueiam o recurso ilimitado ao financiamento externo para qualquer firma, sua taxa de crescimento fica condicionada por sua taxa de lucro. Como já foi visto, mesmo a capacidade de utilização de capital de terceiros é fortemente condicionada pela rentabilidade da empresa. A contrapartida, no entanto, é que a capacidade da empresa de gerar lucro depende fundamentalmente de sua posição na indústria, logo, de sua taxa de crescimento. Assume-se, então, que o crescimento no longo prazo dos lucros e vendas, por serem complementares, são objetivos simultâneos perseguidos pela firma na luta por sua sobrevivência<sup>8</sup>. Mais que isso, o ponto é que cada um deles é instrumental para alcançar o outro.

É por isso que a ênfase da análise deve recair sobre a evolução das margens de lucro como elemento ativo da estruturação de mercados oligopolistas. O impulso dessa variável irá determinar a intensidade da pressão competitiva, que condicionará, por sua vez, o comportamento geral das empresas, em especial, das líderes. Dessa forma, fica claro que Steindl não apenas incorporou em sua análise a existência de diferenciais de rentabilidade associados às diferenças de tamanho entre as empresas, mas também se dispôs a investigar as implicações decisivas da maior margem de lucro sobre a capacidade de crescimento das grandes empresas *vis-à-vis* as pequenas e sobre a possibilidade de mudanças na própria estrutura de mercado fruto dessa pressão competitiva.

---

<sup>8</sup> Penrose (2006, p. 69) coloca essa questão do seguinte modo: “do ponto de vista de uma política de investimentos, o crescimento e os lucros tornam-se equivalentes como critérios para a seleção de programas de investimento”. E continua dizendo que “o incremento dos lucros totais a longo prazo da empresa no sentido aqui discutido é, portanto, equivalente ao incremento de sua taxa de crescimento a longo prazo. Daí não ter muita importância fala-se do crescimento ou dos lucros como metas alternativas das atividades de investimento de uma firma”.

O argumento principal é o de que o maior potencial de crescimento, fruto de uma taxa de acumulação interna particularmente ampliada, coloca em discussão as circunstâncias especiais nas quais a maior capacidade de expansão das empresas “progressistas” poderá se traduzir em crescimento efetivo das vendas e ampliação de *market-share*, mesmo que isso seja feito às expensas dos concorrentes menores. Para tanto, deve-se destacar dois conjuntos de fatores que são decisivos para a análise dos desdobramentos possíveis desse processo. Em primeiro lugar, cabe reconhecer o dinamismo da indústria em questão, isto é, a taxa de crescimento do mercado *vis-à-vis* os níveis e a amplitude das diferenças de rentabilidade das empresas estabelecidas. O caso de particular interesse é aquele no qual o potencial de crescimento das empresas melhor situadas excede a faixa possível de extensão do mercado, acirrando a pressão competitiva entre as empresas estabelecidas e gerando ondas de mudança nas condições estruturais de concorrência.

Na verdade, a situação em que o potencial de crescimento das grandes empresas excede sistematicamente o ritmo de expansão da demanda nos seus mercados correntes é mesmo o caso mais geral. Ocorrendo tal situação, haverá concentração (relativa e/ou absoluta), tanto mais provável quanto maior for a diferença de margens de lucro na indústria<sup>9</sup>. O mais importante, no entanto, é perceber que a estrutura da indústria será ajustada à nova estrutura de margens de lucro resultante do processo de concentração<sup>10</sup>. A estrutura da indústria é, por conseguinte, uma “variável de ajuste” entre a pressão competitiva exercida pelo potencial de crescimento das empresas melhor situadas, que se reflete nas margens de lucro, e a taxa de expansão do mercado, quando esta é exogenamente dada.

O outro conjunto importante de questões a serem consideradas refere-se ao padrão de concorrência vigente na indústria em questão, com evidente destaque para os níveis de barreiras à entrada, o grau precedente de concentração do mercado e as características e importância dos “produtores marginais”. É nesse âmbito da análise que se pode dar a discussão em torno das estratégias possíveis para garantir o sucesso de políticas agressivas de realização do potencial de crescimento, que é sem dúvida o caso mais interessante. Como Steindl procurou ressaltar, o leque de opções disponíveis às empresas melhor situadas depende crucialmente da capacidade de

---

<sup>9</sup> Formalmente, sendo  $S$  as vendas do mercado como um todo e  $S_p$  as das empresas “progressivas”, e dada a taxa de crescimento de mercado  $\Delta S/S$ , haverá concentração relativa se  $\Delta S_p/S_p > \Delta S/S$  e concentração absoluta se  $\Delta S_p > \Delta S$ , ou  $\Delta S_p/S_p > (\Delta S/S)/(S_p/S)$ , isto é, se a taxa de crescimento das firmas “progressivas” exceder a taxa de crescimento do mercado dividida pela sua participação no mercado.

<sup>10</sup> Apesar da taxa de acumulação interna ser uma função crescente das margens líquidas de lucro, a sua ação sobre o crescimento da produção e vendas de uma dada empresa não será única, devendo-se considerar ainda os possíveis efeitos compensatórios de uma redução no grau de utilização ou na taxa de endividamento, assim como uma elevação, por mudança técnica, da relação capital/capacidade produtiva. Porém, como Steindl sugeriu, não há mecanismos automáticos que impeçam a pressão competitiva oriunda de uma diferenciação crescente de margens de lucro de deflagrar uma tendência à concentração num mercado deste tipo, onde a parcela ocupada pelas firmas “marginais” seja considerável.

resistência das menores empresas com as quais devem se defrontar em seus mercados e das possibilidades mais ou menos abertas de direcionar a pressão da acumulação interna para escoadouros alternativos.

Essa discussão será tanto mais importante quanto mais avançado for o grau de concentração da indústria, já que sua consequência é o fortalecimento da posição das empresas “marginais”. Nessas condições, a continuidade da tendência à concentração passará por um jogo competitivo progressivamente mais perigoso. O potencial de destruição mútua, com o fim dos mecanismos diretos ou indiretos de coordenação oligopolista ou de desorganização das atividades das empresas, devido a um processo de diversificação mal-sucedido, são de todo modo crescentes.

