



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

**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**

Frederico Santos Pedroza Ferreira Valente

Defesa de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de **Mestre em Ciências
Econômicas**, sob a orientação do **Prof.
Dr. Fernando Sarti**.

*Este exemplar corresponde ao original
da dissertação defendida por Frederico
Santos Pedroza Ferreira Valente, em
08/10/2009 e orientado pelo Prof. Dr.
Fernando Sarti*

CPG, 08/10/2009.

A handwritten signature in black ink, appearing to read "F. Sarti", written over a horizontal line.

Campinas, 2009

**Ficha Catalográfica elaborada pela Biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

V234d	<p>Valente, Frederico Santos Pedroza Ferreira</p> <p>A dinâmica da acumulação de capital e os movimentos de fusões e aquisições em estruturas de mercado oligopolistas: um estudo focado na evolução recente da indústria mundial do petróleo / Frederico Santos Pedroza Ferreira Valente. – Campinas, SP: [s.n.], 2009.</p> <p>Orientador: Fernando Sarti.</p> <p>Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.</p> <p>1. Fusão e aquisição. 2. Indústria petrolífera. 3. Empresas – Fusão e incorporação. I. Sarti, Fernando. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.</p> <p>09-033-BIE</p>
-------	---

Título em Inglês: The dynamics of capital accumulation and the movements of mergers and acquisitions in oligopolistic market structures: a study on the recent evolution of the global oil industry

Keywords: Merger and acquisition ; petroleum industry

Área de Concentração: -----

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca Examinadora: Prof. Dr. Fernando Sarti

Prof. Dr. Edgard Antonio Pereira

Prof. Dr. Helder Queiroz Pinto Junior

Data da defesa: 08-10-2009

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: FREDERICO SANTOS PEDROZA FERREIRA VALENTE

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

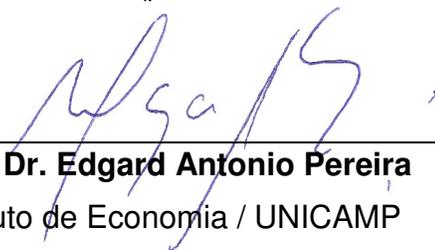
Defendida em 08 / 10 / 2009

COMISSÃO JULGADORA



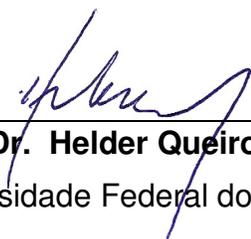
Prof. Dr. Fernando Sarti

Orientador – Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. Edgard Antonio Pereira

Instituto de Economia / UNICAMP



Prof. Dr. Helder Queiroz Pinto Jr.

Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

Para Joana e Artur.

Agradecimentos

Demorou mas saiu! Depois de tantos anos em voltas com essa dissertação, finalmente chegamos a um ponto final. Foram muitas as pessoas que participaram desse processo e esse é o momento adequado de registrar meus sinceros agradecimentos.

Ao professor Fernando Sarti por ter sido um excelente orientador. Com toda paciência, disposição e disponibilidade, participou com interesse e atenção de todo o percurso que resultou nesta dissertação.

Ao professor Mariano Laplane por ter me adotado como orientando no início desse trabalho e me ajudado a trilhar por difíceis caminhos de transição acadêmica e de vida.

Aos professores José Carlos de Souza Braga e Célio Hiratuka, que compuseram a banca de avaliação desta dissertação e cujos comentários foram extremamente ricos para a elaboração desta versão final e para a determinação de uma agenda futura de pesquisas.

Aos professores Helder Queiroz e Edgard Pereira pela participação na banca de defesa desta dissertação. Seus comentários e sugestões foram de imensa valia para o esclarecimento de pontos cruciais do trabalho.

Aos meus professores do curso de mestrado: Antônio Carlos Macedo e Silva, Daniela Prates, Frederico Mazzucchelli, José Carlos de Souza Braga, José Maria da Silveira, Luciano Coutinho, Mariano Laplane, Paulo Fracalanza, Plínio de Arruda Sampaio Jr., Ricardo Carneiro, Rodolfo Hoffman e Rosângela Ballini.

Aos amigos Angeli, Diegues, Andréa, Léo, Luciana, Marcela, Pedro, Rafael, Zana, Bruninho, Juan e Taquinho colegas de turma, por tudo o que passamos juntos e ainda vamos passar.

Ao pessoal da Republica do Apolo pela acolhida calorosa durante as curtas passagens por Campinas após a conclusão dos créditos.

Ao amigo Marco Antônio pela dedicação na leitura das primeiras versões deste trabalho e pelas longas conversas sobre tudo que se pode conversar.

Aos amigos da Petrobras que tanto colaboram com este trabalho, em especial,

a turma da gerência de fusões e aquisições da área desenvolvimento de negócios internacionais: Marcelo, Evandro, Ivan, Sergio, Marçal, Roberto, Fred, Flávia, Tiago e Andréa.

Ao pessoal da secretaria Alberto, Cida, Fátima, Marinete e Alex e a todos os funcionários do Instituto de Economia da Unicamp que, direta ou indiretamente, contribuíram na minha passagem por Campinas.

Ao Instituto de Economia da Unicamp pelo apoio institucional e a FECAMP pelo apoio financeiro.

Por fim, agradeço imensamente a todos da minha família pelo apoio e incentivo para que essa etapa da vida pudesse ser cumprida com sucesso. Aos meus pais, fica registrada minha eterna gratidão pelo esforço que fizeram para que eu pudesse chegar até aqui.

Resumo

Este trabalho analisa e discute os movimentos de fusões e aquisições na indústria mundial do petróleo a partir da década de 90, sob a ótica da dinâmica de acumulação de capital das empresas líderes. O objetivo é fornecer uma visão integrada de tais movimentos que possa ser utilizada para discutir seus impactos sobre o padrão de concorrência da indústria.

Para tanto, julga-se ser fundamental 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. Trata-se de mostrar a forma pela qual é possível descrever teoricamente certos padrões sistêmicos para os movimentos de fusões e aquisições a partir da estrutura analítica steindliana.

Abstract

This dissertation analyzes and discusses the merger and acquisition processes in the global oil industry since the early 90's, from the perspective of capital accumulation dynamics of the leader companies. The aim is to depict an integrated explanation of such processes that could be used to understand its impacts on competition trends in industry.

Accordingly, it is essential to recollect Steindl's contribution in order to understand the industrial dynamics, as well as to apply its concepts to discuss the process of consolidation and restructuring in the oligopolistic market that occur through large mergers and acquisitions. It means to demonstrate that it is possible to describe in theoretical terms certain systemic patterns to merger and acquisition processes through the steindlian analytical framework.

Sumário

Introdução	01
Capítulo 1 - A dinâmica da acumulação de capital de empresas em concorrência sob condições oligopolísticas	
1.1. As lições de Marx sobre concentração e centralização do capital: em retorno necessário	07
1.2. A natureza do poder da grande empresa e os pressupostos da concorrência sob condições oligopolísticas	19
1.3. Acumulação interna de lucro, pressão competitiva e a realização do potencial de crescimento da grande empresa	27
Capítulo 2 - O papel das fusões e aquisições nos movimentos de reestruturação e consolidação das estruturas de mercado e na diversificação da grande empresa	
2.1. Consolidação e reestruturação das estruturas de mercado em oligopólio: o caminho das fusões e aquisições	37
2.1.1. Padrão I: a onda de consolidação	41
2.1.2. Padrão II: a onda de reestruturação	52
2.2. A maturidade steindliana revisitada e o fenômeno da diversificação da grande empresa	57
Capítulo 3 - Uma breve caracterização do padrão de concorrência vigente na indústria mundial do petróleo	
3.1. As bases estruturais da indústria	67
3.2. Um quadro esquemático dos principais grupos de empresas	76
Capítulo 4 - Os movimentos de fusões e aquisições na indústria mundial do petróleo a partir da década de 90: uma análise baseada na dinâmica de acumulação de capital das empresas líderes	
4.1. Panorama geral e definição da abordagem metodológica	85
4.2. A onda de reestruturação (1998-2001)	93
4.3. A onda de consolidação (2005-2008)	99
Conclusão	109
Bibliografia	113

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Frações Típicas do Petróleo	69
Tabela 2 - Classificação do Petróleo segundo sua Densidade	71
Tabela 3 - Grau de Utilização de Capacidade (Mbpd)	76
Tabela 4 - Principais Empresas Atuando na IMP	78
Tabela 5 - A Importância Relativa das Principais Empresas na IMP	82
Tabela 6 - Principais Transações da Onda de Reestruturação	94
Tabela 7 - Efeitos da Reestruturação sobre a Concentração da Indústria	99
Tabela 8 - Evolução da Oferta e Demanda Mundial do Petróleo	100
Tabela 9 - Principais Transações da Onda de Consolidação	102
Tabela 10 - Situação Relativa de Compra e Venda de Ativos	104
Tabela 11 - Efeitos da Onda de Consolidação sobre a Concentração da Indústria	107

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Grau de Integração das Principais Empresas na IMP	81
Gráfico 2 - Fusões e Aquisições de Empresas na IMP	88
Gráfico 3 - Fusões e Aquisições de Ativos na IMP	89
Gráfico 4 - Fusões e Aquisições de Empresas e Ativos na IMP	89
Gráfico 5 - Lucro Líquido Médio (50 maiores) e Preço do Brent	90
Gráfico 6 - Valor Médio e Volume das Transações	91
Gráfico 7 - Evolução do Preço do Brent e das Margens de Refino nos Anos 90	96
Gráfico 8 - Margem de Lucro Média das 30 Maiores Empresas Envolvidas na Onda de Reestruturação	98
Gráfico 9 - Evolução Mensal do Preço Internacional do Petróleo	100
Gráfico 10 - Fusões e aquisições na IMP: empresas vs. ativos	103
Gráfico 11 - Lucro Líquido Médio das 30 Maiores Empresas Envolvidas na Onda de Consolidação	105
Gráfico 12 - Vetores da Onda de Consolidação	106

Lista de Figuras

Figura 1 - Ilustração Estilizada do Argumento	41
Figura 2 - Exemplo de um Esquema de Refino	70
Figura 3 - Histórico das Principais Fusões e Aquisições desde 1950	87

Introdução

Desde os tempos da forte consolidação promovida pela Standard Oil até os dias atuais, o tema das fusões e aquisições sempre teve um lugar de destaque na história da indústria mundial do petróleo (IMP)¹. Porém, como acontece na evolução de qualquer indústria, os movimentos de fusões e aquisições foram em certos momentos mais destacados e em outros menos evidentes, fazendo com que as discussões em torno dessa estratégia de crescimento ou de reposicionamento das empresas tenha, freqüentemente, entrado e saído de moda nos círculos especializados.

O fato é que, desde o final da década de noventa, o tema das fusões e aquisições voltou a estar na moda nas análises e debates em torno da IMP. Isso se deve a uma intensificação sem precedes desse tipo de transação envolvendo as principais empresas da indústria. É fato que o movimento recente de fusões e aquisições foi um fenômeno mais ou menos generalizado, fruto de mudanças fundamentais no ambiente competitivo dos mais variados setores industriais. Tais mudanças devem ser vistas como fruto da globalização financeira, privatizações e liberalizações comerciais que acabaram por ampliar a dimensão e a intensidade da competição em escala internacional. A necessidade de ganhos rápidos de competitividade em mercados cada vez mais globalizados explica em grande parte a aceleração das consolidações e a proliferação das operações de fusões e aquisições em todo mundo.

Entretanto, julga-se aqui que somente o ambiente externo propício à realização de operações de fusões e aquisições não explica o alcance e os impactos que tais movimentos tiveram especificamente na IMP. Para tanto, é necessário fazer uma análise focada nessa indústria, levando em consideração suas características estruturais e as estratégias competitivas de suas empresas líderes, isto é, seu padrão de concorrência vigente. Muitos analistas e estudiosos da indústria, de fato, têm discutido o assunto centrando suas atenções sobre os

¹ Conforme terminologia utilizada em Pinto Jr. (2007).

motivadores estratégicos e sobre testes de desempenho para as transações mais importantes, deixando de lado, no entanto, qualquer tipo de questionamento sobre possíveis condicionantes e impulsos estruturais próprios do processo.

Essa miopia presente nas análises não é de modo algum mero acaso, já que a literatura econômica que trata do tema das fusões e aquisições, seja ela relacionada à organização industrial, administração empresarial ou finanças corporativas, invariavelmente, acaba centrando seus esforços na busca de um gradiente possível de motivações estratégicas que devem suportar a decisão por operações 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 contraditórios². É por isso que a proposta desse trabalho não é a de entrar na discussão crítica desse tipo de abordagem. 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 de padrões sistêmicos de formação de “ondas” de fusões e aquisições no interior de uma indústria, para então trabalhá-los no âmbito específico da IMP.

² Um balanço recente em torno dos resultados empíricos encontrados por esse tipo de abordagem pode ser obtido em Stafford, E. *et all.* (2001) e em Cantwell e Santangelo (2002).

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 dinâmico das empresas. Assim, deve estar claro desde já que o foco privilegiado da análise é a evolução das estruturas de mercado frente às mudanças nas condições da concorrência efetiva ou potencial, que abrangem os fatores responsáveis pela transformação dessa estrutura (como por exemplo, o ritmo de acumulação interna, o nível da pressão competitiva, o grau de concentração e o progresso técnico).

Além disso, já que a noção de estrutura é fundamental na argumentação que se segue, é necessário diferenciar a proposta deste trabalho do paradigma básico da estrutura-conduta-desempenho (E-C-D)³. Ao contrário do que sugere esse tipo de abordagem, o foco da análise aqui é sobre as propriedades dinâmicas que constituem e transformam as estruturas de mercado sob a pressão de um padrão de concorrência específico. Nesse sentido, a questão mais importante não se refere à estabilidade ou equilíbrio a longo prazo de uma estrutura de mercado em particular, ao contrário, o que se busca é capturar os aspectos decisivos que ajudam a explicar sua constante transformação e as interações que desencadeia.

Olhando mais especificamente para os horizontes deste trabalho, a diferença apresentada acima pode ser esclarecida ao se especificar em cada tipo de abordagem a posição que a “variável” concentração ocupa na análise. É fato bem conhecido que no paradigma da E-C-D o grau de concentração de uma indústria aparece como variável fundamental na explicação das práticas competitivas e dos níveis de lucros encontrados. Ou seja, o grau de concentração

³ Ver Scherer e Ross (1990).

é o ponto de partida e fundamento da explicação para os desempenhos das empresas atuantes numa indústria.

A sugestão aqui, no entanto, é partir do pressuposto de que o grau de concentração não é uma variável muito explicativa em si mesma. Por isso, antes de tomá-la como ponto de partida da análise, o que se pretende é considerar a concentração como resultado, isto é, como ponto decisivo de um processo de formação, desenvolvimento e consolidação de uma indústria. Mais que isso, o que interessa propriamente neste trabalho são as questões relativas aos determinantes de longo prazo da constituição e transformação de um padrão de concorrência fundado em uma estrutura de mercado oligopolística em mutação.

É por isso que a noção de concorrência perseguida aqui se distancia de maneira radical dos cânones da concorrência perfeita, aliando-se à concepção dos economistas clássicos. Na abordagem clássica, em especial em Ricardo e Marx, o elemento essencial da concorrência é a facilidade de entrada ou mobilidade do capital entre os ramos de produção – ou, inversamente, o grau de barreira à entrada. De fato, a concorrência sob condições oligopolísticas não deve ser entendida de modo algum somente pelo pequeno número de concorrentes no mercado. Ao contrário, o fator decisivo deve ser a presença de barreiras à entrada pelo menos para as grandes empresas, indicando na maioria dos casos o papel da cumulatividade decorrente das vantagens associadas às economias de escala e às economias de diferenciação.

Em situações de oligopólio, o que está em jogo é, fundamentalmente, o grau de interdependência das ações entre os concorrentes, abrangendo tanto a concorrência potencial como a efetiva. Isso porque os determinantes das vantagens diferenciais das empresas líderes do mercado em relação às concorrentes potenciais estão baseados exatamente nas mesmas condições que propiciam uma situação competitiva mais favorecida destas empresas diante de seus concorrentes efetivos.