A necessidade de escoamento da acumulação interna dos lucros torna-se, portanto, fonte de permanente preocupação para as grandes empresas, que poderá ou não esbarrar no crescimento de seus mercados correntes. Isso porque as saídas mais óbvias via aumento da distribuição de dividendos e/ou redução da taxa de endividamento são de todo modo limitadas. Assim, o mais provável é que a grande empresa, ao invés de adaptar seus planos de investimento e suas políticas de dividendo e endividamento às oportunidades sugeridas pelo aumento da demanda de seu mercado corrente, empreenda esforços adicionais para realizar seu potencial de crescimento, mesmo que através de programas especiais de venda, tal como abordado por Steindl, ou pelo recurso de políticas agressivas de fusões e aquisições.

#### **IV. Consolidação e reestruturação das estruturas de mercado em oligopólio: o caminho das fusões e aquisições**

Neste trabalho, as operações de fusões e aquisições devem ser vistas como uma das formas possíveis da firma expandir ou diversificar suas atividades. A outra forma mais óbvia é a implementação de investimentos próprios em nova capacidade, seja no mercado corrente ou em direção a novos. É claro que a pressão competitiva da acumulação interna de lucros, tal como vista na última seção, também pode resultar na escolha pela via dos investimentos em modernização ou intensificação das atividades de P&D. Porém, a ênfase aqui será dada às implicações sistêmicas que o caminho de expansão via fusões e aquisições dentro de um ambiente competitivo traz à tona<sup>11</sup>.

Deve estar claro, então, que o problema a ser encarado aqui não é tanto em relação aos movimentos mais ou menos contínuos de fusões e aquisições presentes na maioria das indústrias. É da dinâmica normal de qualquer setor de atividades manter algum grau de operações de fusões e aquisições devido às recorrentes entradas e saídas e mesmo pela readequação de portfólio por parte

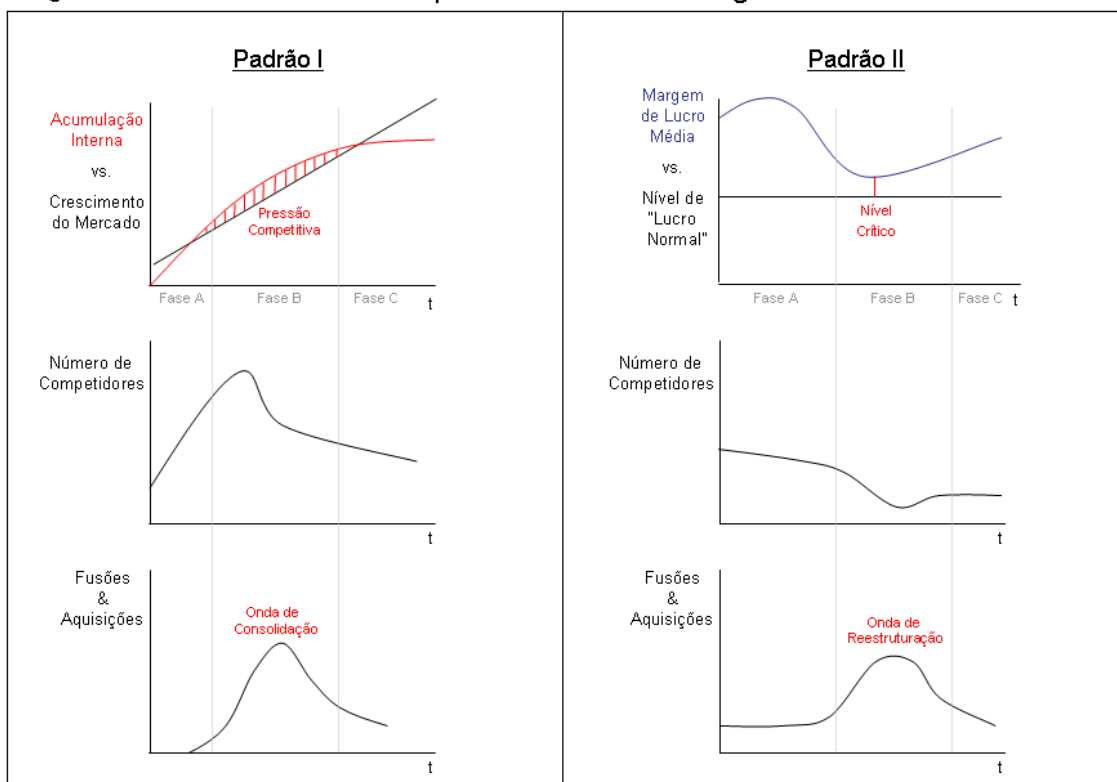
---

<sup>11</sup> É bom lembrar também que esse caminho pode ser tanto na direção de especialização (integração horizontal) quanto de diversificação (integração vertical e conglomerada). Esta seção, no entanto, respeitando a separação analítica proposta por Guimarães (1982, p. 66) entre “fusão interna” e “fusão diversificante”, estará dedicada apenas à análise do primeiro caso.

das empresas. Nesse sentido, o importante aqui é reconhecer a idéia de que em certos momentos tais movimentos são intensificados, isto é, se concentram em determinados intervalos de tempo relativamente bem definidos, caracterizando as chamadas “ondas” de fusões e aquisições<sup>12</sup>. A tarefa desta seção será justamente identificar e discutir certos padrões teóricos potencialmente encontrados para essas ondas de fusões e aquisições no interior de uma indústria que opera segundo a lógica geral da concorrência sob condições oligopolísticas<sup>13</sup>.

O ponto em questão, tal como sugerido por Possas (1987, p.133), é, portanto, descobrir e caracterizar “qual desequilíbrio está em processo”. Assim, começando pela discussão do padrão I – aquele que define uma onda de consolidação –, o “desequilíbrio” que pode ser encontrado aqui se refere à intensificação da pressão competitiva num período de aceleração da acumulação de capital na indústria. Além disso, uma característica distintiva deste padrão I é o espaço significativo que o grupo das firmas “marginais” ocupa na capacidade de oferta da indústria.

Figura 1: Uma Proposta Estilizada do Argumento



<sup>12</sup> Hay e Morris (1979, p. 472) também confirmam essa idéia ao argumentarem que o movimento de fusões e aquisições “tends to follow a cyclical pattern with periodic booms in mergers activity followed by more quiescent periods”. Em termos estatísticos, pode-se dizer, seguindo sugestão de Town (1992, p. S84-S85), que “a series is said to behave in waves if it experiences epochs marked by large, discrete, and unsustainable increases in the expected value of the series conditional on being in a wave epoch”.

<sup>13</sup> Em Shrerer e Ross (1990, p. 153-159) a noção de “onda” é mais ampla e se refere aos movimentos de longo prazo da estrutura industrial americana como um todo. Esse tipo de abordagem “macroeconômica”, que relaciona as “ondas” de fusões e aquisições aos ciclos da atividade econômica em geral e aos movimentos de longo prazo do mercado acionário está fora dos propósitos deste trabalho.

Em primeiro lugar, é necessário resgatar o resultado importante da discussão da última seção, que mostra como a taxa de expansão das grandes firmas depende de sua taxa de acumulação interna, que, por sua vez, depende das margens de lucro vigentes. Com isso em mente, pode-se distinguir, dentro do período de vigência do padrão I, três momentos ou fases (A, B e C) que se sucedem e explicam como uma onda de consolidação pode se estruturar.

A fase A configura-se como um momento no qual a taxa de expansão da indústria se apresenta especialmente vigorosa, ficando em um nível maior ou igual do que a taxa de acumulação interna de lucros. Neste caso, o dinamismo do mercado não apresenta dificuldades em acomodar as pretensões de crescimento de todas as empresas estabelecidas. E mais que isso, sugere-se mesmo a possibilidade de novas entradas, reduzindo os níveis iniciais de concentração da indústria pelo aumento no número de competidores.

Nesse sentido, a participação relativa das maiores empresas tenderá a não aumentar enquanto o peso relativo do grupo das “marginais” for mantido ou até ampliado, caso o nível das barreiras à entrada esteja baixo. O fato de que a ampliação da participação do grupo das “marginais” se dê preferencialmente por novas entradas explica-se pela razão de que as empresas “marginais” ou não possuem individualmente capacidade significativa de expansão ou possuem tal capacidade, mas a uma taxa menor do que a das empresas “progressistas”.

Vale dizer também que a fase A pode ser representativa tanto do estágio inicial do desenvolvimento de uma indústria, quanto de um período logo após uma importante mudança no padrão de concorrência vigente, seja por alterações nas condições técnicas (inovações), econômicas (extensão do mercado, elasticidade da demanda e custos diretos) ou mesmo institucionais (privatização e desregulação). O importante para caracterizar a fase inicial do padrão I é que tais mudanças no ambiente competitivo sejam duradouras e tenham caráter eminentemente expansivo.

O alto dinamismo do mercado presente na fase A se reflete, então, numa aceleração da acumulação interna de lucros da indústria. Porém, dado os diferenciais de custo e lucratividade entre as empresas, o ritmo de expansão das empresas melhor situadas cresce de forma mais intensiva que o ritmo médio de expansão do setor, provocando um movimento em direção à concentração relativa, isto é, de aumento da desigualdade de tamanho entre o grupo das “progressistas” e das “marginais”. Isso se dá porque “se a taxa de expansão da indústria for menor do que a taxa de acumulação interna de lucros das empresas melhor situadas, porém o montante absoluto da expansão do mercado ainda for maior que o montante absoluto da expansão das ‘progressistas’, estas terão que garantir apenas uma participação relativa maior no mercado, sem necessidade de promover expulsão de empresas, daí a denominação de concentração relativa sugerida por Steindl” (SILVA, 2004, p. 177).

Contudo, com a continuidade desse processo, chega certo momento em que, pelo aumento rápido do potencial de crescimento das “progressistas”, a taxa de acumulação interna da indústria alcança um nível crítico<sup>14</sup> em sua relação com a taxa de expansão do mercado. Inicia-se, dessa forma, a transição da fase A para a fase B, que tem como característica marcante o fato da taxa de expansão das “progressistas”, multiplicada pela sua participação nas vendas da indústria como um todo, ultrapassar a taxa de expansão total da indústria. Ou seja, o dinamismo do mercado já não dá mais vazão ao potencial de crescimento das empresas que o compõem, inaugurando uma fase de políticas mais agressivas de crescimento por parte das empresas líderes.

Trata-se, agora, de um conjunto de possíveis situações nas quais o potencial de crescimento das empresas estabelecidas – fruto de uma taxa de acumulação interna de lucros particularmente ampliada – não pode ser plenamente realizado, gerando uma forte pressão competitiva entre as empresas concorrentes. Como diz Steindl (1983, p. 62), se “a taxa de acumulação interna das firmas bem situadas, determinada por sua vantagem diferencial, for de tal ordem que empurre a sua expansão além da taxa de expansão da indústria como um todo, elas terão de garantir uma participação relativa maior no mercado”. O ponto importante é que para que isto ocorra, nas condições de uma taxa de acumulação interna maior que a taxa de expansão da indústria, a participação absoluta do grupo das “marginais” deverá, necessariamente, diminuir. É aberta, assim, uma fase de rápida concentração absoluta pela eliminação de determinado número de firmas estabelecidas.

Mas como se dará essa eliminação? Para Steindl, o caminho do ajuste se daria através de uma campanha especial de vendas, definida por um esforço de comercialização mais intenso do que o nível normalmente realizado. Ou seja, as grandes empresas buscariam capturar mercado para fazer frente a sua expansão de oferta através de uma política de redução de preços, de aumento na qualidade ou ampliação das despesas em *marketing*<sup>15</sup>. Como as firmas “marginais” apresentam um nível de custo mais elevado e têm menor flexibilidade financeira, é de se esperar que estas não serão capazes de suportar a tensão promovida pela campanha especial de vendas das “progressistas”, abandonando mais cedo ou mais tarde o mercado.

---

<sup>14</sup> “O nível crítico de que falamos é a taxa máxima de expansão das grandes firmas, que, dada a taxa de expansão da indústria, é consistente com uma participação absoluta constante das outras firmas” (STEINDL, 1983, p. 63).