O foco nas estruturas de mercado em oligopólio não é, portanto, resultante de escolha a priori de uma indústria oligopolizada em particular, mas fruto da visão

de que o oligopólio, tal como tratado acima, é a forma de mercado mais frequentemente encontrada, embora suas configurações concretas sejam bem variadas. Além disso, como ambiente próprio da grande empresa capitalista, o oligopólio deve ser entendido mesmo como a forma superior de concorrência no modo de produção regido sob a lógica do capital.

Julga-se aqui que a contribuição de Steindl (1983 e 1990) pode ser bastante apropriada como base teórica para o estudo da estrutura e dinâmica de uma indústria sob condições de oligopólio⁴. É esse o autor que pode fornecer as ferramentas analíticas apropriadas para o entendimento das relações funcionais e determinações mais importantes que dão conteúdo e articulação interna ao processo de constituição e transformação da estrutura de mercado oligopolística, isto é, do seu processo de concentração e centralização.

Porém, se Steindl é o autor que permite avançar na abordagem estrutural aos mercados oligopolísticos, no sentido de que fornece os meios básicos para explicar o desenvolvimento das estruturas industriais pela suas condições técnicas e econômicas, é necessário reconhecer a necessidade de ancorar suas contribuições, em especial sua teoria da concentração industrial, num paradigma teórico mais robusto. É aqui que a força da obra de Marx aparece, dando um fundamento adequado e consistente à análise propriamente dinâmica da gênese e transformação das estruturas de mercado e dos padrões de concorrência.

É por isso que o capítulo 1 parte justamente da discussão marxista das relações entre os processos de concorrência, acumulação, concentração e centralização do capital como base geral de uma teoria dinâmica do oligopólio, tal como proposta por Steindl. Para esta, em primeiro lugar, é fundamental reconhecer a natureza do poder da grande empresa e estabelecer os pressupostos da concorrência sob condições oligopolísticas. Já seu caráter dinâmico deve ser atribuído aos impulsos estruturais provenientes da interação

⁴ É importante deixar claro que a análise pretendida também considera alguns aportes teóricos importantes de Bain (1956) e Sylos-Labini (1980), bem como de Penrose (2006), Marris (1964) e Wood (1980).

entre a acumulação interna de lucro, a pressão competitiva mais ou menos intensa e o imperativo da realização do potencial de crescimento da grande empresa.

O capítulo 2, por sua vez, busca resgatar a contribuição de Steindl para o entendimento da dinâmica industrial e discuti-la no âmbito dos processos de consolidação, reestruturação e diversificação que ocorrem através de movimentos amplos de fusões e aquisições. Nesse sentido, o objetivo principal dessa parte do trabalho 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*.

Já no capítulo 3 apresenta-se uma discussão das características estruturais da indústria mundial do petróleo e das estratégias empresariais de seus principais grupos de empresas. A idéia é a de que um conhecimento prévio da forma de operar da indústria e do seu padrão de concorrência vigente é fundamental para avançar na análise concreta dos movimentos recentes de fusões e aquisições.

Por fim, no capítulo 4, é feita a análise propriamente dita dos movimentos de fusões e aquisições na IMP a partir da década de 90. O objetivo é investigar a lógica dessas transações e apreender o sentido geral dos movimentos mais significativos da atividade de fusões e aquisições no período recente. Trata-se, portanto, de avaliar se as premissas teóricas levantadas no capítulo 2 podem ou não ser encontradas nos movimentos concretos de fusões e aquisições dessa indústria, no intuito de fornecer uma visão integrada de tais movimentos ao longo do período considerado.

Capítulo 1

A dinâmica da acumulação de capital de empresas em concorrência sob condições oligopolísticas

1.1. As lições de Marx sobre concentração e centralização do capital: um retorno necessário

De modo geral, seguindo a proposta de Marx, o capital deve ser visto como uma potência autonomizada que monta para si uma estrutura social e a impõe aos homens de modo dogmático e despótico. É essa estrutura que articula as partes – os homens – formando um todo historicamente determinado – a sociedade capitalista. Mais que isso, é necessário reconhecer que, ao ditar a dinâmica da sociedade capitalista a partir de sua lógica própria de auto-valorização, o capital atua no sentido de subordinar as partes ao movimento do todo.

Assim, os primeiros capítulos de *O Capital* tentam mostrar como o desenvolvimento genético da estrutura capitalista resulta na formação de dois pólos sociais: capitalistas e trabalhadores. A partir de então, Marx busca analisar como a ação destes pólos fica sobredeterminada pela lógica interna dessa estrutura social⁵. De um lado, a ação dos trabalhadores é ditada pelas forças produtivas do capital, notadamente a indústria moderna. Por outro, a ação dos capitalistas é ordenada pela dinâmica da concorrência como força propulsora do processo de valorização. É sobre este último resultado que a presente seção busca se apropriar, visando com isso demarcar uma base teórica consistente para a análise das relações entre a concorrência intercapitalista, o processo de acumulação e a concentração e centralização de capital.

⁵ Não obstante, o ponto central para Marx era mostrar que também as partes podem atuar desestabilizando (e no limite abolindo) a estrutura do Capital. É aqui que entra a força da categoria práxis (possibilidade da liberdade). Assim, apesar de Marx ter demonstrado que no capitalismo avançado os trabalhadores perdem seu poder de luta individualmente (subsunção do trabalho ao capital), o que ele queria mesmo era enfatizar que somente a ação coletiva dos trabalhadores pode fazer frente à estrutura capitalista. Uma excelente posicionamento sobre esse problema pode ser encontrado em Bensaïd (1999).

Como ponto de partida, cabe destacar o caráter do processo de autovalorização do capital como eixo fundamental de desenvolvimento das categorias econômicas em *O Capital*. De fato, para Marx, era importante reconhecer a lógica que confere à valorização do capital a finalidade não só para o capitalista individual, mas para todo o processo de reprodução social submetido ao capital. Este se torna categoria central justamente por imprimir sua lógica de auto-expansão à estrutura das relações sociais de produção, conferindo movimento ao todo.

Em Marx, a categoria capital refere-se ao valor que se valoriza, num movimento autodeterminado e necessariamente contínuo, que tem como fundamento, por sua vez, a apropriação direta ou indireta de trabalho não pago através da relação de produção capitalista. Portanto, pode-se dizer que se o capital é a “estrutura social da produção”⁶ que subordina o trabalho humano a partir de sua lógica imanente de expansão do valor, o processo de acumulação é o mecanismo básico de sua existência.

Essa forma de ser do capital é particularmente necessária, na medida em que este só existe e pode existir pela contínua ação e reação recíproca entre muitos capitais, já que somente através da concorrência é que aparece como necessidade externa para cada unidade de capital aquilo que corresponde ao próprio conceito de capital. A concorrência ao se impor como necessidade aos capitais individuais acaba por estabelecer a coerência do todo, enquanto um modo de produção historicamente determinado⁷.

A concorrência aparece, então, como fundante da visão marxista de um capitalismo como sistema de reprodução social em movimento progressivo e que tem no processo de acumulação o seu motor essencial. Em outras palavras, a

⁶ De acordo com Lênin (1982, p. 29), “o objeto da Economia Política não é simplesmente a ‘produção’, mas as relações sociais que existem entre os homens na produção, a estrutura social da produção”.

⁷ Nas palavras de Rosdolsky (2001, p. 52), “o que se revela como sendo comum a todos os capitais é sua propriedade de expandir seu valor, o fato de que eles se apropriam, direta ou indiretamente, da mais-valia gerada no processo capitalista de produção”. Nesse sentido, ainda segundo o autor, “o que distingue o capital do mero valor ou do dinheiro é, em primeiríssimo lugar, o seguinte: ele é um valor que ‘gera mais-valia’, que se baseia em uma relação específica, historicamente determinada: a relação do trabalho assalariado”.

acumulação aparece não como uma questão de escolha individual, mas como necessidade engendrada pela própria competição capitalista. Nesse sentido,

“o capitalista é respeitável apenas quando personifica o capital. Nessa função, partilha com o entesourador a paixão da riqueza pela riqueza. Mas, o que neste é mania individual, é naquele uma resultante do mecanismo social. O capitalista é apenas uma das rodas motoras desse mecanismo. Além disso, o desenvolvimento da produção capitalista torna necessária elevação contínua do capital empregado num empreendimento industrial, e a concorrência impõe a cada capitalista as leis imanentes do modo capitalista de produção como leis coercitivas externas. Compele-o a expandir continuamente seu capital, para conservá-lo, e só pode expandi-lo por meio da acumulação progressiva”. (MARX, 1994, p.688)

Por força da concorrência, a mera preservação das unidades de capital é impossível sem que ao mesmo tempo estas se expandam. Por isso, a concorrência capitalista é antes de tudo uma batalha permanente entre os diversos capitais pela sobrevivência no mercado e a arma mais eficiente é, sem dúvida, a capacidade de acumular mais e primeiro. Na arena da concorrência, cada capital individual luta agressiva e incessantemente para expandir-se, seja pela captura de novas parcelas de mercado, seja pela abertura de novas fronteiras de acumulação e diversificação ou mesmo suplantando e excluindo seus competidores do mercado⁸.

Um resultado importante da vinculação da concorrência capitalista ao processo de acumulação é o papel central que a busca do lucro extraordinário cumpre na lógica de introdução e difusão do progresso técnico⁹. A idéia é simples: mediante a introdução de inovações técnico-organizacionais, a empresa capitalista

⁸ Longe da imagem pacífica e inerte da concorrência perfeita neoclássica, “*la noción marxista de competencia define un proceso, no un estado. Describe un proceso destructivo y antagónico, no una fantasía de equilibrio. Por competencia entre capitalistas describe una guerra. Para extender la analogía un poco más, el movimiento de capital de una industria a otra corresponde a la determinación del territorio (sitio) de batalla; el desarrollo y adopción de tecnología corresponde al desarrollo y adoción de las armas de guerra (la carrera armamentista); y la competencia de una firma contra otra corresponde a la batalla misma*” (SHAIKH, 1990, p. 84). É interessante também notar, ainda segundo a analogia, que em certos momentos e sob certas condições o objetivo da sobrevivência é melhor alcançado por meio de trégua ou alianças estratégicas. E isso é tanto mais verdade quanto maiores os potenciais de destruição mútua.

⁹ Essa idéia fundamental também é compartilhada por Schumpeter (1982). Um ponto importante a ser ressaltado, no entanto, é que a concepção schumpeteriana de inovação é de fato mais ampla que a concepção de Marx, voltada à inovação técnica propriamente dita. Assim, uma visão mais ampla da inovação pode contemplar novos métodos de produção, de transporte e de distribuição, introdução de novos produtos, abertura de novos mercados, descoberta de acesso a novas fontes de matéria-prima ou mesmo envolver novas formas de organização da produção e novos métodos de comercialização.

busca rebaixar seus custos e aumentar suas margens de lucro, sendo sempre combatida pelos demais – daí seu caráter “extraordinário”. O progresso técnico aparece então como renda diferencial para determinado capital. Mas como isso é possível? A resposta de Marx aparece em sua discussão sobre a produção de mais-valia relativa.

Há dois métodos fundamentais para o incremento da extração de valor excedente na produção capitalista. O primeiro é o “simples”¹⁰ prolongamento da duração da jornada útil de trabalho, que também envolve as disputas em torno da “porosidade do trabalho”¹¹. O outro, dada a extensão da jornada, é o aumento da produtividade ou intensificação do rendimento do trabalho via mudanças nos coeficientes técnicos do processo de produção. Neste caso, a maior produtividade reduz o tempo de trabalho necessário e prolonga o tempo de trabalho dedicado à valorização do capital. Trata-se, portanto, da extensão do tempo total de trabalho, de um lado, e da abreviação do tempo de trabalho necessário, de outro. Não é por menos que Marx chama o primeiro método de mais-valia absoluta e a segundo de mais-valia relativa.

Por mais-valia relativa, em suma, entende-se a forma de geração de excedente através de inovações que reduzem o tempo de trabalho necessário em relação ao tempo de trabalho excedente. O ponto é que existe para cada empresa individual motivo para introduzir inovações que aumentem a produtividade do trabalho, na medida em que essa ação permite experimentar um lucro extraordinário que é resultado da diferença entre o valor individual e social das mercadorias produzidas. Nas palavras de Marx (1975, p. 366), “o capitalista que emprega o modo de produção aperfeiçoado, apropria-se assim de parte do dia de trabalho, constituída de trabalho excedente, maior do que aquela de que se apropriam os demais capitalistas do mesmo ramo”.

O caráter extraordinário desse lucro, no entanto, se torna manifesto quando da difusão dos métodos aperfeiçoados para as demais empresas do setor. Isso

¹⁰ Na prática esse é o método mais difícil de ser implementado por enfrentar grandes resistências políticas da força de trabalho empregada.

¹¹ Cf. Taule (2001, p. 60).

porque, segundo Marx (idem, p.367), “a mesma lei que determina o valor pelo tempo de trabalho e que leva o capitalista que aplica o novo método a vender sua mercadoria abaixo do valor social impele seus competidores, coagidos pela concorrência, a adotar o novo modo de produção”¹². Assim, a única maneira de garantir a vantagem da renda diferencial é através da perseguição incansável dos diferenciais de custo que colocam a empresa em condições de auferir uma margem ampliada de lucros e um crescimento acelerado.

Empurrada pela lógica da acumulação e reprodução do capital, a busca pelo lucro extraordinário é, portanto, a forma específica que assume o impulso à autovalorização do capital, colocando em permanente mutação as estruturas industriais e as formas organizacionais do trabalho. É nesse sentido que a criação de mais-valia relativa patenteia e torna clara a necessidade estrutural de um alto dinamismo tecnológico no capitalismo (HARVEY, 2006). Essa propriedade sistêmica, essencial na construção teórica marxiana, gera, por sua vez, uma matriz produtiva extremamente complexa e heterogênea, com resultados importantes para a dinâmica econômica e para a análise do comportamento das empresas, vistas como unidades de capital.

De fato, ao contrário de nivelar e homogeneizar os capitais, a concorrência promove a contínua diferenciação dos produtores, em um recorrente processo de formação, consolidação, dissolução e reestruturação da estrutura produtiva e do ambiente de mercado. Por conseqüência, de maneira geral, pode-se dizer que dentro de cada setor da economia ou de qualquer indústria dada, os distintos capitais caracterizam-se por níveis de produtividade mais ou menos desiguais. Isso só ocorre porque diferentes métodos de produção de distintas “idades” e eficiências técnicas coexistem ao longo do tempo.

Essas mesmas diferenças nas estruturas de custo e escalas de produção também produzem variações nas taxas de lucro intra e intersetoriais, criando um

¹² “Sem a ameaça da difusão das vantagens competitivas, ou ainda mais relevante, do surgimento de novas vantagens mais eficazes, o ímpeto para a constante busca de aprimoramento para o processo seletivo pode arrefecer-se. Todavia isso não torna a homogeneização mais importante do que a diferenciação. Ambas, são aspectos fundamentais da concorrência, mas o destaque é da última” (POSSAS, 1999, p. 59).

gradiente de rentabilidades para as empresas de determinado setor e entre diferentes setores com composições orgânicas diferentes. Contudo, já que o processo de modernização técnica e ampliação de capacidade é contínuo, esta constelação intra e inter-industrial de taxas de lucro, dada pela gama de diferentes estruturas de custos, é constantemente recriada pela dinâmica da acumulação (SHAIKH, 1990)¹³.

O ponto importante é reconhecer que o que caracteriza especificamente o modo de produção capitalista é sua tendência incessante de criar mais-valia relativa. Nesse impulso, o capital desenvolve os métodos de produção em direção à cooperação, divisão técnica do trabalho e, sobretudo, automação da produção com base na maquinaria moderna. Na verdade, toda a parte quarta do livro primeiro de *O Capital* foi dedicada à descrição sistemática desse tema, inaugurando, talvez, a abordagem da concorrência fundada na presença e nos efeitos dinâmicos gerados pela extensão das economias de escala no modo de produção capitalista.