<sup>15</sup> Apesar de apresentar a resposta mais rápida, a política de redução de preços é geralmente evitada ao máximo porque tem um impacto profundamente desestabilizador sobre a coordenação oligopolista da indústria. O recurso a esse tipo de instrumento concorrencial pode ser tanto mais efetivo quanto menor tenha que ser a redução de preço para colocação no mercado a oferta adicional das “progressistas”. Caso o grupo das “marginais” opere com algum nível significativo de lucro, sua capacidade de resistência se eleva e o caminho da “guerra de preços” torna-se ainda mais perigoso. Já a opção da competição pela qualidade ou por campanha de *marketing* mais intensiva, além de não apresentar a mesma rapidez de resposta que a política de redução de preços, nem sempre está aberta às empresas (isso será tanto mais verdade quanto menor for o peso da diferenciação de produtos na lógica competitiva da indústria).

A campanha especial de vendas tem mesmo uma importância decisiva como estratégia complementar ao crescimento interno das grandes empresas líderes. De fato, a expansão de capacidade produtiva das “progressistas”, mantendo o grau de utilização planejado, só pode se dar em proporção maior que o crescimento do mercado com algum sacrifício de margem de lucro. Porém, convém reconhecer a existência de outro caminho possível de expansão das empresas, que por não implicar pressão imediata sobre a capacidade produtiva da indústria, não exerce maiores influências sobre o nível de preços ou de custos praticados.

É aqui, portanto, que aparece a possibilidade da emergência de uma onda de consolidação na indústria como mecanismo alternativo de ajuste à forte pressão competitiva que se estabelece na fase B deste padrão I. A emergência de uma onda de consolidação será tanto mais provável quanto maior for, neste momento, a vantagem da estratégia de fusões e aquisições em relação à estratégia de crescimento orgânico ou quanto maior for o impulso nessa direção fruto da intensificação da rivalidade entre as empresas estabelecidas e da ameaça potencial de novas entradas por essa via.

Deve estar claro que uma das grandes diferenças entre o caminho de expansão das fusões e aquisições e o caminho de crescimento via investimento em nova capacidade é que este permite uma maior especificação do plano de investimento, tanto em termos técnicos quanto de desembolso financeiro. Isso facilita o casamento entre as necessidades competitivas da empresa e as características do empreendimento. Já no caso das fusões e aquisições, existe pouca flexibilidade sobre as características dos ativos, sendo vista na maioria dos casos como um tipo de “solução pronta”. Porém, frente à maior flexibilidade dos investimentos orgânicos, a via das fusões e aquisições apresenta algumas vantagens que cabe destacar<sup>16</sup>.

Em primeiro lugar, deve ser dito que o tempo de concretização de operações de fusões e aquisições é, geralmente, muito menor do que o prazo de maturação dos investimentos em nova capacidade. Isso será tanto mais verdadeiro quanto maior for a complexidade e a escala de operação técnica da indústria. Assim, as fusões e aquisições podem constituir-se como um tipo de atalho temporal para a concretização dos planos de expansão das empresas, especialmente relevante num contexto de incerteza<sup>17</sup>. É importante notar, no entanto, que o período de integração deve ser

---

<sup>16</sup> É bom reconhecer também que a escolha entre as estratégias de crescimento interno ou pela via das fusões e aquisições não se dá geralmente em favor de apenas uma delas. Na verdade, o que ocorre freqüentemente é a atuação das empresas nas duas frentes, cabendo apenas uma diferenciação importante em termos dos montantes de recursos destinados a cada uma delas. Em geral, entende-se que a empresa “optou” pela estratégia de fusões e aquisições caso destine uma parte mais significativa de recursos a este fim, comparativamente aos investimentos em nova capacidade.

<sup>17</sup> A redução dos riscos envolvidos neste caso será ainda maior caso a operação se dê pela troca de ações, não comprometendo os fundos internos da empresa. Essa opção será tanto mais interessante quanto mais valorizada estiver as ações da empresa adquirente, isto é, quanto maior for sua taxa de avaliação do mercado ou “*valuation ratio*” (HAY e MORRIS, 1979, p. 496-497). Deve estar claro também que o recurso ao financiamento externo aos investimentos de expansão implicará maior risco tanto no caso de crescimento orgânico quanto no caso da escolha pelo caminho das fusões e aquisições.

considerado, já que uma série de dificuldades administrativas pode surgir após o fechamento de uma transação envolvendo fusões e aquisições, o que deve ampliar o horizonte temporal a ser considerado na implementação deste tipo de investimento e sua própria eficiência em relação ao resultado esperado.

Uma segunda questão levantada por muitos autores é aquela que envolve os esforços necessários para construir uma demanda cativa para suportar os novos investimentos. Tanto o ritmo quanto os recursos dedicados a capturar a demanda necessária para fazer frente à expansão da oferta podem ser bastante reduzidos no caso da estratégia de fusões e aquisições, já que a carteira prévia de clientes da empresa adquirida é geralmente preservada pela adquirente. Além disso, a realização de fusões e aquisições representa um plano de expansão acessível às empresas que não acirra o conflito por demanda, já que não exerce, pelo menos num primeiro momento, uma pressão significativa sobre o crescimento efetivo da capacidade de produção do setor onde se dá.

A escolha da estratégia das fusões e aquisições também pode ter a vantagem de internalizar novas competências técnicas e ativos específicos de difícil reprodutibilidade. Ou seja, pode servir como uma fonte rápida de capacitação tecnológica para a empresa, evitando as incertezas inerentes aos processos de P&D. Essa vantagem do caminho das fusões e aquisições é ainda mais relevante para o caso da decisão de entrada em setores com alto nível de barreiras tecnológicas à entrada.

Cabe dizer ainda que a via das fusões e aquisições pode ser bastante vantajosa no caso de uma indústria apresentar certos gargalos de recursos técnicos e/ou humanos para o crescimento mais acelerado da produção. De fato, em certos casos, a relativa escassez de recursos torna a realização de fusões e aquisições a única estratégia de crescimento rápido aberta às empresas.

Dessa discussão, é justo identificar as questões relativas ao *timing* dos investimentos, acesso a recursos e garantia de nova clientela como as mais importantes no confronto entre a estratégia de crescimento orgânico e o caminho das fusões e aquisições. O ponto central, no entanto, é perceber que esses são os fatores responsáveis por um maior ou menor grau de incerteza nas iniciativas de expansão das empresas. Essa questão se torna ainda mais importante nas circunstâncias nas quais a rapidez da expansão é decisiva para o sucesso no jogo competitivo.

Feitas essas considerações e dadas as condições necessárias que levam à intensificação das operações de fusões e aquisições, resta ainda explicar porque esses movimentos podem tomar a forma de uma onda de consolidação. Em outras palavras: por que as grandes empresas líderes de uma indústria convergem em dado momento para uma estratégia de fusões e aquisições e como este impulso conjugado resulta numa consolidação da estrutura de mercado com um grau maior de concentração?



Antes de apresentar uma resposta, vale levantar as principais características do perfil esperado para as operações responsáveis pela definição de uma onda de consolidação. Assim, é de se esperar que as operações de fusões e aquisições desta fase ocorram entre os grupos das “progressistas” e “marginais”. De fato, uma onda de consolidação deve ser caracterizada pelo movimento sucessivo, porém relativamente concentrado no tempo, das grandes em direção as pequenas firmas do mercado. É nessa fase que o poder e a pressão competitiva das empresas melhor situadas na indústria adquirem tamanha expressão que cada uma das demais participantes do mercado torna-se um alvo potencial de aquisição. Isso porque a mera perspectiva de expansão das “progressistas” num contexto de estreitamento relativo do mercado já resultará numa diminuição do valor atual das “marginais” *vis-à-vis* ao valor das “progressistas”, estimulando, sem dúvida, as operações de fusões e aquisições entre esses grupos.

Levando em consideração as condições competitivas descritas pela fase B do padrão I, esse tipo de perfil esperado para a onda de consolidação justifica-se ainda mais pelo fato da possibilidade de operações como estas dentro do grupo das “progressistas” ou entre as “marginais” ser bastante remota. Isso porque um movimento significativo de fusões e aquisições entre as “marginais” deve apenas ocorrer nos marcos da fase A, tal como descrita acima, sendo posteriormente reduzido às operações normais de entradas e saídas do mercado. Já entre as “progressistas”, não se espera encontrar numa tendência de alta na acumulação da indústria movimentos de fusões e aquisições entre elas – exceto por casos isolados que não pertencem às preocupações lançadas aqui. Ao contrário, como será visto a seguir, esse perfil só será esperado dentro de um contexto de reestruturação da indústria, o qual só pode ocorrer sob condições bem distintas das tratadas até aqui.

Dado que a direção da onda de consolidação se dá das empresas “progressistas” para as “marginais”, cabe discutir os possíveis fatores que levam o primeiro grupo a adotar relativamente ao mesmo tempo uma estratégia parecida de expansão. Para tanto, o entendimento de como a rivalidade entre as empresas estabelecidas se comporta nessa fase da dinâmica de acumulação da indústria é, sem dúvida, fundamental. Deve-se reconhecer ainda o peso que o perigo latente de novas entradas exerce sobre o comportamento provável das grandes empresas líderes em direção ao caminho das fusões e aquisições.

A resposta sugerida deve situar-se, portanto, no âmbito do alto grau de interdependência das ações entre os concorrentes, abrangendo tanto a concorrência potencial quanto a efetiva, que promove, neste caso, um fenômeno análogo ao “efeito manada”, típico das situações onde a incerteza exerce um papel fundamental na tomada de decisões. A preocupação central das “progressistas”, em tal contexto, tende a ser a rápida ocupação do mercado, de modo a não criar

oportunidades que resultem na atração de novos concorrentes de peso ou ampliação em demasia dos já estabelecidos<sup>18</sup>. É por isso que uma vez iniciado um movimento importante de fusões e aquisições sob as condições estabelecidas, este tende a ser realimentado pela decisão das outras empresas líderes na mesma direção, estruturando, desse modo, uma onda de consolidação na indústria. Esse comportamento mimético é mesmo uma característica típica e esperada da reação oligopolística.

Deve estar claro, também, que não se trata aqui de uma abordagem de cunho determinista, uma vez o grau de incerteza dos resultados da análise deve ser reconhecido. Isso se deve à presença de decisões baseadas em expectativas recíprocas de comportamento, cuja racionalidade está longe de ser predeterminada. O resultado final dependerá tanto da situação concreta da qual se parte quanto da seqüência de iniciativas tomadas efetivamente pelas empresas, bem como das reações alternativas de adaptação ou não que se seguem<sup>19</sup>.

Nesse sentido, o que se sugere é “ler” os gráficos que compõem o padrão I de baixo para cima (o mesmo vale para o padrão II). Ou seja, não é a pressão competitiva da fase B que leva, inexoravelmente, à redução do número de competidores ou o aumento da concentração por uma onda de consolidação. Na verdade, o argumento é o de que uma onda de consolidação, uma vez caracterizada, deve indicar a presença de uma forte pressão competitiva, tal como descrita pela fase B do padrão I, e gerar um resultado de queda forte e rápida do número de competidores no mercado, aumentando permanentemente o grau de concentração absoluta da indústria.

Esclarecido esse ponto e entendida a dinâmica geral presente na fase B, trata-se agora de mostrar como se dá a transição desta para a fase C, na qual a pressão competitiva é arrefecida como consequência da onda de consolidação, estabelecendo novas condições estruturais de concorrência para a indústria. Tal como aconteceria caso uma campanha especial de vendas, o processo de concentração pelo qual passa a indústria, resulta numa redução da margem de lucro média para um nível compatível com o ritmo de crescimento do mercado. Esse ajuste da estrutura de margens de lucro vigente é responsável também pelo término da onda de consolidação a que deu origem<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Como argumenta Guimarães (1983, p. 51), “a capacidade de as diferentes firmas se anteciparem ao crescimento do mercado e aumentarem a capacidade produtiva na frente da demanda corrente, ganhando terreno sobre seus competidores, pode determinar a distribuição do acréscimo de demanda entre os diversos produtores e definir aqueles que não conseguirão realizar seus potenciais de crescimento”.

<sup>19</sup> Por exemplo, se alguns dos participantes do mercado são quase-firmas de grandes empresas diversificadas, é bem possível que ocorra uma reorientação dos lucros não-reinvestidos na indústria para outras quase-firmas dessas empresas, propiciando uma redução do potencial de crescimento da indústria e contribuindo para o seu ajustamento ao ritmo de expansão da demanda.