Steindl parece ter percebido isso no *Post-Scriptum* de 1972 quando diz em linha com o argumento proposto por Marx:

“A íntima relação entre progresso técnico e economias de escala é plausível à primeira vista. O progresso técnico se manifesta, primeiro, pela divisão do trabalho (que conduz em última análise à linha de montagem); em segundo lugar, pela substituição da energia humana por energia de outras fontes (a qual envolve a maquinaria para transformação e aplicação da energia); em terceiro lugar, por processos de fabricação contínuos; e, em quarto lugar, pela auto-regulação (via automação e computadores). Essas mudanças técnicas tendem todas a aumentar a escala de produção, ao mesmo tempo em que também tendem a fazer crescer o volume de capital por pessoa ocupada” (1990, p. 129).

Assim, a partir do processo que engendra a produção de mais-valia relativa, no qual a inovação torna-se o instrumento privilegiado da concorrência capitalista, destacam-se, sobretudo, a progressiva diferenciação da estrutura técnica de

¹³ Marx discute a noção de condições de produção diferentes em uma indústria no capítulo 8 do Livro III de *O Capital*. É nessa parte de sua argumentação que ele destaca a importância das diferentes estruturas de custo e magnitudes de capital na determinação de um gradiente de rentabilidades para as empresas de cada setor. Porém, as repercussões deste fato foram trabalhadas por ele apenas no que dizia respeito à determinação da taxa de lucro geral, fundamental para a configuração da estrutura dos preços de produção, deixando de lado qualquer consideração sobre os padrões possíveis de evolução das estruturas de mercado guiada pela dinâmica das economias de escala.

produção e a ampliação sistemática das escalas de operação das unidades de capital¹⁴. A questão central é, então, perceber como o processo de acumulação de capital adquire a forma predominante de reinvestimento de lucros em métodos de produção mais novos e mais poderosos, que implicam, por sua vez, numa escala ampliada dos investimentos e numa crescente proporção do capital investido por trabalhador – portanto, uma crescente concentração do capital em relação ao processo de trabalho¹⁵.

A tendência à concentração do capital pode ser vista como um padrão sistêmico pelo qual a dinâmica da acumulação ao mesmo tempo em que promove a capitalização crescente da produção sob o comando capitalista, também cumpre o papel de elevação da força produtiva social do trabalho. A idéia é que a operação de forças econômicas subjacentes ao processo de acumulação acaba por gerar a tendência à concentração ou crescimento médio do tamanho das empresas, embora esta se manifeste sob formas concretas e temporalidades não de todo prescritas na tendência como conceito.

Quando se sustenta que a tendência à concentração do capital equivale à tendência de crescimento no tamanho médio das empresas, pretende-se deixar claro que mesmo que a tendência à concentração se processe como uma redução da parte variável do capital relativamente a massa de capital constante aplicada, é

¹⁴ Na sua apresentação da Lei Geral da Acumulação, Marx procura demonstrar como o processo de acumulação de capital deve criar para si uma relativa abundância de trabalho necessária a sua própria continuidade via geração de progresso técnico. Ou seja, Marx torna endógena a geração de progresso técnico pela força e necessidade da manutenção do ritmo de longo prazo da acumulação de capital. Por outro lado, Marx também deixou claro que uma vez iniciado o processo de inovações, este adquire o seu impulso próprio por força da concorrência e torna-se independente das reais condições de escassez ou abundância de mão de obra (a ciência se transforma em força produtiva real), liberando um número ainda maior de trabalhadores do que o necessário para a continuidade do crescimento do capital e acirrando as contradições entre a lógica do capital e o processo de reprodução social.

¹⁵ Por outro lado, embora a acumulação tenda a aumentar o volume de capital à disposição de cada unidade de capital, a divisão da propriedade entre membros da mesma família, o aparecimento de capitais novos que se separam de capitais antigos e a formação de novos aparece como força de contra-tendência ao agir na desconcentração da propriedade sobre o capital social. Por isso, “a acumulação aparece, de um lado, através da concentração crescente dos meios de produção e do comando sobre o trabalho, e, do outro, através da repulsão recíproca de muitos capitais individuais” (MARX, 1994, p.727). Na prática, isso quer dizer que o crescimento do número total de empresas é devido a uma relativa expansão de novos ramos, geralmente vinculados aos pequenos negócios, que chega a superar os efeitos da concentração em andamento ao mesmo tempo em outros ramos.

evidente que, em termos absolutos, essa magnitude deve necessariamente aumentar com o incremento da escala de reprodução do capital¹⁶. É por isso que com o desenvolvimento do modo de produção capitalista, a dimensão mínima do capital individual exigido para levar adiante um negócio em condições normais deve aumentar.

Essa tendência do aumento sistemático da produtividade social do trabalho sob o capital é captada por Marx através do conceito de composição orgânica do capital, que indica em cada momento a relação entre capital constante (c) e capital variável (v) utilizada no processo de produção. Esse conceito busca exprimir a relação direta de proporcionalidade entre as composições técnicas e em valor do capital, abstraindo-se dos possíveis efeitos contrários que o aumento da produtividade possa ter sobre o valor dos meios de produção e da força de trabalho. Neste caso, o aumento da composição orgânica do capital significa que a composição em valor (c/v) aumenta no mesmo passo que a composição técnica, que nada mais é do que a razão física entre a massa dos meios de produção empregados e a quantidade de trabalho necessária para colocá-los em movimento.

Portanto, a tendência ao aumento do tamanho médio das empresas pela concentração crescente do poder de comando do capital sobre o trabalho deve implicar que o aumento na composição orgânica do capital se processe, necessariamente, pelo aumento na escala de operação de suas unidades¹⁷. De fato, a expansão da produção capitalista cria a necessidade social e os meios técnicos para as “gigantescas empresas industriais”, conforme palavras de Marx, cuja viabilidade depende de um movimento prévio de concentração do capital.

¹⁶ “O aumento do tamanho dos estabelecimentos individuais constitui por toda parte o ponto de partida para uma organização mais vasta do trabalho cooperativo que utilizam, para mais amplo desenvolvimento de suas forças materiais, isto é, para a transformação progressiva de processos de produção isolados e rotineiros em processos de produção socialmente combinados e cientificamente organizados” (MARX, 1994, p. 729)

¹⁷ A tendência ao aumento médio do tamanho das empresas pela concentração crescente do poder de comando do capital deve implicar que: se $C_2/V_2 > C_1/V_1$, então, $C_2+V_2 > C_1/V_1$. Ou seja, o aumento na composição orgânica do capital deve se processar, necessariamente, pelo aumento da escala de operação do capital.

Marx diz que acumulação é concentração, mas talvez seja mais interessante colocar os termos do argumento de forma um tanto diferente: é por força da necessidade da acumulação que se dá a tendência à concentração do capital. Em uma palavra, a busca pela valorização do capital engendra sua acumulação, que, por sua vez, concede para si cada vez mais poder de comando sobre o trabalho que emprega.

Esse movimento de espiral, no entanto, seria muito lento não fosse a atuação de outra força fundamental do desenvolvimento capitalista: a tendência à centralização do capital.

“O que temos agora é a concentração dos capitais já formados, a supressão de sua autonomia individual, a expropriação do capitalista pelo capitalista, a transformação de muitos capitais pequenos em poucos capitais grandes. Este processo se distingue do anterior porque pressupõe apenas alteração na repartição dos capitais que já existem e estão funcionando; seu campo de ação não está portanto limitado pelo acréscimo absoluto da riqueza social ou pelos limites absolutos da acumulação. O capital se acumula aqui nas mãos de um só, porque escapou das mãos de muitos noutra parte. Esta é a centralização propriamente dita, que não se confunde com a acumulação e a concentração” (MARX, 1994, p.727).

Centralização de capital significa, portanto, o crescimento de determinados capitais isolados por diversos métodos de aglutinação, sem que seja alterado o volume do capital social global, já que se trata de uma redistribuição dos capitais já existentes e que estão funcionando. Nesse sentido, pode-se mesmo dizer que a centralização de capital completa de forma bem mais ágil a tarefa da concentração e da acumulação de capital, conferindo um extraordinário poder de expansão ao capital ao capacitar o capitalista industrial a ampliar a escala de suas operações produtivas e financeiras.

Na prática são três os métodos principais pelo qual o capital centraliza-se: i) via operações de fusões e aquisições; ii) através do acesso aos mecanismos de crédito; iii) pela abertura de capital e constituição e desenvolvimento das sociedades anônimas. No primeiro caso, a centralização se ocorre, segundo Marx (1994, p. 729), “quando certos capitais se tornam centros de gravitação tão poderosos que quebram a coesão individual de outros capitais, absorvendo seus fragmentos”. Na verdade, é essa forma de centralização do capital, seus determinantes e implicações dinâmicas em diferentes padrões de concorrência o

objeto propriamente dito deste trabalho, analisado no caso específico da indústria mundial do petróleo.

Os instrumentos de crédito, por sua vez, no curso do desenvolvimento do modo de produção capitalista transformam-se, de acordo com Marx (1994, p. 728), “num imenso mecanismo social de centralização dos capitais”¹⁸. E isso é tanto verdade quanto este deixa de ser um mero agente operador do crédito comercial e passa a atuar como uma poderosa máquina aglutinadora e gestora de gigantescas massas de capital-monetário. O crédito de capital passa a ser a forma preponderante das operações do sistema de crédito e fonte importantíssima de poder para o capital financeiro.

Por último, resta considerar a organização das sociedades anônimas como meio, por excelência, de obtenção da centralização do capital. De fato, essa é única forma possível para pequenas somas de capital entrarem no poderoso círculo de apropriação de riqueza do capitalismo oligopolizado. Assim, ao contrário do que alguns pensam, “a sociedade por ações não existe para ‘diluir’ (muito menos democratizar) o poder da propriedade do capital entre acionistas anônimos, mais sim ao contrário, como se sabe, para multiplicar esse poder como se fosse uma alavanca” (POSSAS, 1987, p. 65). Se, de um lado, pode-se mesmo dizer que as sociedades anônimas são alavancas fundamentais para os múltiplos proprietários, de outro, sem dúvida, funcionam como arma decisiva das grandes empresas ou blocos de capital na concorrência em larga escala.

Julga-se que a discussão feita até aqui é importante, na medida em que ajuda a reter a noção de concentração que Marx de fato utilizou, evitando os riscos de cair no erro comum de supor a tendência à concentração do capital como uma teoria da concentração industrial. Mesmo a tendência à centralização do capital não deve ser entendida diretamente como concentração, na acepção

¹⁸ De acordo com Mazzuchelli (1985, p. 94), o que importa destacar é que “a tendência à centralização está intimamente relacionada à transformação e desenvolvimento do sistema de crédito. Isto porque o estabelecimento e a preservação de diferenciais técnicos, produtivos e de escala, que permitem exercer o controle dos mercados, dependem da disposição de recursos líquidos em proporções crescentes, fenômeno que só se torna possível mediante a prévia estruturação de mecanismos de mobilização e centralização de capital-monetário”.

moderna do termo. É claro que a evolução concreta dessas tendências leva, de modo geral, a uma concentração tanto absoluta quanto relativa da estrutura industrial, mas, em Marx, tais tendências são colocadas ao nível do “capital em geral” e não das estruturas de mercado ou indústrias particulares¹⁹.

Por isso, essas tendências devem ser fundantes da visão dinâmica necessária para uma teoria consistente do desenvolvimento endógeno das estruturas industriais, mas de modo nenhum constituem seu resultado. Quando se diz fundante se quer deixar clara a idéia de que tais tendências colocam necessariamente como perspectiva central de análise a grande empresa e a concorrência oligopolística como elementos decisivos para a construção de uma teoria da concentração industrial adequada ao contexto de um capitalismo em sua etapa superior²⁰.

Feita essa ressalva, pode-se dizer que o que se pretendeu nesta seção foi mesmo apresentar de forma sintética um dos resultados mais importantes do trabalho de Marx: na medida em que o sistema capitalista pode ser caracterizado por uma crescente capitalização da produção pelo processo de acumulação, também deve supor uma crescente centralização de controle e comando sobre o capital social. De fato, para ele, ambos os fatos seriam produtos da “batalha da concorrência” e, por sua vez, serviriam para intensificá-la.

Nesse sentido, seguindo a tradição marxista e ao distanciar a investigação dos impasses da abordagem convencional ao tema das fusões e aquisições, a proposta deste trabalho visa capturar a dinâmica que, ao gerar a concentração e a centralização do capital pela intensificação do processo de concorrência, cria também as condições para a emergência do impulso concentrador ao acirrar as pressões competitivas sob novas bases. Para tanto, é necessário sair da

¹⁹ Uma passagem do próprio Steindl pode ajudar a ilustrar o problema. Ao comentar os possíveis desdobramentos da II Guerra Mundial sobre a estrutura industrial, já que o livro foi escrito em 1945, Steindl diz “(...) os efeitos mais duradouros da guerra sobre a distribuição das empresas pelo tamanho são ainda pouco evidentes, mas deverão provavelmente revelar-se mais adiante. Tal como durante a I Guerra Mundial, é bem possível que haja, junto com o incentivo bélico para o desenvolvimento tecnológico, *um aumento do tamanho médio dos estabelecimentos, do qual poderá resultar um maior concentração no setor industrial*” (1990, p. 98-97, grifo nosso).

²⁰ Não é a toa que Lênin (1961) começa sua discussão sobre o Imperialismo apresentando as novas configurações do grande capital e suas formas de atuação.

dimensão do “capital em geral” e entrar na esfera da “pluralidade de capitais”, buscando as determinações mais básicas da dinâmica da concorrência propriamente dita.

Ao nível do “capital em geral” não é mesmo possível identificar os mecanismos por detrás dos movimentos concretos de concentração e centralização do capital. O próprio Marx reconhece isso ao dizer que, “não podemos expor aqui as leis dessa centralização dos capitais ou da atração do capital pelo capital. Faremos apenas algumas indicações...” (1994, p. 727)²¹. E a razão é que para realizar uma tentativa consistente de “expor” tais “leis” é necessário lidar com a mediação dos diferentes padrões de concorrência e estruturas de mercado.

É fundamental, portanto, ir para além da construção teórica feita por Marx em *O Capital*²². Ou seja, mesmo sendo imprescindível reconhecer a importância dos resultados marxianos como âncora cognitiva para uma análise das determinações próprias e específicas dos processos de concentração e centralização do capital, julga-se aqui que somente um avanço no desenvolvimento categorial, no qual os diferentes padrões de concorrência sejam o foco privilegiado, poderá fundar uma “teoria da concentração” com estatuto teórico adequado²³.

Antes de, como muitos, ressentir-se sobre a ausência de uma teoria completa da concorrência em Marx, as próximas seções deste capítulo tentarão, em alguma medida, mostrar como é possível avançar nessa tarefa, buscando a

²¹ Nos seus *Grundrisse*, Marx diria que “a dinâmica real somente poderá ser estudada quando passarmos à análise dos capitais reais, isto é, da concorrência etc, em uma palavra: pela análise das condições reais. Porém, não temos que tratar disto aqui” (*Apud* DE PAULA, 2003, p. 121-122). De fato, tal análise dos capitais reais ficou, como se sabe, para um eventual prosseguimento da obra que nunca se deu.

²² Possas (1989, p.23) é bem enfático ao dizer que “não há uma ‘análise da concorrência’ em suas especificidades, pertinentes ao âmbito da ‘pluralidade de capitais’, em *O Capital*”.

²³ Pode-se dizer que o presente trabalho partilha da mesma posição de Mazzuchelli (1985, p.10) quando este propõe que “esclarecidas as determinações gerais do capital, trata-se de analisar os mecanismos que asseguram sua realização no interior da concorrência intercapitalista, o que implica, portanto, a consideração de novas determinações”. Isso porque é a concorrência que, ao executar as leis gerais de movimento do capital em geral, impõe externamente aos capitais individuais suas determinações imanentes.

delimitação de possíveis padrões estruturais para os movimentos de fusões e aquisições frutos da dinâmica de acumulação de empresas em concorrência sob condições oligopolísticas. A idéia é a de que seja possível reconhecer um espaço apropriado sob bases marxistas para a análise de uma dinâmica propriamente estrutural, no qual as mudanças sejam entendidas como desenvolvimento interior à estrutura do capital e suficientemente determinadas por ela.

A questão será reconhecer como os movimentos de consolidação, reestruturação e diversificação ocorridos no interior de uma dada estrutura de mercado adquirem direção e ritmo próprio determinados pelas propriedades dinâmicas do contexto em análise. Desse modo, os aspectos relativos à estrutura de organização, processo decisório e estratégia de comportamento da firma assumem, necessariamente, um lugar secundário na análise. Isso não que dizer em hipótese alguma que se julga que estes temas são de todo irrelevantes, mas tão somente afirma-se uma hierarquia, ao nível da determinação de resultados possíveis, dos fatores estruturais frente aos “estratégicos” sobre o comportamento da firma.

1.2. A natureza do poder da grande empresa e os pressupostos da concorrência sob condições oligopolísticas

Pela exposição da seção anterior deve ter ficado claro que a tendência de aumento do tamanho médio das empresas provém da relação entre os processos de concorrência, acumulação, concentração e centralização. Assim, a intensificação do capital ou aumento de sua composição orgânica está, de maneira geral, intimamente ligada ao desenvolvimento das economias de escala. Isso porque suas ocorrências são, na prática, tecnicamente inseparáveis. Numa investigação econômica dos problemas relacionados ao tamanho das empresas torna-se necessário, então, reconhecer a importância das economias de escala como fator primordial da natureza do poder da grande.

Steindl em *Small and Big Business – Economic Problems of the Size of Firms* (1945), seu primeiro trabalho de expressão, parte justamente desta questão, em sua polêmica com a obra de Marshall (1890), destacando o papel central das

economias de escala como fonte de vantagens competitivas para as empresas. Neste livro, o autor argumenta sobre a existência generalizada de significativas economias de escala e apresenta suas distintas características. Para Steindl, era fundamental perceber o acesso às economias de escala como crucial para as empresas participarem do mercado com níveis de custos unitários competitivos.

Porém, o espaço aberto para as economias de escala não poderia ser tão democrático tal como exposto por Marshall. Para este autor, mesmo não constituindo fenômeno geral, as economias de escala ou “economias internas” – expressas na redução dos custos unitários por um aumento do volume de operação – colocavam uma séria questão para os economistas: como conciliar os postulados de equilíbrio do modelo de livre-concorrência com os retornos crescentes de escala? Steindl colocou a questão em termos ainda mais enfáticos: “a existência de economias de escala em determinados ramos não poderia levar a uma vantagem cumulativa de uma empresa em crescimento, inevitavelmente redundando numa concentração da produção e no estabelecimento de uma posição de monopólio?” (1990, p. 12).

A tentativa de Marshall de solucionar esse conflito foi no sentido de mostrar como, cedo ou tarde, as empresas sempre se defrontariam com limites ao seu crescimento. Ou seja, frente às economias internas estaria colocado inexoravelmente o horizonte das deseconomias de escala. Assim, deveria existir uma lei natural inexorável pela qual se daria a elevação dos custos unitários a partir de certo nível de volume de vendas. Para Marshall, haveria, portanto, em todos os mercados, uma permanente tensão entre os rendimentos crescentes e decrescentes de escala.

É certo que Marshall também argumentou sobre a dificuldade, em certos ramos, de ampliar o mercado da empresa, o que acabaria por neutralizar os impulsos das economias internas. Porém, de modo geral e preponderante, este autor atribuiu como limites últimos para a atuação das vantagens cumulativas de economias internas as dificuldades gerenciais crescentes enfrentadas por qualquer empresa. As restrições da capacidade gerencial, relacionadas à perda de

eficiência da área administrativa, seriam, então, uma espécie de fator intransponível, para além do qual é impossível para qualquer empresa (mesmo sociedades anônimas) continuar a valer-se de suas vantagens econômicas ao crescer.

Assim, a visão de Marshall sobre a estrutura produtiva da sociedade contemplava um mundo onde, em qualquer setor de atividade, existiriam empresas em fase de rápido crescimento, empresas estagnadas e empresas morrendo, criando um contínuo processo de renovação. Mais que isso, a qualquer momento nesse mundo industrial em movimento constante, porém uniforme, já que sem qualquer tipo de atrito, seria possível distinguir um determinado tamanho de empresa que, de certa forma, fosse “normal” de acordo com as condições médias do mercado em questão²⁴. De fato, foi a partir dessa visão que Marshall derivou a noção de empresa “representativa”²⁵ que teria papel decisivo em sua construção teórica, na medida em que a empresa “representativa” seria justamente aquela capaz de fazer uso de possíveis economias de escala dentro dos limites proporcionados pelo mercado.

Até o tamanho “representativo”, as economias internas podem operar livremente e são, na verdade, o fator explicativo para o rápido crescimento das

²⁴ Explicitava-se, dessa forma, a conhecida analogia marshalliana entre as árvores de uma floresta e as firmas industriais, que como aquelas deveriam nascer, crescer, amadurecer e morrer tal como no ciclo biológico de toda flora. Marshall (1890, VI.XIII.4) deixa claro esse seu paralelo ao dizer: *“one tree will last longer in full vigour and attain a greater size than another; but sooner or later age tells on them all. Though the taller ones have a better access to light and air than their rivals, they gradually lose vitality; and one after another they give place to others, which, though of less material strength, have on their side the vigour of youth”*. De acordo com Silva (2004, p. 24), “o maior problema da imagem da floresta como proxy da indústria é que ela não permite captar o movimento de transformação da estrutura da indústria, escamoteando assim o processo de concentração que a indústria tende a sofrer à medida que suas empresas crescem”.

²⁵ Para Marshall (1890, IV.XIII.8), *“our representative firm must be one which has had a fairly long life, and fair success, which is managed with normal ability, and which has normal access to the economies, external and internal, which belong to that aggregate volume of production”*. *“Thus a representative firm is in a sense an average firm. But there are many ways in which the term “average” might be interpreted in connection with a business. And a Representative firm is that particular sort of average firm, at which we need to look in order to see how far the economies, internal and external, of production on a large scale have extended generally in the industry and country in question. We cannot see this by looking at one or two firms taken at random: but we can see it fairly well by selecting, after a broad survey, a firm, whether in private or joint-stock management (or better still, more than one), that represents, to the best of our judgment, this particular average”* (IV.XIII.9).

empresas “jovens”. Acima desse tamanho, no entanto, é o contrário que ocorre, fazendo com que as empresas maduras entrem numa fase de baixo crescimento e mesmo de declínio. Em todo caso, o ponto é que a empresa representativa tende a crescer em tamanho somente quando seu mercado específico se expande e na mesma proporção, o que acaba por restabelecer os pressupostos de equilíbrio da abordagem marshalliana.

Nesta altura deve estar claro que o resultado de tal artifício é o de que, ao lado da empresa “representativa”, sempre existem empresas menores, sujeitas a crescer até o tamanho normal de cada ramo industrial. Com isso está dada a possibilidade para um amplo movimento de “baixo para cima”, ou seja, de uma realidade que permite, de forma fácil e rápida, o aparecimento de novas grandes empresas suficientemente capitalizadas surgidas das fileiras do pequeno capital. Nas palavras de Marshall (1890, VI.XIII.6), *“in almost every trade there is a constant rise and fall of large businesses, at any one moment some firms being in the ascending phase and others in the descending”*. Para Steindl (1990, p. 17), no entanto, nenhuma imagem poderia ser mais irrealista.

Por isso mesmo, frente ao desafio de superar essa visão marshalliana – segundo a qual as economias de escala não conduzem à dominação oligopolística do mercado –, Steindl toma a crítica à teoria de Marshall como um ponto de partida conveniente para a construção de seu argumento alternativo ao “problema econômico do tamanho das empresas”. Nesse sentido, Steindl teve como propósito inicial 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 empresas²⁶.

²⁶ “Na evidência disponível, nada existe que sugira ‘um amplo movimento de baixo para cima’. Pelo contrário, parece constituir um pressuposto mais realista considerar que a maioria das pequenas empresas desaparece antes que tenha o tempo de crescer. Este freqüente desaparecimento é, ao

Era necessário, então, reconhecer as raízes das diferenças entre as grandes e pequenas empresas e fundar uma análise que reconhecesse 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 principal de Steindl nesse seu primeiro livro era mesmo recolocar o argumento clássico 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 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

que tudo indica, amplamente compensado pelo número de novos ingressantes” (STEINDL, 1990, p. 24).

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 escala²⁷. Porém, 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 conseqüências para a concentração industrial. 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 grandes empresas criavam a possibilidade da manutenção ao longo do tempo de margens de lucro acima do “normal” ou da norma competitiva²⁸.

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

²⁷ Possas (1997, p. 124-125), como complemento, ainda discute o papel das economias de escala de operação por multiplantas, ressaltando os aspectos relacionados à dispersão regional das atividades, distribuição temporal do investimento programado, especialização de produtos e flexibilidade de operação global da firma.

²⁸ Sylos-Labini (1980, p. 53) argumenta nesse sentido ao dizer que “a taxa de lucro das empresas médias e grandes é superior à taxa mínima e tal diferença não é eliminável: uma nova grande empresa que quisesse entrar para obter tal lucro não só não atingiria o objetivo como causaria perdas a todas as empresas”. Segue-se daí que os lucros superiores obtidos pelas grandes em relação às pequenas são devido a características estruturais e, por isso, relativamente permanentes.

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.

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. 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 grandes 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 instaladas, 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 nas condições de concorrência (principalmente pela entrada de novos competidores) e maior tende a ser o dinamismo das empresas no setor. As mudanças nas condições estruturais também podem vir da introdução de novas tecnologias (processo e produto), variações acentuadas nos custos e alterações na elasticidade da demanda. O importante a reter é que, em cada caso, o resultado final será ditado pelo nível das barreiras à entrada e pela seqüência de ações e reações das empresas²⁹, definindo uma tendência particular para o padrão de concorrência em vigência.

Por fim, resta ressaltar que a concentração de tais atributos em poucos e grandes grupos não significa, de modo algum, a eliminação da concorrência. Na verdade, o que se tem é a ampliação do espaço e alteração da forma da competição inter-capitalista. O mundo das grandes empresas e do oligopólio longe de levar a supressão das relações de concorrência, engendra sua generalização (CLIFTON, 1977). Tal fato se processa e se reproduz pelo movimento das massas centralizadas de capital, que redundam na geração e consolidação de novos padrões competitivos.

Nesse sentido, a investigação deve mesmo partir da realidade das grandes corporações extremamente diversificadas que atuam sob o regime oligopolista em escala internacional. Afinal, como Marx mesmo adiantou, é somente no mercado mundial que a batalha da concorrência pode se dar na sua forma mais desenvolvida. Como reconhece Mello (2000, p, 53), “para Marx, o pano de fundo histórico para todo o movimento lógico da circulação global do capital (sua reprodução ampliada) é sempre o mercado mundial, o diâmetro efetivo do mundo”.

²⁹ Lembrando que a decisão de adotar uma política agressiva dependerá sempre do confronto entre o custo da luta e os resultados que poderá obter em termos de lucratividade. Isso é válido tanto para as empresas estabelecidas como para as entrantes.

Julga-se, no entanto, que o entendimento dessa realidade complexa, envolve o reconhecimento de diferentes níveis de determinação. Por isso, para a análise do papel das fusões e aquisições na diversificação da grande empresa, tanto em direção a novos mercados quanto novas linhas de produtos, é necessário partir do estudo da dinâmica da concorrência em mercados específicos para, então, reconhecer a existência de uma política deliberada de diversificação e buscar delimitar seus determinantes básicos.

É por isso que se assume aqui a posição de que a diversificação das atividades e das áreas de atuação da grande empresa, tidas como processo, somente tornam-se inteligíveis enquanto resultado da necessidade de superar as restrições impostas à sua expansão pelo ritmo de crescimento e padrão de concorrência de seu mercado corrente. Porém, antes de poder discutir essa questão em maior profundidade, é necessário estabelecer as bases que irão fundamentar esse argumento e a análise pretendida dos movimentos de fusões e aquisições na indústria mundial do petróleo. Esse será, justamente, o objetivo perseguido pelas próximas seções.

1.3. 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 por todos aqueles que 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

de concentração industrial (BLOCH, 2000). De fato, diferenciais de custo geralmente são convertidos em lucros extraordinários para os produtores líderes da indústria, que podem, portanto, expandir-se mais rapidamente³⁰. 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 setor³¹.

Mais que isso, a própria pressão competitiva gerada pela necessidade de realizar a maior capacidade de crescimento das empresas “progressistas”³² 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 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

³⁰ Steindl (1983, p. 58) vincula explicitamente esse resultado à teoria clássica da renda diferencial formulada por David Ricardo. A aplicação da teoria às condições específicas da indústria pode ser feita segundo o autor graças à “relativa escassez de grandes unidades de capital”. Esta pode explicar “porque apenas um número limitado de empresas pode utilizar os métodos mais produtivos, e que, paralelamente a eles, métodos menos produtivos estejam sempre em uso”.

³¹ 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).

³² 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.

expurgo das menores, promovendo também um movimento em direção à concentração absoluta (diminuição no número de firmas concorrentes)³³.

Sem dúvida, é do processo de acumulação de capital das grandes empresas que deve surgir o impulso 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 indústria³⁴. 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.

Em condições normais de operação, espera-se 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

³³ Essa idéia fica bem clara na seguinte passagem de Steindl (1983, p. 58): “em qualquer indústria existe, real ou potencialmente, uma pressão concorrencial”. Assim, “quando essa pressão for real e suficientemente intensa, provocará uma luta pela sobrevivência, na qual provavelmente o produtor de custo mais elevado será eliminado”.

³⁴ Este trabalho não fará nenhuma menção a parte “macroeconômica” da obra de Steindl, já que acredita-se que sua parte “microeconômica” tenha um interesse teórico em si mesma 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 deste trabalho 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.

decisão básica das empresas refere-se ao pagamento de dividendos como porcentagem constante do lucro total³⁵. 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 (WOOD, 1980, p. 63).

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

³⁵ No caso das empresas individuais, a porcentagem 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).

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 correntes³⁶. 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 (1952), 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

³⁶ Para uma análise detalhada dos efeitos de uma nova emissão sobre a “taxa de avaliação” das ações da firma, ver Wood (1980, p. 67-75).

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, ativos e vendas, por serem complementares, são objetivos simultâneos perseguidos pela firma na luta por sua sobrevivência³⁷. Mais que isso, o ponto é que cada um deles é instrumental para alcançar os demais.

É por isso que a ênfase da análise recai 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

³⁷ 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”.

grandes empresas *vis-à-vis* as pequenas e sobre a possibilidade de mudanças na própria estrutura de mercado fruto dessa pressão competitiva.

Steindl abordou e desenvolveu as condições e os fatores determinantes da dinâmica das estruturas de mercado em oligopólio no quinto capítulo de seu livro de 1952 – *Maturity and Stagnation in American Capitalism*. Antes da exposição propriamente dita de seus argumentos, é necessário apresentar os pressupostos ou hipóteses básicas da construção teórica do autor. De fato, grande parte da discussão sobre a obra de Steindl se foca, talvez exageradamente, na crítica à rigidez de suas hipóteses. O próprio autor na nova introdução que fez ao livro em 1972 reconheceu que subestimou o grau da mobilidade de capital e não deu a devida importância aos processos de diversificação (em especial, os produtos do progresso técnico e a internacionalização da produção) da grande empresa que, de certo, ampliam os horizontes e dinâmica da concorrência oligopolística.

No texto citado, Steindl (1983, p. 61-62) apresenta explicitamente três hipóteses: i) as empresas devem investir preferencialmente em sua indústria ou mercado específico³⁸; ii) a acumulação interna de lucros atua como forte impulso ao investimento de expansão das empresas³⁹; iii) a taxa de crescimento da indústria em questão é dada, isto é, as empresas não têm como atuar no crescimento da demanda global de seus mercados. É sobre essa última hipótese que repousa, talvez, a grande diferença entre a abordagem de Steindl e as teorias

³⁸ A rigidez dessa hipótese não será mantida até o fim, mas como em Steindl, permanecerá a idéia fundamental de que “os empresários consideram em primeiro lugar o investimento em sua própria indústria, e só se afastam dessa prática por motivos muito fortes” (1983, p. 62). Como lembram Bloch e Finch (2005, p. 17), “*where Steindl assumes that owners and entrepreneurs only invest their accumulated earnings in the same industry, Penrose provides reasons, rather than assumptions, for reinvestment in the firm itself, as the firm’s resources are the outcome of a unique growth trajectory and so are path-dependent*”.