<sup>20</sup> Vale lembrar que o término da onda também pode ser precipitado pelo rápido esgotamento das oportunidades de aquisição na indústria. Neste caso, as disputas pelo mercado passam a se dar através de movimentos mais de longo prazo, isto é, pela via do desenvolvimento de novos projetos e do crescimento orgânico com maior eficiência em custos.

Espera-se, portanto, como resultado da onda de consolidação, um processo de ajuste que leve a uma redução na média das margens de lucro da indústria. Isso porque os efeitos de fusões e aquisições com o perfil exposto sobre o nível das margens de lucro é o mesmo que o das campanhas especiais de venda, tal como tratadas por Steindl. O argumento aqui é o de que como a composição do conjunto de ativos das “progressistas” é, por definição, mais eficiente que o das “marginais”, pela presença das economias de escala, a simples reunião desses conjuntos por uma operação de fusão e aquisição deve, necessariamente, implicar na redução do nível da margem de lucro global de operação da empresa adquirente. Além disso, uma vez que a hierarquia das margens de lucro intra-industriais se sustenta na renda diferencial determinada por uma estrutura de custos dada, se o ganho de eficiência das operações das fusões e aquisições se refletir em redução de custo, então a estrutura de custo vigente na indústria será alterada e ocorrerá um achatamento do intervalo entre os níveis de lucro encontrados na indústria, gerando o mesmo resultado final.

Assim, tal como na campanha especial de vendas, a onda de consolidação pode funcionar como um mecanismo alternativo de ajuste da indústria frente ao acirramento da pressão competitiva no seu interior. Esse ajuste levará a uma redução da acumulação interna em  $t+1$  e assim sucessivamente, enquanto perdurar a estratégia ofensiva, até que se estabeleça a readequação necessária entre a taxa de expansão das empresas melhor situadas e a taxa de crescimento da indústria em questão.

A fase C do padrão I se estabelece, então, quando a taxa de expansão das empresas com maior potencial de crescimento estiver novamente compreendida dentro de certos limites definidos pelo grau de dinamismo do mercado. Com isso, o impulso da forte pressão competitiva que conduziu à adoção das políticas mais agressivas de concorrência deve ser em grande parte arrefecido.

Um ponto importante que merece destaque é que essa discussão dos mecanismos de ajuste endógeno à estrutura de mercado coloca em evidência certos limites às margens de lucro vigentes na indústria, para além daqueles definidos pelo nível das barreiras à entrada. Ou seja, a abordagem steindliana tem o mérito de mostrar como a estrutura das margens de lucro também deve se ajustar de modo que a taxa de acumulação interna das empresas melhor situadas seja condizente com a taxa de crescimento da indústria em que atuam como um todo<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> Segundo o próprio Steindl (1983, p. 71), sua análise “demonstra que a limitação à participação dos lucros é, em si mesma, uma consequência do caráter agressivo e dinâmico da acumulação interna, que, ao mesmo tempo, dá origem à ‘concentração absoluta’. A concentração absoluta e a limitação imposta às margens de lucro líquido a determinados níveis de utilização constituem, na verdade, apenas dois aspectos da mesma coisa, ambas provocadas pela pressão competitiva da acumulação interna de lucros”.

Concluída a exposição das características principais e da dinâmica geral das fases A, B e C do padrão I, cabe agora discutir em seus meandros a engrenagem que constitui o padrão II, definido pela presença de uma onda de reestruturação. Em primeiro lugar, deve estar claro que o contexto da indústria não é mais aquele de um vigoroso ritmo da acumulação. Ao contrário, sua marca constitutiva é a presença de uma tendência de baixa no processo de acumulação de capital da indústria. Essa ressalva torna-se fundamental, na medida em que é, justamente, nesses momentos de baixa que se dá a conversão da concorrência oligopolística como irmandade prática entre os grandes numa luta feroz entre irmãos inimigos.

Outra característica importante desse padrão II é que ele corresponde a uma indústria amadurecida, definida pela presença de um pequeno número de empresas “marginais” de porte não reduzido, cada uma delas respondendo por parcela significativa da produção total da indústria e operando numa faixa de lucro acima do “normal”<sup>22</sup>, logo, com elevada resistência financeira. De forma diferente do padrão I, o grau prévio de concentração da indústria é agora relativamente alto.

Essa ressalva é importante, na medida em que, nesse novo ambiente competitivo, o custo de enfrentar concorrentes com capacidade financeira para resistir à pressão concorrencial geralmente é muito alto. Uma exceção pode ocorrer no caso das “progressistas” acumularem uma vantagem tão grande que compense a eliminação dessas firmas “marginais” mais robustas. Porém, é de se esperar que isso só aconteça numa fase de alta na acumulação. O ponto é que, diferentemente do que acontece no padrão I, não ocorrerá concentração de mercado no mesmo passo em que se avoluma a acumulação interna das empresas “progressistas”, já que muito provavelmente o mecanismo de diversificação será acionado antes<sup>23</sup>.

Contudo, nesse ponto da discussão, o interesse fundamental é investigar os resultados que a interação entre um contexto de baixa, caracterizado por uma forte pressão sobre as margens de lucro praticadas, e uma estrutura concentrada pode apresentar. Caso a condição de existência de um grupo significativo de “marginais” de pequeno porte fosse mantida, não haveria nenhuma dinâmica interessante de ajustamento ao período de baixa, já que a fácil e relativamente rápida eliminação desse grupo poderia reestabelecer as condições de estabilidade entre a acumulação das empresas de maior porte e o baixo dinamismo do mercado.

---

<sup>22</sup> Embora apresentem lucros acima da média competitiva (“lucros normais”), o pressuposto é o de que a pressão de sua acumulação interna será sempre comportada pelo dinamismo do mercado. De fato, ao contrário do que às vezes se supõe, é esta a definição própria do grupo das “marginais” e não o fato de serem necessariamente pequenas e apresentarem apenas “lucro normal”.