³⁹ Uma ressalva que deve ser feita é a de que cada empresa planeja, de acordo com critérios próprios, manter certa proporção mínima de seus ativos sob a forma de ativos líquidos. Assim, nem todo o volume de acumulação interna será traduzido no potencial de crescimento, já que uma parcela deste será destinada à aquisição de ativos financeiros (WOOD, 1980). Essa discussão tornar-se ainda mais complexa caso seja incorporada à análise das decisões de investimento o caso das inversões financeiras das empresas para além do motivo transação e precaução, visando mesmo ampliar a margem de suas receitas não operacionais. Uma boa introdução à discussão da nova lógica financeira de operação das grandes empresas pode ser encontrada em Crotty (2002) e Braga (1997). O aumento do peso relativo das grandes corporações no controle dos estoques de ativos financeiros e da relação interna às empresas entre seus lucros não-operacionais e seus resultados operacionais são duas questões que merecem destaque.

da firma, na medida em que estas geralmente compartilham a idéia de ser possível um processo contínuo de criação de demanda por meios de geração e difusão de hábitos e preferências de consumo (MARRIS, 1964). É claro que essa possibilidade acaba por diminuir as restrições pelo lado da demanda sobre o ritmo de crescimento das firmas. Porém, tal idéia também tem como consequência a relativa desconsideração ou tratamento exógeno das chamadas “condições ambientais” da firma, que, por sua vez, era mesmo o fator decisivo para Steindl.

Além dessas hipóteses, outras duas já presentes de forma implícita foram esclarecidas na já citada introdução de 1972: iv) as empresas objetivam estabelecer certo grau planejado de utilização da capacidade produtiva ao longo de alguns anos⁴⁰; v) se o grau de utilização estiver abaixo do nível planejado, isso funcionará como um fator de desestímulo ao investimento e vice-versa.

Dados esses pressupostos, pode-se dizer de maneira geral que a relação apontada por Steindl entre a acumulação interna de lucros, pressão competitiva e realização do potencial de crescimento das empresas é a seguinte: reduções de custos causadas pela introdução de qualquer inovação que promova economias de escala conduzem as empresas melhor situadas ou “progressistas” a maiores margens de lucro⁴¹, que, por sua vez, possibilitam uma maior taxa de acumulação interna, logo, um maior potencial de crescimento dessas empresas. Esse potencial de crescimento será tanto maior quanto mais forte for a vantagem diferencial conferida pelas economias de escala.

O maior potencial de crescimento⁴², 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*,

⁴⁰ O pressuposto é o de que a firma realizará investimentos de expansão diante da expectativa de um acréscimo de demanda que acarrete um aumento permanente do grau de utilização da capacidade, elevando-o acima do nível planejado.

⁴¹ Como esclarece Coutinho (1975), esse resultado só é possível porque o repasse aos preços da maior competitividade em custos feito pelas firmas “progressistas”, dada a relativa rigidez de preços pelas barreiras à entrada, não é proporcional, gerando lucros supra-normais.

⁴² A palavra potência deve ser vista mesmo de acordo com seu sentido estrito de impulso forte e necessário rumo à realização de um propósito.

mesmo que isso seja feito as 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 dos diferenciais 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 indústria⁴³. 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 (e não o contrário!)⁴⁴. 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 trabalhadas 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

⁴³ 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.

⁴⁴ 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.

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 importante. Como Steindl procurou ressaltar, o leque de opções disponíveis às empresas melhor situadas depende crucialmente da capacidade de 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 das políticas agressivas de fusões e aquisições ou pelo recurso a programas especiais de venda.

Capítulo 2

O papel das fusões e aquisições nos movimentos de reestruturação e consolidação das estruturas de mercado e na diversificação da grande empresa

2.1. 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.

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”, será dedicada à análise do primeiro caso, ficando a próxima seção responsável pela abordagem da direção da diversificação.

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 acordo com Cantwell e Santangelo (2002), as razões encontradas para as operações de fusões e aquisições podem ser classificadas em três grupos: aquele que corresponde às estratégias competitivas das empresas, o que envolve as respostas das empresas a mudanças nas condições

do ambiente competitivo e aquele que engloba alguns motivos frutos de ineficiências do mercado de capitais ⁴⁵.

Quanto ao primeiro, os autores relacionam quatro motivos estratégicos para as fusões e aquisições: i) busca de incremento no poder de mercado; ii) reações defensivas, isto é, a firma algumas vezes adota uma postura ativa de aquisições pelo simples fato de evitar ser adquirida por um grupo maior ou mais poderoso; iii) sinergias (economias de escala e escopo) – atribuída a maior eficiência no uso de recursos, redução nos custos de *overhead* e nos gastos de distribuição e marketing, bem como a diminuição do custo de capital; e iv) redução de custos de transação e informação – em geral vinculada às integrações verticais com expressivos cortes de custo e redução de incertezas⁴⁶.

Já em relação ao segundo grupo, ganham relevo os aspectos relacionados à (v) regulação do ambiente competitivo e o (vi) acesso a novos mercados e tecnologias. No primeiro caso, cabe reconhecer que as operações de fusões e aquisições podem estar vinculadas, meramente, a economias de impostos pela reorganização do fluxo de lucros e prejuízos entre as firmas associadas⁴⁷. O acesso a novos mercados e tecnologias pela via das fusões e aquisições, por sua vez, deve ser entendido como um meio alternativo de crescimento das firmas. É aqui que, em grande parte, se coloca para os responsáveis pelas decisões estratégicas das empresas o dilema entre os investimentos *greenfield* (crescimento orgânico) e *brownfield* (fusões e aquisições) ⁴⁸.

⁴⁵ O levantamento feito aqui dos “motivos” para as fusões e aquisições também está baseado em Shrerer e Ross (1990) e Hay e Morris (1979).

⁴⁶ Segundo a literatura neo-schumpeteriana ainda seria possível discutir os “ganhos de eficiência dinâmica” obtidos através de operações de fusões e aquisições. O argumento é o de que tais operações poderiam propiciar uma combinação de ativos e habilidades complementares entre duas firmas, elevando a capacidade de inovação da empresa adquirente ou das empresas combinadas, logo, potencializado os efeitos de longo prazo sobre as vendas e os lucros.

⁴⁷ Na prática, porém, este é visto menos como um motivo e mais uma boa consequência a ser trabalhada pela equipe de planejamento tributário da empresa.

⁴⁸ Segundo Cantwell e Santangelo (2002, p. 404), “a firm that aims to increase its scope of operation in new markets/technologies faces two options: set up ex novo greenfield production or P&D (internal growth through reinvestment in a new line of activity) or merging with a firm which may provide quicker access to new markets and technologies desired”.

Por último estaria o grupo de motivos relacionados às fusões e aquisições que seriam derivados, segundo os autores, de ineficiências do mercado de capitais. Assim, (vii) as fusões e aquisições hostis podem ser vistas como uma forma de remover a ineficiência gerencial da firma adquirida. O (viii) motivo *hedge* também é importante, já que “*a merger between companies whose profiles of earnings over time are not correlated may enhance coinsurance and reduce diversification risks*” (CANTWEEL e SANTANGELO, 2002, p. 404). Além destas, são levantados pelos autores os motivos associados à criação de um “mercado interno de capitais”, nos moldes propostos por Willianson (1975), bem como aqueles vinculados aos interesses pessoais do corpo gerencial das empresas (“*empire building*”, “*managerial ego*” e “*side-benefits*”). Outro motivo não citado pelos autores, mas que poderia ser incluído também nesse grupo seria aquele de caráter especulativo, na medida em que deve ser fruto de uma situação de subavaliação do valor da empresa pelo mercado⁴⁹.

Da discussão abstrata das vantagens e desvantagens dos vários motivos para as fusões e aquisições derivam as hipóteses teóricas a serem trabalhadas nas investigações empíricas típicas deste tipo de abordagem. O foco de atenção recai, geralmente, sobre os indicadores de desempenho pré e pós-operações para as análises de performance, tanto em termos de variáveis operacionais (vendas, *market-share*, margens líquidas, número de empregados) quanto financeiras (valor das ações)⁵⁰. A intenção é sempre buscar as características que podem diferir as empresas adquiridas (*targets*) de suas concorrentes, em busca de modelos que validem as hipóteses sobre os determinantes básicos das transações envolvendo fusões e aquisições. Embora úteis por tentar colocar o debate sob bases mais

⁴⁹ Convém lembrar que o desenvolvimento dos mercados de capitais restringe em grande parte esse tipo de ganho especulativo, fruto de falhas informacionais, já que as expectativas dos agentes tendem a convergir mais rápido que o tempo geralmente necessário para se concretizar uma operação de aquisição.

⁵⁰ Além deste tipo de abordagem empírica baseada nos “*stock price studies*” e nos “*company performance studies*”, também podem ser relacionados os “*strategic management studies*”, que enfatizam a importância da administração e do planejamento para o sucesso de operações envolvendo fusões e aquisições. Ver, por exemplo, Kitching (1967) e Haspeslagh e Jeminson (1991).

concretas, tais tentativas chegam, na maioria das vezes, a resultados frágeis e por vezes bastante contraditórios.

Por isso, a proposta desse trabalho não é a de entrar na discussão crítica (teórica e 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 dessas “ondas” de fusões e aquisições no interior de uma indústria⁵¹.

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 à readequação de portfólio por parte 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 (HANNAH e KAY, 1977; TOWN, 1992)⁵².

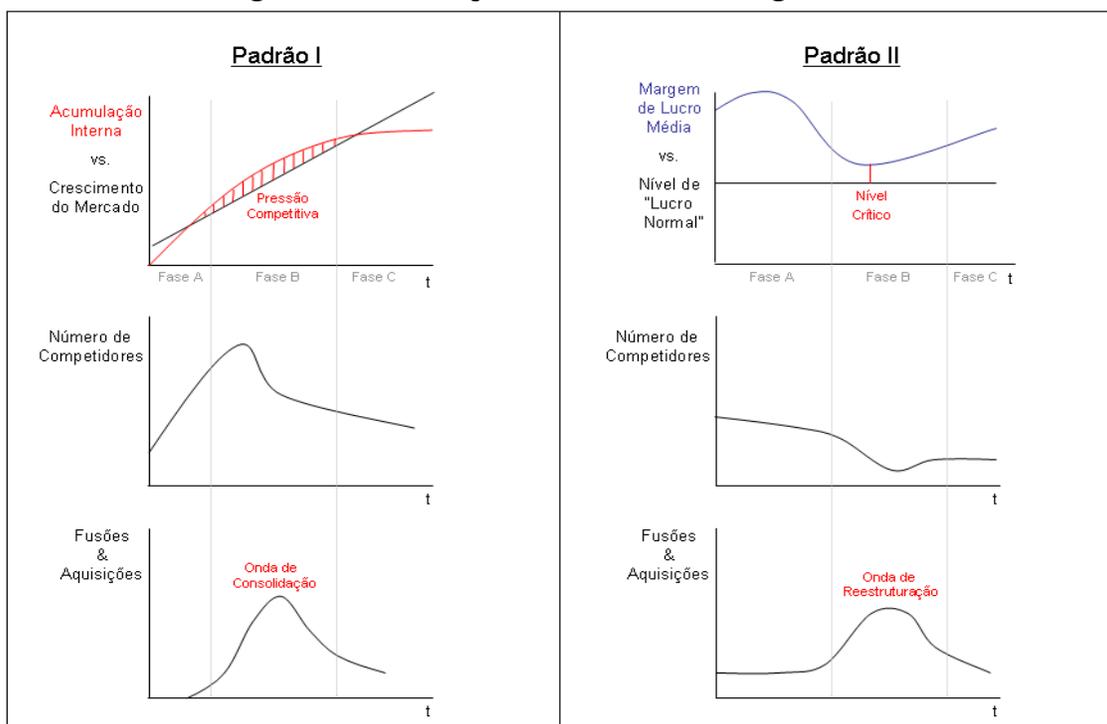
A proposta é a de que através da análise da evolução e do perfil das operações de fusões e aquisições em cada momento seja possível identificar o estágio de desenvolvimento de uma indústria e suas fases de alta e baixa no

⁵¹ 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.

⁵² 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*”.

processo de acumulação de capital. Ou seja, cabe identificar e discutir nesta parte do trabalho certos padrões teóricos potencialmente encontrados nos movimentos de fusões e aquisições no interior de uma indústria que opera segundo a lógica geral da concorrência sob condições oligopolísticas. A figura abaixo apresenta uma ilustração estilizada dos marcos teóricos principais que ajudam a explicar os dois padrões que serão sugeridos e discutidos em suas diferentes fases a partir de agora.

Figura 1 - Ilustração Estilizada do Argumento



Fonte: Elaboração própria.

2.1.1. Padrão I: a onda de consolidação

O ponto em questão, tal como sugerido por Possas (1987, p.133), é 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.

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 empresas maiores 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”⁵³.

Vale dizer também que a fase A pode ser representativa tanto do estágio inicial do desenvolvimento de uma indústria⁵⁴, quanto de um período logo após uma importante mudança no padrão de concorrência vigente, seja por alterações

⁵³ Como argumenta Steindl (1983, p. 62), “se a taxa de expansão da indústria, como um todo, devido a um desenvolvimento favorável (uma tendência positiva a longo prazo) da demanda para seus produtos, for pelo menos tão ampla quanto a expansão à qual as firmas bem situadas são levadas por sua acumulação interna, então a participação destas últimas em sua indústria não aumentará. A participação das pequenas firmas será mantida, por meio de um aumento correspondente no seu número, para compensar a inexistência de acumulação interna”.

⁵⁴ É claro que o mesmo não pode ser dito para uma indústria que já surge altamente concentrada ou monopolizada.

nas condições técnicas (inovações)⁵⁵, 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 grandes empresas líderes, a taxa de acumulação interna da indústria alcança um nível crítico⁵⁶ 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

⁵⁵ Um bom exemplo para o caso da introdução de novas inovações sobre a estrutura competitiva da indústria é dado por Utterback (1994), especialmente no quarto capítulo do livro.

⁵⁶ “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).

crescimento das empresas que o compõem, inaugurando uma fase de políticas mais agressivas de crescimento por parte das empresas.

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 realizado⁵⁷. 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*. 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

⁵⁷ Nesse sentido, como argumenta Steindl (1983, p. 62), para ter sucesso na sua política de expansão, as grandes empresas líderes “ou venderão a preços mais baixos do que as firmas marginais, ou se empenharão em uma competição de qualidade, ou seja, produzirão melhores produtos, de custos provavelmente maiores, e os venderão ao mesmo preço das firmas marginais. Ou, então, lançarão campanhas publicitárias ou farão outras despesas de vendas em escala mais elevada do que as firmas marginais, o que significará, provavelmente, que suas despesas de venda por unidade serão maiores do que as das firmas marginais”.

campanha especial de vendas das “progressistas”, abandonando mais cedo ou mais tarde o mercado⁵⁸.

A campanha especial de vendas tem mesmo uma importância decisiva como estratégia complementar ao crescimento interno das empresas líderes⁵⁹. 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 consolidação⁶⁰ 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 interno 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

⁵⁸ Como ressalta Steindl (1983, p. 63), “estamos tratando, essencialmente, de um fenômeno a longo prazo, e portanto de uma eliminação que pode ocorrer em períodos de expansão ou de recessão, mas que não é reversível, porque a relação preço-custo estabelecida não permite o reingresso de firmas semelhantes”.

⁵⁹ 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 da 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.

⁶⁰ Cabe notar que a noção de consolidação utilizada aqui é a mesma que a adotada por Penrose (2006, p. 238).

investimento, tanto em termos técnicos quanto de desembolso financeiro⁶¹. 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.

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 indústria⁶². 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 incerteza⁶³. É importante notar, no entanto, que o período de integração deve ser 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

⁶¹ 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.

⁶² Segundo Hay e Morris (1979, p. 472), “*a merger will involve none of the delays that may arise in the execution of an investment programme*”. Como lembra Penrose (2006, p. 254), “já que os lucros previstos dos fundos de capital imobilizados num programa de expansão devem ser contabilizados como parte dos custos, quanto maior for o tempo exigido para sua realização interna, tanto maior será a poupança nos custos se a aquisição de empresas já existentes puder se efetuada’.

⁶³ 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 na implementação deste tipo de investimento e sua própria eficiência em relação ao resultado esperado⁶⁴.

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 reprodutibilidade⁶⁵. 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 ainda pode ser bastante vantajosa no caso de uma indústria apresentar certos gargalos de recursos

⁶⁴ Para uma discussão da importância decisiva do processo de integração para o sucesso de uma operação de fusão e aquisição, ver Haspeslagh e Jemison (1991).

⁶⁵ Penrose (2006, p. 255-256) coloca a discussão numa perspectiva mais geral ao dizer que “há toda uma variedade de ativos produtivos que, estando sob controle das firmas existentes, são capazes de impedir efetivamente a expansão lucrativa de concorrentes em atividade, assim como o ingresso de novos concorrentes. Eles incluem, por exemplo, uma forte proteção de patentes a certos produtos, equipamentos ou processos produtivos; os nomes e as marcas comerciais diferenciadores de produtos similares, e que garantem a fidelidade dos consumidores; o controle privado de fatores de produção não-reprodutíveis ou não-renováveis, como certas localizações geográficas e determinadas jazidas de produtos minerais; o conhecimento de processos que podem ser mantidos em segredo; e, ocasionalmente, até a posse dos serviços de indivíduos especialmente talentosos, bem formados e experientes”. A autora segue afirmando que “boa parte da chamada proteção monopolística contra a concorrência pode envolver a posse de tais ‘ativos’ por firmas já instaladas, e as conseqüentes restrições ao ingresso de novos concorrentes podem tanto ser uma causa como um efeito de fusões”. Para uma abordagem do tipo “*resource-based*” às operações de fusões e aquisições, ver Wernerfelt (1984).

técnicos 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 aquisições⁶⁶. 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 empresas progressistas em direção firmas marginais 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

⁶⁶ Para Guimarães (1982, p. 48), “a disposição das firmas grandes para comprar firmas menores dependerá da comparação entre, de um lado, o custo de aquisição e os custos adicionais de produzir na planta adquirida e, de outro, o investimento necessário à expansão de sua própria capacidade produtiva e a diminuição da margem de lucro que resultaria da redução de preços requerida para aumentar sua parcela de mercado”.

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. 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 grandes empresas líderes na mesma direção, estruturando, desse modo, uma "onda" de consolidação na indústria⁶⁷. 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, em cada caso, tanto da situação concreta da qual se parte⁶⁸ quanto da seqüência de iniciativas tomadas efetivamente pelas empresas, bem como das reações alternativas de adaptação ou não que se seguem⁶⁹.

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

⁶⁷ 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".

⁶⁸ Os seguintes elementos devem ser considerados: i) a extensão absoluta do mercado; ii) capacidade de absorção do mercado (elasticidades da demanda); iii) participação relativa das empresas no mercado; iv) as condições técnicas de produção; v) os determinantes e as variações dos custos fixos e variáveis.

⁶⁹ 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.

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 conseqüência da “onda” de consolidação, estabelecendo novas condições estruturais de concorrência para a indústria. Tal como aconteceria caso uma campanha especial de vendas fosse estabelecida, 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 origem⁷⁰.

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 uma fusão e aquisição com o perfil exposto aqui 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.

⁷⁰ 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.

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 entrada⁷¹. 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 todo⁷².

2.1.2. Padrão II: a onda de reestruturação

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

⁷¹ Nesse mecanismo de ajuste endógeno cabe ressaltar a “interação dois fatores fundamentais: as reduções de custo por firmas progressistas, que tendem a aumentar a margem de lucro; e a força explosiva de uma acumulação interna excessiva, que conduz à eliminação de firmas de custo elevado e tende a reduzir novamente a margem de lucro” (STEINDL, 1983, p. 65).

⁷² 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”.

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 (MAZZUCHELLI, 1985).

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”⁷³, logo, com um grau relativamente alto de resistência financeira⁷⁴. 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. Esse ponto importante será explorado na próxima seção, constituindo mesmo o cerne de sua discussão, na qual a intenção

⁷³ 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”.

⁷⁴ Ou seja, a existência de um grupo de produtores marginais pequenos operando com lucros normais não é mais significativa. Quando encontrados, estes passam a ser apenas satélites das grandes empresas, atuando nos interstícios do mercado.

será a de caracterizar os determinantes de uma “onda” de diversificação em uma indústria.

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.

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”⁷⁵ 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 grandes 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

⁷⁵ A noção steindliana de maturidade se refere a uma indústria que já opera em larga escala a partir de um número reduzido de competidores de grande porte. Para Steindl, esse tipo de estrutura de mercado teria como fim inevitável o acúmulo de capacidade ociosa reduzindo drasticamente o nível de investimentos na indústria e instaurando, desse modo, um longo período de estagnação.

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 todos⁷⁶.

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.

Trata-se, sem dúvida, de um contexto de crise de realização dinâmica ou, em termos mais propriamente marxistas, de crise de sobreacumulação de capital, isto é, de “uma relativa abundância de capital que não encontra campo suficiente para operar” (STEINDL, 1983, p. 255). É claro que as formas de aparência desse

⁷⁶ 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.

excesso relativo de capital são variadas, mas sua expressão maior é, claramente, 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. A idéia é a de que como por definição os conjuntos de ativos das “progressistas” operam num grau semelhante de economia de escala, então a simples combinação entre esses conjuntos que gere sinergias leva,

necessariamente, a uma melhora do nível de margens de lucro para a empresa adquirente.

É provável também que o nível de barreiras à entrada da indústria também se eleve pelo 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 resultado desse ajuste estrutural entre as “progressistas” é, sem dúvida, o aumento permanente do grau de concentração absoluta da estrutura do mercado, reequilibrando o jogo competitivo entre os grandes atores. Com isso, uma nova fase é estabelecida dentro da evolução desse padrão II. A fase C, portanto, é aquela na qual se dá a recomposição das condições necessárias para uma relativa estabilidade do padrão de concorrência vigente, recolocando as bases da continuidade do processo de acumulação das grandes empresas líderes da indústria.

2.2. A maturidade steindliana revisitada e o fenômeno da diversificação da grande empresa

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 tem sido 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 das indústrias em que atua coloca para a realização de seu potencial de crescimento. Nesse sentido, a questão principal que está sendo trabalhada neste capítulo refere-se ao modo como as grandes empresas podem agir frente aos obstáculos estruturais colocados em seu caminho de expansão. Interessa aqui, particularmente, os condicionamentos estruturais que estimulam as políticas de fusões e aquisições como forma de superação de tais obstáculos.

De maneira geral, a superação dos limites ao crescimento das grandes empresas pode ser perseguida através do aumento de sua participação em seu mercado corrente, como visto na última seção, mas também a partir da aceleração da taxa de expansão do mercado pela introdução de novos produtos⁷⁷ ou pela ampliação de sua linha de atividades⁷⁸, logo, pela expansão do seu mercado

⁷⁷ Este tipo de diversificação consiste na introdução de produtos que, de alguma forma, esteja relacionados aos produtos originais da empresa em termos do mercado atingido e que possam ser vendidos através dos canais de distribuição já estabelecidos ou a partir da extensão dos mesmos. Trata-se de diversificar a linha de produtos a partir da utilização dos mesmos equipamentos básicos. Ou seja, o processo de diversificação visa possibilitar a exploração de economias de escopo e dos canais de comercialização disponíveis para a empresa.

⁷⁸ O caminho aqui pode ser tanto o da diversificação para novas indústrias quanto o da integração vertical entre os diferentes setores de uma cadeia industrial. No caso da integração vertical, a empresa assume o controle sobre diferentes estágios associados à progressiva transformação de insumos em produtos finais. De fato, existem dois tipos básicos de integração vertical: a integração para trás (upstream ou a montante), que corresponde à entrada em estágios anteriores do processo de produção; e a integração para frente (downstream ou a jusante) que, ao contrário, envolve a entrada em estágios posteriores. É importante lembrar que este segundo caso pode envolver a entrada em atividades não estritamente industriais, vinculadas em especial à distribuição ou comercialização do produto final ou à prestação de serviços pós-venda. É necessário considerar também os vínculos qualitativos que se estabelecem entre os diversos estágios associados à maneira como as especificações referentes ao produto e/ou processo em determinado estágio condicionam as atividades nos demais com os quais ele se articula. Quando essas especificações são muito rígidas, envolvendo uma baixa margem de tolerância, a empresa pode se ver obrigada a assumir ela própria a responsabilidade pela produção naquele estágio, sob pena de ter de adquirir no mercado um insumo que não atende satisfatoriamente às especificações de seu processo de produção. Tal fato ressalta, sem dúvida, as determinações técnicas que podem por si só impulsionar um movimento de integração vertical. No entanto, os casos de maior interesse para este trabalho são, justamente, aqueles impulsionados pela pressão competitiva no interior da indústria.

corrente. Outra possibilidade aberta aos novos investimentos é a direção dada pela abertura de mercados geograficamente distintos daqueles onde a empresa já opera⁷⁹.

Tal estratégia de direcionamento para os novos investimentos é especialmente interessante à grande empresa, na medida em que permite a ela superar os limites de crescimento em seus mercados correntes, ao mesmo tempo em que possibilita, através da gestão de um conjunto de diversas atividades, potencializar e flexibilizar seu potencial de acumulação. A empresa diversificada se torna, então, menos suscetível a situações adversas em mercados específicos. Isso ocorre porque é provável que exista sinais contrários de desequilíbrios entre o potencial de crescimento e a taxa de expansão da demanda nas diferentes indústrias em que participa, de modo que a mera transferência de fundos em seu interior possa assegurar, em grande parte, a absorção de sua acumulação interna gerada globalmente.

É nesse sentido que se pode dizer que a diversificação acaba se tornando uma poderosa arma na luta concorrencial, uma vez que eleva a flexibilidade do financiamento das diferentes atividades da grande empresa através de práticas generalizadas de subsídios cruzados entre estas (GARY, 1998). Esse mecanismo de gestão interna dos fluxos esperados de lucros e investimentos permite à grande empresa implementar estratégias fortemente agressivas em ramos de atividade específicos no intuito de ganhar mercado ou implementar nas diferentes indústrias em que atua uma sintonia fina entre suas políticas de preço, elevando o potencial global de seus lucros.

Por outro lado, cabe reconhecer também a situação oposta, bastante perigosa, na qual o potencial de crescimento da empresa diversificada é insuficiente para fazer frente à expansão da demanda nos seus mercados

⁷⁹ Segundo Penrose (2006, p. 175), “para o propósito de analisar o processo de diversificação, podemos dizer que uma firma diversifica suas atividades produtivas toda vez que, sem abandonar inteiramente suas antigas linhas de produtos, ela enceta a produção de novos, incluindo os produtos intermediários suficientemente diferentes de outros produtos da sua lavra para envolver alguma diferença em seus programas de produção e distribuição. Assim, a diversificação inclui aumentos na variedade dos produtos finais gerados, acréscimos na integração vertical e aumentos no número de áreas ‘básicas’ de produção em que a firma atua”.

correntes. Neste caso, a possibilidade aberta às empresas pela diversificação de acompanhar o ritmo de expansão em alguns mercados, sacrificando seu crescimento em outros, pode ter implicações importantes do ponto de vista de seu futuro, ainda mais quando reconhecido o contexto de elevada incerteza no qual tais decisões devem ser tomadas.

Portanto, é de se esperar que dificilmente uma grande empresa diversificada apresente suas atividades distribuídas igualmente entre as indústrias em que participa. Na verdade, sua instância central de decisão tenderá a estabelecer uma hierarquia de importância entre as diferentes linhas de atividades em que a empresa atua, atribuindo prioridade às indústrias em que se concentram suas atividades.

O ponto importante, no entanto, é que se a natureza diversificada da firma não é sempre suficiente para assegurar a realização do seu potencial de crescimento, o processo de diversificação em si abre a possibilidade de uma etapa adicional no esforço da firma para superar os limites impostos à sua expansão (GUIMARÃES, 1982). Mais que isso este trabalho está particularmente interessado em como as características estruturais dos ambientes competitivos nos quais a grande empresa se insere impulsionam e ditam a direção dos caminhos de sua diversificação.

Cabe ressaltar, uma vez mais, os dois aspectos decisivos desse tipo de análise. O primeiro deles se refere ao dinamismo do mercado nas atividades originais da empresa, o qual, ao ser confrontado com seu potencial de crescimento, pode estimular a expansão diversificante. Quanto ao segundo aspecto, este envolve a maneira específica como os elementos de uma estrutura de mercado e do padrão de concorrência associado podem determinar direções mais factíveis de serem exploradas pelo processo de diversificação.

Assim, a dinâmica competitiva não só estimula a expansão diversificante, como informa à empresa quais as direções mais viáveis para esse processo, face

as suas “áreas de especialização”⁸⁰. Nesse sentido, um padrão normal de diversificação se caracteriza pelo movimento da empresa na direção de indústrias no interior de sua “base tecnológica” ou de sua “área de mercado” e na direção de indústrias vizinhas do ponto de vista destas. Trata-se de reafirmar o argumento inicialmente proposto por Penrose de que é a base produtiva ou a área de comercialização da empresa que definem em grande medida o horizonte aberto à sua diversificação⁸¹. Essa é, justamente, a razão pela qual as firmas de uma mesma indústria tendem a seguir rumos semelhantes em suas políticas gerais de crescimento pela via da diversificação produtiva⁸².

Mas voltando a questão central, como já foi afirmado anteriormente, o interesse desse trabalho, no que se refere especificamente ao fenômeno da diversificação da grande empresa, situa-se não no âmbito de ocasionais oportunidades lucrativas de investimentos em outros ramos de negócios, nem do desejo de redução dos riscos associados à operação em um único ou poucos mercados, mas, sobretudo nos determinantes gerais de suas políticas ativas de diversificação. Penrose também distingue as iniciativas de diversificação que são tomadas para aproveitar oportunidades ou solucionar problemas específicos, daquelas que refletem uma política deliberada de crescimento. Além disso, a autora parece tomar esse caminho de expansão, uma vez iniciado, como contínuo ao longo do tempo. Trata-se da noção de uma “empresa diversificante”, isto é,

⁸⁰ De acordo com Penrose (2006, p. 176), “a diversificação pode ocorrer dentro das áreas de especialização já existentes na firma ou pode resultar do encaminhamento para novas áreas. Em qualquer momento, uma firma ocupa uma posição em certos tipos de produção e de mercado, os quais recebem a denominação conjunta de ‘áreas de especialização’ da firma.

⁸¹ Os conceitos de “base tecnológica” e “área de mercado” são definidos por Penrose (2006). Em relação ao primeiro, a autora chama de “‘base produtiva’ ou de ‘base tecnológica’ da firma cada tipo de atividade produtiva que usa máquinas, processos, qualificações e matérias-primas complementares entre si e que são interligados uns aos outros no processo produtivo, independentemente do número ou dos tipos de produtos produzidos” (p. 176). Já em relação ao segundo, a autora argumenta que “cada grupo de clientes que a firma espera poder influenciar por um mesmo programa de vendas é denominado ‘área de mercado’, independentemente do número de produtos vendidos a esse grupo” (p. 177).

⁸² Nesse contexto, é possível distinguir entre diferenciação concêntrica, na qual a nova produção está relacionada à base tecnológica e/ou à área de comercialização da firma, e a diversificação conglomerada, em que a nova atividade não guarda relação com estas. Para uma discussão da relação entre esses dois caminhos de diversificação e as estratégias de crescimento pela vida das fusões e aquisições, ver Iooty (2002).

aquela que estaria permanentemente disposta a ampliar seu espaço de atuação pela via da diversificação de suas atividades.

Defende-se aqui, no entanto, a posição de que tais movimentos mais significativos em direção à diversificação da grande empresa são descontínuos no tempo, ocorrendo apenas sob certas condições. Isso não quer dizer que a empresa recue de suas iniciativas de diversificação⁸³. A ampliação das atividades da empresa pela via da diversificação deve ser vista mesmo como uma estratégia de longo prazo. Porém, pode-se dizer que, dificilmente, este será um processo contínuo e cumulativo. É por isso que a diversificação também pode ser visto como um movimento que ocorre por “ondas”.