<sup>23</sup> Ou seja, a diversificação em direção a novas linhas de atividade ou novos mercados também pode possibilitar um reposicionamento estratégico para a grande empresa face aos constrangimentos do ambiente competitivo que afetam sua rentabilidade a longo prazo. A política de diversificação aparece, então, como um escoadouro alternativo para a realização do potencial de crescimento da grande empresa, evitando ou atenuando os atritos e custos elevados inerentes à luta concorrencial através de políticas agressivas de expansão na indústria em seu estágio de maturidade.

É por isso que se espera que o contexto propício de reestruturação de uma estrutura de mercado, isto é, um movimento significativo de eliminação de empresas de grande porte, só ocorra em uma indústria madura nos períodos de uma prolongada baixa de mercado. Se uma onda de consolidação tem como característica básica o movimento das “progressistas” em direção às “marginais”, o traço distintivo de uma onda de reestruturação é, justamente, o oposto. Ou seja, trata-se agora de um movimento interno ao grupo das grandes empresas líderes do mercado.

Mas para entender como se forma endogenamente esse impulso à reestruturação, convém analisar a dinâmica particular que o torna possível. Para tanto, mais uma vez, divide-se o padrão proposto em três fases distintas. Assim, a fase A desse padrão II seria aquela na qual as empresas líderes do mercado buscariam se proteger e resistir ao máximo às pressões sobre as margens de lucro vigentes.

Inicialmente, frente a uma tendência de baixa, ainda que os preços estejam sujeitos a modificações acompanhando os custos, as margens de lucro provavelmente se manterão relativamente estáveis frente às oscilações do nível de demanda da indústria em questão, tornando-se mesmo rígidas para baixo e flexíveis para cima, dependendo das características da elasticidade da demanda. Essa condição permitirá que o grau de utilização, no confronto entre o excesso de capacidade planejado com o efetivo, funcione no oligopólio como variável dinâmica central de integração da empresa com o mercado, invertendo assim o papel comumente atribuído ao preço como mecanismo regulador ou de ajuste da produção à demanda (POSSAS, 1987).

Claro que esta possibilidade não estará aberta a todas as empresas. Na verdade, é mesmo de se esperar que algumas saídas de empresas do grupo das “marginais” ocorra, mas não na proporção necessária para conter às pressões sobre o nível médio de lucro da indústria. Com o passar do tempo e continuidade da tendência de baixa, se torna cada vez mais difícil para as empresas restantes sustentar seus *mark-ups* e o horizonte de uma guerra generalizada de preços começa a se apresentar perigosamente para todos<sup>24</sup>.

Esse é o contexto de transição da fase A para a fase B do padrão II, onde o nível médio das margens de lucro aproxima-se de um nível crítico a partir do qual a eminência de uma guerra de preços estará dada. Desse ponto em diante, os mecanismos de coordenação do oligopólio entram em franca erosão como prenúncio da morte lenta de todos. A menos que seja possível sustentar algum tipo de colusão mais ou menos tácita, é bem provável que a saída se dê a partir de um forte processo de reestruturação da indústria.

---

<sup>24</sup> O nível crítico pode se dar tanto sobre o nível das margens médias da indústria, como manifestar-se a partir de um grande acúmulo de capacidade excedente não-planejada. Sem dúvida, este último caso é o mais fiel à abordagem de Steindl à crise de sobreacumulação de capital.

Trata-se, sem dúvida, de um contexto de crise de realização dinâmica ou, como diria Steindl (1983, p. 255), de uma crise de sobreacumulação de capital, dada por “uma relativa abundância de capital que não encontra campo suficiente para operar”. É claro que as formas de aparência desse excesso relativo de capital são variadas, mas sua expressão maior é a generalizada oferta de capacidade ociosa na indústria.

A razão imediata para o fenômeno da sobreacumulação vem do fato do crescimento ao longo do tempo da capacidade produtiva determinar um excesso relativo de capital *vis-à-vis* a taxa de lucro corrente, colocando parte concreta do capital em posição ociosa. Assim, o capital adicional passa a ser excessivo ou redundante, já que a taxa efetiva de lucros que consegue realizar se revela inferior a realizada anteriormente pelo conjunto do capital aplicado. Na tentativa de realizar o potencial de crescimento acumulado, os novos investimentos só poderão se efetivar baixando a margem de lucro a partir da qual a empresa opera, gerando assim uma tendência à estagnação desse mercado.

O argumento defendido aqui é o de que frente ao horizonte da estagnação prolongada se coloca a possibilidade da reestruturação da indústria através fortes movimentos de fusões e aquisições entre as grandes empresas estabelecidas. É certo que a realização destas operações resultará numa tendência de elevação do grau de concentração da indústria, não só devido aos impactos diretos em termos da integração dos conjuntos de ativos, mas também em razão dos efeitos indiretos sobre as formas concretas da concorrência vigente no mercado. Assim, uma vez iniciado o movimento de fusões e aquisições dentro do grupo das “progressistas”, a pressão competitiva no interior da indústria tende a se acirrar, impondo uma revisão das estratégias das demais empresas líderes, representando um estímulo adicional à continuidade dessas operações e estruturando, desse modo, uma onda de reestruturação.

Diferentemente do que ocorre no caso da onda de consolidação, agora os ganhos esperados de eficiência das operações de fusões e aquisições (gerados, por exemplo, pela simples redução do *overhead*) terão impactos positivos sobre as margens de lucro. Como por definição o conjunto de ativos das “progressistas” operam num grau semelhante de as economias de escala disponíveis, então a combinação entre eles que gere sinergias leva, necessariamente, a uma melhora do nível de margens de lucro para a empresa remanescente.

É provável também que o nível de barreiras à entrada da indústria também se eleve pela aumento do porte das empresas remanescentes, reforçando a tendência de recomposição das margens praticadas. Isso porque o maior poder de mercado das empresas combinadas num contexto de reduzida influência das “marginais” sobreviventes torna possível a recomposição das margens

anteriormente praticadas, recolocando a pressão competitiva da indústria em compasso com o dinamismo do mercado em questão.

Uma vez ocorrida a onda de reestruturação, isto é, uma vez encerrada a fase B do padrão II, as fortes pressões contracionistas que atuavam sobre o nível médio de lucro são em grande medida revertidas. O ajuste das posições relativas no mercado recompõe os níveis das margens de lucro adequados à continuidade do processo de acumulação das empresas líderes. O resultado desse ajuste estrutural é, sem dúvida, o aumento permanente do grau de concentração absoluta da indústria, reequilibrando o jogo competitivo entre os grandes atores. Com isso, uma nova fase é estabelecida dentro da evolução do padrão II. A fase C, portanto, é aquela na qual ocorre a recomposição das condições necessárias para uma relativa estabilidade do padrão de concorrência em vigência, recolocando as bases do processo de acumulação das empresas líderes.