Por outro lado, considerando o caráter estrutural do impulso ao processo de diversificação como proveniente do padrão de concorrência da indústria⁸⁴, observa-se que a não diversificação tende a enfraquecer a posição competitiva das empresas estabelecidas frente a uma grande empresa diversificada atuando também no setor, uma vez que os lucros obtidos por esta em outros mercados poderiam ser deslocados para a indústria em questão. Ou seja, o caminho de diversificação de algumas empresas líderes de uma indústria tende a ser seguido pelas outras do grupo, sob pena de diminuir suas cotas de participação no mercado e, no limite, de serem mesmo eliminadas. Trata-se, portanto, mais uma vez, de um movimento relativamente amplo e circunscrito num dado período de tempo.

Convém reconhecer logo que o processo de diversificação pode se dar tanto pela via dos investimentos *greenfield*, isto é, através de um esforço orgânico de crescimento para as novas atividades, quanto pelo caminho das fusões e

⁸³ Cabe ressaltar a possibilidade sempre aberta às empresas de desinvestimento, no sentido de uma reorientação e reposicionamento estratégico de seu portfólio de ativos. Porém, é bastante improvável que nas grandes empresas o estímulo aos desinvestimentos se dê como forma de “fazer caixa” para novos investimentos. Por outro lado, é possível que em momentos de crise a estratégia de desinvestimentos seja utilizada com bastante frequência.

⁸⁴ É sobre esse ponto que parece residir a diferença fundamental entre as abordagens de Penrose e Steindl. Segundo Bloch (2000, p. 103), a análise de Penrose “*has the essential elements to satisfy Steindl's requirements for na economic theory of industry concentration. However, she tends to minimise competition as an influence on firm growth, so that her analysis does not fit neatly with Steindl's approach to explaining increasing industry concentration as part of the evolution of capitalism*”. Sobre esse assunto, ver também a discussão feita em Bloch (2005).

aquisições. No entanto, é bem aceito o fato de que o último caso é geralmente o preferido, exceto para o caso da diversificação na direção da introdução de novos produtos nos mercados em que a firma atua. Como argumenta Britto (2002, p. 337), os “levantamentos sistemáticos realizados sobre ‘maiores e melhores’ empresas, como o da *Fortune* 500, demonstram que as novas linhas de negócios que emergem nessas empresas estão geralmente associadas a este tipo de operação [fusões e aquisições], indicando que a maior parte das tentativas de diversificação ocorre por intermédio de processos de aquisição de outras empresas”⁸⁵.

Além disso, deve-se reconhecer que embora o fenômeno da diversificação seja mais significativo para o grupo das “progressistas”, já que a pressão do potencial de crescimento não realizado se dá somente nesse grupo, as empresas “marginais” também podem, eventualmente, recorrer à estratégia de diversificação, numa tentativa de proteger-se das ações das líderes e sobreviver no mercado. O perfil de uma “onda” de diversificação será então mais difuso que o esperado para as “ondas” de consolidação e reestruturação. Porém, pode-se afirmar, sem dúvida, a predominância do grupo das “progressistas” nos movimentos significativos de diversificação, em especial no que se refere ao início do processo.

Nesse sentido, assume-se aqui a idéia também apresentada por Guimarães (1982, p. 62), de que “enquanto processo, a diversificação das atividades da firma é o resultado dos seus esforços para superar os limites impostos à sua expansão

⁸⁵ Segundo Guimarães (1982, p. 66-67), “ainda que o propósito específico da fusão diversificante seja possibilitar o alargamento da base tecnológica e da área de comercialização da firma e dotá-la de quadros técnicos e de uma equipe gerencial com a especialização requerida pela nova atividade, outros fatores podem igualmente induzir a absorção de um produtor existente na nova indústria. Como no caso da fusão interna, tal aquisição pode ser empreendida para que a entrada da firma diversificante na nova indústria não ocasione um excesso de capacidade instalada. Ou pode se constituir na única forma de viabilizar a entrada se, por exemplo, a existência de patentes ou o controle das matérias-primas pelas firmas em operação eliminarem completamente a possibilidade de emergência de um novo produtor na indústria. Ademais, mesmo quando a entrada na nova indústria não é inteiramente inviável, a diversificação através da absorção de um produtor existente, embora não necessária, pode representar uma alternativa mais conveniente”.

pelo ritmo de crescimento de seu mercado corrente”⁸⁶. Cabe ressaltar, no entanto, que este só será o caso para o grupo das grandes empresas líderes da indústria, restando para as “marginais” apenas um papel secundário de possível seguidor.

O objeto analisado aqui se refere, portanto, a situações nas quais a diversificação possibilita um reposicionamento competitivo da grande empresa, face aos constrangimentos do ambiente que afetam sua rentabilidade a longo prazo. O argumento proposto é o de que este impulso à diversificação só ocorre com maior intensidade e importância em indústrias que podem ser caracterizadas como “maduras”, isto é, que operam a partir de um grau avançado de oligopolização e com firmas marginais resistentes⁸⁷.

Deve-se reconhecer que o conceito de maturidade em Steindl tem, de fato, um significado um tanto mais geral que o apresentado acima. Com ele, o autor buscava caracterizar o estágio adiantado que o grau de oligopolização do sistema industrial americano teria chegado como um todo. Entretanto, nada impede a proposição de uma noção mais específica da maturidade steindliana, definida pela situação na qual uma indústria opere em larga escala a partir de um número reduzido de competidores de grande porte.

Nesse sentido, Bloch (2000, p. 105) sustenta que:

“the concept of maturity becomes firm and industry specific. An individual firm shifts its behavior from expanding capacity in its original line of business to engaging in new product development [mas também em direção a novas atividades e mercados] as a response to the constraint on expansion imposed by a limited market for established products. This applies only in industries that have completed a process of absolute concentration and have become oligopolistic. Maturity applies to the bulk of the economy only by coincidence. Steindl may have become sympathetic to this position, as he recognises the possible importance of technological long waves in the introduction to the reprinting of Maturity and Stagnation in American Capitalism”.

⁸⁶ Essa posição se apóia na evidência apresentada pelo trabalho de Gort (“*Diversification and integration in American Industry*”, citado por Guimarães, 1982). Segundo esse autor, na maioria dos casos, as firmas diversificam na direção de indústrias com taxas de crescimento mais elevadas do que a de suas atividades primárias e que a diversificação está positivamente associada ao nível de concentração da indústria principal da firma diversificante. Convém reconhecer que um argumento semelhante também foi sustentado por Coutinho (1975), embora este autor estivesse especialmente interessado no caso da internacionalização produtiva dos grandes oligopólios.

⁸⁷ Alguns autores associam a maturidade da indústria a uma perspectiva de lucros declinantes em virtude de problemas inerentes ao ciclo de vida do produto nos mercados onde a empresa já opera, bem como em reação à perspectiva de obsolescência tecnológica para seus produtos e processos. Tal situação levaria à diversificação das empresas inseridas nesse contexto.

Além de ver a maturidade a partir de uma noção industrialmente específica, é possível também dar um caráter mais dinâmico a esse conceito. Como diria Bloch, a *“maturity and the accompanying oligopolistic behavior are a moment in a progression that neither starts nor ends with maturity”* (Idem, ibidem). Trata-se agora de entender o estágio de maturidade de uma indústria apenas como um momento dentro de sua evolução concreta ao longo do tempo. Shapiro (1986, p. 38) é ainda mais categórica ao afirmar: *“an industry is either developing or declining, with maturity just an empirical pause in the industry’s development, or between its development and decline”*.

Com esta noção de maturidade em mente, pode-se dizer que, frente a esse estágio da evolução de uma indústria, a estratégia de diversificação aparece, sem dúvida, como a alternativa mais viável para a manutenção do ritmo de crescimento da grande empresa, ditado pela força de sua acumulação interna de lucros. Neste caso, a empresa opta por utilizar um escoadouro alternativo ao seu mercado corrente para realizar o potencial de crescimento de sua acumulação interna, evitando ou atenuando, desse modo, os atritos e custos elevados inerentes à luta concorrencial através de políticas agressivas de expansão na indústria em seu estágio de maturidade.

De fato, em tal circunstância, a alternativa mais lucrativa para as empresas “progressistas” provavelmente não será a eliminação das “marginais” – tal como no caso analisado pelo padrão I –, tendo em vista os altos riscos e custos envolvidos na batalha da concorrência entre rivais poderosos. É bem possível que os recursos acumulados pelas empresas líderes em uma indústria sejam, pelo menos em grande parte, redirecionados para o estabelecimento de políticas ativas de diversificação. Esse também parece ser o caso para os estímulos à diversificação que ocorrem sob as condições vigentes no padrão II. Ou seja, a existência de um processo de diversificação no interior de uma indústria que esteja operando sob as condições deste padrão, na medida em que cria escoadouros alternativos para a acumulação interna das “progressistas”, pode facilitar a ocorrência de algum tipo de coordenação mais ou menos tácita das

ações desse grupo, proporcionando certa estabilidade nas condições de concorrência no mercado.

Capítulo 3

Uma breve caracterização do padrão de concorrência vigente na indústria mundial do petróleo

3.1. As bases estruturais da indústria

As bases estruturais de uma indústria devem ser buscadas, em primeiro lugar, nas características técnico-econômicas específicas de sua atividade fim, isto é, de seu produto e do modo de produzi-lo. É claro que tais características podem (e devem) mudar ao longo do tempo como resultado das inovações técnicas, mas é sempre possível em cada indústria definir certas premissas mais ou menos permanentes em sua forma de operar, que ajudam a entender sua dinâmica particular de desenvolvimento.

Em primeiro lugar, deve-se dizer que a presença de petróleo é definida por acúmulos de hidrocarbonetos na forma líquida que se situam nos poros de certas rochas, chamadas de reservatório⁸⁸. O óleo de pedra (do latim *petra* e *oleum*) é o resultado da decomposição de grande quantidade de matéria orgânica em alta temperatura e pressão durante alguns milhões de anos. Porém, para se ter uma acumulação de petróleo é necessário que após o processo de geração, ocorra a migração do produto até as rochas-reservatório. Essa rocha pode ter qualquer origem ou natureza, mas para se constituir em um reservatório deve apresentar espaços vazios suficientes em seu interior para que o critério de porosidade seja satisfeito. Além disso, outra característica importante da rocha-reservatório é sua permeabilidade, dada pela presença de interconexão entre os espaços porosos encontrados em seu interior.

Atendidas as condições de geração, migração e reservatório, para que se dê a acumulação do petróleo, existe ainda a necessidade de que alguma barreira geológica se interponha no seu caminho, chamada de armadilha ou trapa. As

⁸⁸ Os outros componentes mais comuns do petróleo, além do carbono e hidrogênio, são o enxofre (0,06-8%), nitrogênio (0,11-1,7%), oxigênio (0,1-2%) e metais (até 0,3%). Uma discussão mais técnica dos componentes do petróleo, bem como de seus processos produtivos empregados na indústria no segmento de upstream, pode ser encontrada em Thomas (2001).

rochas selantes que compõem uma armadilha podem possuir diferentes origens, características e dimensões, mas sempre devem apresentar, ao contrário das rochas-reservatório, a característica de baixa permeabilidade.

Pode-se dizer, então, que a estrutura geológica propícia à formação de uma jazida de petróleo é o resultado de uma difícil combinação entre os processos de geração e migração do petróleo e da presença de armadilhas e rochas-reservatório. Por exemplo, dadas duas bacias sedimentares, de dimensões equivalentes e contendo rochas geradoras com potenciais de geração de hidrocarbonetos também equivalentes, os volumes de petróleo a serem encontrados em cada uma delas poderão ser os mais distintos, dependendo de seus graus de estruturação, da existência e inter-relação das armadilhas e dos contatos que essas armadilhas propiciem entre rochas geradoras e reservatórios. É por isso que para a exploração do petróleo não basta a captação e avaliação de informações por métodos geológicos e geofísicos, sendo sempre necessária a perfuração de poços com grande probabilidade de insucesso.

Dada a descoberta de uma jazida de petróleo, o próximo passo fundamental é a avaliação técnico-econômica da reserva e da vazão possível de ser gerada. Sem dúvida, o conhecimento da quantidade de petróleo existente em uma jazida, ou mais propriamente, do volume de fluido que pode ser extraído dela, desempenha um papel decisivo na implantação ou não de um projeto para o desenvolvimento dos campos. Tais estimativas de reserva procuram dimensionar o volume que se pode retirar do reservatório até que ele chegue à condição de abandono. Essas estimativas, no entanto, deverão ser revistas ao longo da vida produtiva dos campos, a partir de novos dados e informações coletados durante as operações de extração. Ou seja, a certeza quanto ao nível de quantidade de óleo existente em um campo só é obtida mesmo no final de sua vida produtiva, isto é, no momento de seu abandono⁸⁹.

⁸⁹ Não existe uniformidade plena de critérios sobre definição, classificação e método de estimativas de reservas petrolíferas. Entretanto, cada vez mais as empresas tendem a se basear nos critérios do código internacional da SPE (*Society of Petroleum Engineers*), de modo que as suas reservas possam ser reconhecidas por instituições internacionais e comparadas com as de outras empresas e países.

Uma vez provada a existência de uma jazida de petróleo economicamente viável, entra em ação uma longa cadeia de atividades com o objetivo final de transformar e levar seus produtos até o consumidor. Como ressalta Pinto Jr. (2007, p.45), “a gasolina que move o automóvel, por exemplo, requereu a descoberta e identificação de reservatórios comerciais de petróleo”. Já “o óleo contido nesses reservatórios precisou ser extraído e transportado até uma refinaria – onde a gasolina foi um dos múltiplos derivados resultantes do processo – para depois ser transportado, distribuído e disponibilizado em um determinado posto ao consumidor final”.

O percurso descrito acima se refere justamente à cadeia produtiva do petróleo, estruturada basicamente a partir de cinco segmentos distintos: i) exploração e produção – incluindo desde a prospecção geofísica para a identificação de jazidas, até a produção e o armazenamento do óleo extraído; ii) a rede de transporte do petróleo; iii) o refino do óleo cru; iv) a distribuição dos derivados; v) a comercialização dos derivados. No jargão da indústria costuma-se chamar de *upstream* o segmento de exploração e produção e de *downstream* os demais segmentos. É comum também a caracterização dos segmentos de transporte e refino como *midstream*. Deve-se destacar ainda a indissociável relação da cadeia produtiva do petróleo com as indústrias do gás natural e petroquímica, que pela necessidade de foco estarão fora do escopo de análise deste trabalho.

Tabela 1 - Frações Típicas do Petróleo

Fração	Temperatura de ebulição	Composição aproximada	Usos
Gás residual	-	C ₁ - C ₂	Gás combustível
Gás liquefeito de petróleo (GLP)	Até 40°C	C ₃ - C ₄	Gás combustível engarrafado para uso doméstico e industrial
Gasolina	40 - 175°C	C ₅ - C ₁₀	Combustível de automóveis, solvente
Querosene	175 - 235°C	C ₁₁ - C ₁₂	Iluminação, combustível de aviões a jato
Gasóleo leve	235 - 305°C	C ₁₃ - C ₁₇	Diesel, fornos
Gasóleo pesado	305 - 400°C	C ₁₈ - C ₂₅	Combustível, matéria-prima para lubrificantes
Lubrificantes	400 - 510°C	C ₂₆ - C ₃₈	Óleos lubrificantes
Resíduo	Acima de 510°C	C ₃₈₊	Asfalto, piche, impermeabilizantes

Fonte: Thomas (2001).

O processo produtivo da indústria do petróleo no segmento de *upstream* envolve as atividades destinadas a avaliar áreas de descoberta e identificar jazidas (exploração), viabilizar as atividades de produção dos campos (desenvolvimento) e coordenar as atividades de extração do fluido (produção). Já em relação ao refino, suas atividades próprias cumprem a tarefa de separar os componentes mais leves dos mais pesados, produzindo uma ampla gama de combustíveis (GLP, gasolina, diesel, QAV, óleo combustível) e matérias-primas (querosene, Nafta, asfalto, enxofre) de acordo com especificações técnicas padronizadas. A tabela 1 mostra as características das diferentes frações típicas do petróleo e seus usos específicos.