## **V. Conclusão**

Da discussão das seções anteriores, deve ter ficado claro que uma das características distintivas das indústrias que operam sob as bases e a lógica da concorrência oligopolística é o fato de que a realização do potencial de crescimento das empresas que as compõem não está de modo algum garantida, já que existe a possibilidade concreta destas se deparem com um excedente de acumulação interna que não pode ser aplicado no contexto em que é gerado. Na verdade, esse tipo de problema pode ocorrer em qualquer fase do desenvolvimento de uma indústria, até mesmo nos momentos de baixa do processo de acumulação. Isso porque, de modo geral, o ritmo de acumulação das unidades de capital e as condições de rentabilidade e realização de seus novos investimentos não estão proporcionalmente relacionados.

Por isso, o caminho de expansão da empresa foi investigado aqui tanto pela sua capacidade de geração de lucros a partir de suas linhas de atividades, quanto pelas possibilidades que o padrão de concorrência da indústria em que atua coloca para a realização de seu potencial de crescimento. Nesse sentido, a questão principal trabalhada aqui referiu-se ao modo como as grandes empresas podem agir frente aos obstáculos estruturais colocados em seu caminho de expansão. Uma atenção especial foi dada aos condicionamentos estruturais que estimulam as políticas de fusões e aquisições como forma de superação de tais obstáculos. Tentou-se delimitar dois possíveis padrões estruturais para os movimentos de fusões e aquisições fruto da dinâmica de acumulação de empresas em concorrência sob condições oligopolísticas. Mais que isso, a proposta foi a de mostrar como esses dois padrões podem ser vistos como mecanismos alternativos de ajuste aos “desequilíbrios” da dinâmica industrial tal como propostos por Steindl.

## Referências Bibliográficas

- BAIN, J. (1956) *Barriers to new competition*. Cambridge: Harvard University Press.
- BLOCH, H. (2000) *Steindl's contribution to the theory of industry concentration*. In: Australian Economic Papers, vol.39, n.1, pp. 92-107.
- \_\_\_\_\_; FINCH, J. (2006) *Schumpeter and Steindl on maturity and growth in capitalism*. In: Anais 19<sup>th</sup> Annual Conference of the History of Economic Thought Society of Australia, Ballarat, Victoria.
- \_\_\_\_\_. (2005) *Penrose and Steindl: foundations for a general theory of firms and competition*. Curtin University of Technology School of Economics and Finance, Working Paper Series, 05:07.
- CANTWELL, J; SANTANGELO, G. D. (2002) *M&As and the global strategies of TNCs*. In: The Developing Economies, XL-4, pp. 400-434.
- COUTINHO, L. G. (1975) *The internationalization of oligopoly capital*. Tese de doutoramento, Faculty of the Graduate School of Cornell University.
- DIAS, M. I. P. (2002) *Fusões e aquisições, diversificação e coerência corporativa: uma análise para empresas líderes da indústria manufatureira norte americana nos anos 90*. Tese de doutoramento. IE-UFRJ, Rio de Janeiro.
- GUIMARÃES, E. A. (1982) *Acumulação e crescimento da firma: um estudo de organização industrial*. Rio de Janeiro: Zahar Editores.
- HANNAH, L; KAY, J. A. (1977) *Concentration in modern industry: theory, measurement and the U.K. experience*. Londres: The Macmillan Press.
- HAY, D; MORRIS, D. (1979) *Industrial economics: theory and evidence*. Oxford University Press.
- KALECKI, M. (1937) *The principle of increasing risk*. In: *Economica*, vol. IV.
- KNUDSEN, T. (2002) *Economic selection theory*. In: *Journal of Evolutionary Economics*, vol.12, pp. 443-470.
- LABINI, P. S. (1980) *Oligopólio e progresso técnico*. São Paulo: Nova Cultural.
- MARRIS, R. (1964) *The economic theory of managerial capitalism*. Londres: Macmillan.
- MARSHALL, A. (1890) *Principles of Economics*. London: Macmillan and Co., disponível em: <http://www.econlib.org/library/Marshall/marP.html>
- PENROSE, E. (2006) *A teoria do crescimento da firma*. Campinas: Editora Unicamp.
- POSSAS, M. L. (1987) *Estruturas de mercado em oligopólio*. 2<sup>a</sup> edição. São Paulo: Editora Hucitec.



ROTHSCHILD, K. W. (1994) *Josef Steindl: 1912-1993*. In: The Economic Journal, vol.104, n.422, pp. 131-137.

SCHERER, F; ROSS, D. (1990) *Market Structure and Economic Performance*. Houghton Mifflin.

SILVA, A. L. G. (2004) *Concorrência sob condições oligopolísticas. Contribuição das análises centradas no grau de atomização/concentração dos mercados*. Campinas: Unicamp. IE. (Coleção Teses)

STAFFORD, E; MITCHELL, M; ANDRADE, G. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*. In: The Journal of Economic Perspectives, vol.15, n.2, pp. 103-120.

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

\_\_\_\_\_. (1990) *Pequeno e grande capital: problemas econômicos do tamanho das empresas*. São Paulo: HUCITEC.

STEWART, J. F; HARRIS R. S; CARLETON, W. T. (1984) *The role of market structure in merger behavior*. In: The Journal of Industrial Economics, vol.32, n.3, pp. 293-312.

TOWN, R. J. (1992) *Merger waves and the structure of merger and acquisition time-series*. In: Journal of Applied Econometrics, vol.7.

UTTERBACK, J. M. (1994) *Mastering the dynamics of innovation*. Massachusetts: Harvard Business School Press.

WESTON, J. F; JOHNSON, B. A; SIU, J. A. (1999) *Mergers and restructuring in the world oil industry*. In: Journal of Energy Finance and Development, 4, pp.149-183.

WOOD, A. (1980) *Uma teoria dos lucros*. Rio de Janeiro: Paz e Terra.