A etapa do refino é mesmo de fundamental importância, já que é a partir de seus processos que se dá o ajuste entre as especificações do fluxo intermitente de óleo produzido no *upstream* e os requerimentos técnicos dos derivados escoados para o mercado consumidor. Pode-se dizer que, uma vez que não existe apenas um tipo de petróleo, a necessidade de compatibilizar as características dos diferentes óleos com os requerimentos dos mercados consumidores acaba por determinar quais derivados devem ser produzidos e em que quantidade, isto é, como uma refinaria deve operar.

Figura 2 - Exemplo de um Esquema de Refino



Fonte: Lage (2007).

Cada refinaria é construída, desse modo, de acordo com o tipo de carga a ser recebida e as características do mercado em que estará inserida. O resultado será um arranjo propício de unidades de processamento, visando otimizar a relação *input-output*, conforme os preços vigentes. Esse arranjo é chamado de esquema de refino, conforme mostra a figura acima.

Um esquema de refino define e limita ao mesmo tempo o tipo e a quantidade de derivados que se pode esperar de uma refinaria. Geralmente, os petróleos mais leves geram maior quantidade de GLP e naftas. Já os petróleos pesados resultam em maiores volumes de óleos combustíveis e asfaltos. Há também os derivados médios, como o óleo diesel e o querosene.

A propriedade mais usada na qualificação de um petróleo é a sua densidade, a qual é definida como a relação entre a massa específica desse produto a uma dada temperatura e a massa específica de um padrão a mesma ou diferente temperatura. Esta propriedade é importante porque ela reflete, por si só, o conteúdo de frações leves e pesadas do cru, ou seja, fornece uma boa indicação da adequação de um óleo para a obtenção dos combustíveis líquidos derivados de maior interesse.

Existem diversos métodos utilizados pela indústria do petróleo para determinação da densidade. A escala mais comumente utilizada como medida de densidade é a API⁹⁰, já que possibilita uma classificação bastante simples.

Tabela 2 - Classificação do Petróleo segundo sua Densidade

Densidade (°API)	Classificação
API > 40	Extra-leve
40 > API > 33	Leve
33 > API > 27	Médio
27 > API > 19	Pesado
19 > API > 15	Extra-pesado
API < 15	Asfáltico

Fonte: Lage (2007).

Em suma, a qualidade do óleo cru, utilizada para definir o seu valor comercial, é dada pelo rendimento e tipos de derivados obtidos através de um

⁹⁰ Essa sigla se refere ao *American Petroleum Institute*, que normatiza as especificações físico-químicas responsáveis pela classificação da qualidade do petróleo.

dado esquema de refino, bem como por suas características de transporte e estocagem. Além disso, o potencial impacto sobre o meio ambiente também é levado em consideração e medido, principalmente, pelo teor de enxofre.

Dados esses vetores principais de valor do óleo, o problema específico que se coloca para a indústria é o fato da distribuição das reservas mundiais de petróleo ser altamente desigual, tanto em termos de volume recuperável quanto de qualidade do fluido. O resultado econômico dessa dispersão das reservas petrolíferas é a existência de grandes diferenças na estrutura de custos entre as empresas participantes do mercado⁹¹.

As diferenças nos custos técnicos por área geográfica ou por região de produção são mesmo notáveis. Dentre as variáveis responsáveis por essa dispersão dos custos cabe destacar as dificuldades encontradas durante a fase da pesquisa exploratória e do desenvolvimento dos campos, a profundidade dos poços em produção, o custo do financiamento e a distância dos pontos de produção⁹². O fator mais significativo, no entanto, deve ser atribuído à produtividade dos poços, que pode variar desde 7.000 barris/dia/poço no Oriente Médio até algo em torno de 13 barris/dia/poço nos Estados Unidos, de acordo com dados disponíveis em Clô (2000, p.8).

Essas diferenças de custos estão, sem dúvida, na origem da formação e da apropriação de rendas econômicas tão disputadas entre empresas, governos e consumidores. A heterogeneidade das estruturas de custo e da apropriação da renda petrolífera é mesmo fundamental dentro da dinâmica da indústria. Segundo Pinto Jr (2007, p.56), as rendas diferenciais encontradas na IMP podem ser distinguidas e classificadas de acordo com sua origem, como sendo: i) rendas de posição, que diferenciam as jazidas segundo o grau de dificuldade de acesso (águas profundas ou terra, por exemplo); ii) rendas de localização, que se

⁹¹ Existem dois tipos básicos de custo na indústria: os custos técnicos de produção e os custos fiscais, que se referem ao montante despendido pelos produtores no pagamento de direitos de propriedade e outros encargos tributários.

⁹² Na estrutura total de custos de E&P, as variações diferenciais de custo entre áreas e regiões podem apresentar a seguinte distribuição, de acordo com Clô (2000, p.8): custos de exploração entre 10 e 20%, custos de desenvolvimento de 40 a 60% e custos de produção entre 20 e 50%.

originam da maior ou menor proximidade geográfica das reservas com relação aos centros consumidores, as jazidas próximas desfrutando de uma vantagem comparativa; iii) rendas de qualidade, que se relacionam com atributos comerciais das reservas, a exemplo dos óleos leves; iv) rendas tecnológicas, que se vinculam às diferentes tecnologias empregadas pelas empresas, dando uma vantagem competitiva aos produtores que utilizam as tecnologias mais eficientes. Todas elas são derivadas, portanto, de alguma vantagem econômica de certas empresas com relação a outras que operam na indústria.

É por isso que a competição pelo acesso às reservas constitui o motor fundamental de crescimento dessa indústria, na medida em que a manutenção da capacidade de produção das empresas depende fundamentalmente da descoberta de novas reservas⁹³. Ou seja, a competitividade e a sustentabilidade das empresas na indústria estão diretamente relacionadas ao volume de investimentos, principalmente, nas atividades de exploração e produção (E&P)⁹⁴.

Esses investimentos, por sua vez, requerem uma elevada intensidade de capital – como diria Stevens (1998, p. 5), *“in the oil industry, big is beautiful”*. Mas o problema dessa intensidade de capital é que ela está também associada a grandes riscos. Isso porque, além dos tradicionais riscos econômicos envolvendo custos, preços e demanda futura, a IMP também está sujeita a riscos mais específicos a ela. Nesse sentido, podem ser mencionados tanto o risco geológico, como já foi exposto, como o risco político (associado às mudanças no regime de propriedade, nos tributos ou nas relações contratuais).

“These consideration refer to two levels of risk of a different nature, in addition to the normal commercial risk. We may define them as geological risk (given by the

⁹³ Aqui também reside boa parte das disputas geopolíticas mundiais pelo acesso e controle das regiões que dispõem das melhores reservas. Como afirma Clô (2000, p. 38), *“with oil, energy ceased to be a purely economic matter and became a motive and arena for political conflicts, whether between importing countries, between importing and exporting countries, or between companies and governments. There was a lot at stake: acquiring direct control of oil resources; increasing the security of supplies; consolidating one’s own position with respect to other countries; and making a healthy profit”*.

⁹⁴ Um indicador bastante utilizado pela indústria para medir a sustentabilidade das empresas é a relação R/P que relaciona a disponibilidade de reservas medida em barris à produção num determinado tempo t medida em barris/dia. Ou seja, essa medida tenta estabelecer em quantos anos um determinado volume de reservas seria esgotado, caso fosse mantido o nível de produção observado em t .

imponderability of the unknown) and technical risk (errors in interpreting the data). In the case of petroleum, they will also include political risk: the effects of unfavourable and unexpected changes by the host governments of the operative conditions on which the firms had based their investment decisions (changes in property rights, in fiscal policy, etc). The evaluation of these risks will influence the level of capital available to the firm for a certain investment, and thus its cost and the cost of the remuneration of the capital' (CLÔ, 2000, p.6).

Uma estratégia de sucesso na direção da diversificação de risco amplamente utilizada pelas empresas líderes da indústria é a internacionalização de suas atividades e mercado. Além disso, seguindo essa mesma linha, podem ser consideradas também as estratégias de financiamento partilhado pela via das *jointventures* ou SPEs (sociedade de propósito específico). Como argumenta Clô (2000: p.5):

"to spread the risk, oil firms have developed a strategy of horizontal integration, where possible, operating on vast scale, in many countries with different levels of mining and political risk, on different research themes extending over entire geographical areas. All this led inevitably to co-operation between various firms. In this way, the areas of the research compensate each other in probability and the few positive results are sufficient to repay the many negative ones" (CLÔ, 2000, p. 5).

Outra característica importante da IMP, que também deve muito às condições de incerteza enfatizadas acima, é a tendência à integração vertical ao longo da cadeia produtiva⁹⁵. Somente as firmas integradas dispõem de recursos para produzir um fluxo de renda suficientemente amplo e estável, de modo que sustente o investimento na descoberta de novas reservas no ritmo necessário à preservação de um horizonte de longo prazo em E&P, visando manter e incrementar posições competitivas na indústria⁹⁶.

Além das características destacadas até agora, outro aspecto importante da IMP é a presença de uma forte irreversibilidade das decisões de investimento. Nesse sentido, cabe ressaltar o enorme peso que os custos fixos exercem na

⁹⁵ Segundo Penrose (1968, p.46), "as vantagens alegadas para justificar a extensiva integração nesta indústria são: 1) segurança no fornecimento de óleo, o que permite melhor planejamento; 2) operação mais eficiente das refinarias como resultado de uma oferta assegurada de óleo; 3) ajustamento mais eficiente e flexível em função de mudanças na demanda de curto prazo de certos produtos em certas áreas; 4) redução do risco de flutuações disruptivas nos preços, que poderiam aumentar os custos, tanto dos produtores quanto dos consumidores".

⁹⁶ A questão do preço do petróleo também é muito importante. Quanto maior for o preço, maiores serão os lucros do segmento de *upstream*. O oposto acontece com o segmento de *downstream* quando o preço do petróleo diminui. Dessa maneira, a integração vertical é uma maneira eficiente de contornar essa correlação inversa entre os lucros dos dois segmentos.

estrutura de custos das empresas. Essa condição básica deriva do alto montante do investimento comprometido para iniciar a produção dos campos e do relativamente baixo nível de dispêndio operacional requerido para sustentar a atividade mineral. O ponto importante é que esse grau elevado de custos fixos, aliado à relativa rigidez técnica das atividades de extração do óleo, faz com que a empresa coloque no mercado toda a produção baseada na capacidade corrente (“*bygones rule*”). É a partir desta questão que os movimentos recorrentes de “*feast or famine*” pelos quais a indústria passa ao longo do tempo podem ser entendidos (STEVENS, 1998).

“No curto prazo, a rigidez (relativa) das variáveis que condicionam a estrutura e o nível de custos da produção de petróleo torna irreversível a decisão de colocar um campo em operação: a extração de óleo será continuada, definindo substancial inelasticidade do suprimento em face das variações de curto prazo do preço, provenientes da dinâmica econômica incidente sobre a demanda de petróleo. Entretanto, reduções ou aumentos persistentes de preços, estimados como estáveis no longo prazo, alteram o suprimento futuro, na medida em que introduzem variações no volume do investimento destinado à pesquisa exploratória e ao desenvolvimento de novas reservas.” (PINTO JR, 2007, p. 59)

Neste caso, as empresas perdem uma das principais forças dentro de uma estrutura de mercado oligopolística: seu poder de decisão sobre a capacidade utilizada. No caso da IMP, o manejo da capacidade ociosa da indústria fica a cargo da OPEP ou mais especificamente da Arábia Saudita⁹⁷. Por isso, pode-se dizer que a coordenação oligopolística da IMP deve necessariamente passar pela geopolítica. Em outras palavras, a preservação da posição privilegiada das empresas líderes da indústria só se torna efetiva pela via da concertação política entre os países-sede dessas empresas e os países membros da OPEP.

⁹⁷ A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP ou, pelo seu nome em inglês, OPEC) é uma organização composta por países que detêm algumas das maiores reservas de petróleo do mundo, como é o caso da Arábia Saudita. Fundada em 1960, essa organização atua como um cartel no intuito de unificar a política petrolífera dos países membros, centralizando a administração da atividade produtiva e comercial, o que inclui um controle de preços e do volume extraído, estabelecendo pressões no mercado. Os outros países membros da OPEP são: Irã, Iraque, Kuwait, Venezuela, Argélia, Angola, Equador, Indonésia, Líbia, Nigéria, Qatar, Emirados Árabes Unidos.

Tabela 3 - Grau de Utilização de Capacidade (Mbps)

Ano	Capacidade		Produção		Grau de Utilização	
	OPEP	outros	OPEP	outros	OPEP	outros
1970	25	24	23	23	93%	92%
1973	34	27	31	25	92%	92%
1975	36	28	27	26	75%	92%
1980	33	36	27	33	82%	92%
1985	30	41	16	38	55%	93%
1990	28	40	24	37	85%	92%
1995	29	37	27	36	92%	97%

Fonte: Clô (2000).

Por fim, resta ainda comentar uma das conseqüências econômicas mais importantes da natureza arriscada e dos elevados custos presentes na IMP que é a necessidade das empresas de sustentar um elevado nível de autofinanciamento. Segundo Clô (2000: 6), “*oil companies have to find the largest part (70%-80%) of the capital they require from funds available internally*”. É por isso que na IMP, a capacidade de acumulação interna dos lucros adquire importância fundamental, tornando-se uma poderosa vantagem competitiva para as empresas melhor situadas na indústria.

3.2. Um quadro esquemático dos principais grupos empresas

Pode-se dizer que, sendo um oligopólio internacional, a indústria mundial do petróleo é marcada pela presença de grandes empresas muito competitivas, atuando com escalas elevadas, tecnologia avançada e poder financeiro significativo. O quadro abaixo apresenta uma tentativa de classificação das principais empresas operando na indústria, segundo o ranking da PIW para as 100 maiores empresas⁹⁸.

O primeiro grupo é formado pelas chamadas *majors*, que são aquelas empresas privadas com elevado porte de capital e importante presença internacional. Apesar de suas diferenças específicas, todas elas apresentam um elevado grau de verticalização ao longo da cadeia produtiva do petróleo. A forte atuação nas indústrias correlatas do gás natural e petroquímica é outra

⁹⁸ A publicação TOP 100 da Petroleum Intelligence Weekly é uma iniciativa da Energy Intelligence. Lançada em 1995 e com periodicidade anual, é uma excelente base de informações para o estudo da estrutura da indústria e das posições relativas das empresas mais influentes na dinâmica da IMP.

característica marcante dessas empresas. Mais recentemente, passaram a operar também de modo mais significativo nos setores elétricos e de energia alternativa. É por isso que todas elas acabaram por assumir a alcunha de “empresas de energia”.

As empresas do grupo das *majors* são as que estão a mais tempo operando na indústria. O início da ExxonMobil e da Chevron, por exemplo, pode ser datado de 1870, se o ponto de partida for o de sua empresa-mãe, a Standard Oil. Já a BP tem sua origem atrelada à decisão estratégica de Wiston Churchill, então primeiro ministro da Inglaterra, de conversão de toda a frota inglesa do carvão para o petróleo, no contexto conturbado de início da I Guerra Mundial. A Royal-Dutch/Shell, por sua vez, exerce posição hegemônica na indústria desde o início do século XX. De fato, essas são as empresas legatárias do antigo cartel das “sete irmãs” (Exxon, RD/Shell, British Petroleum, Gulf Oil, Chevron, Mobil Oil e Texaco), que dominou absolutamente a indústria até a década de 1970 e que desde então vem perdendo participação relativa para os demais grupos⁹⁹. Apesar disso, sua forte influência sobre os determinantes básicos da evolução da indústria, mesmo nos dias de hoje, continua incontestada.

⁹⁹ De um *market-share* na produção internacional de petróleo de 66% na década de 70, esse grupo viu sua participação cair para 14% na década de 90 (CLÔ, 2000, p.44).

Tabela 4 - Principais Empresas Atuando na IMP

Majors	Mistas	Independentes	Opep	NOCs
ExxonMobil	Gazprom	Marathon	Saudi Aramco	Pemex
BP	Rosneft	Hess	NIOC	EGPC
Royal Dutch Shell	Lukoil	Murphy Oil	PDV	ONGC
ConocoPhillips	Tatneft	Husky Energy	Sonatrach	IOCL
Chevron	PetroChina	BG	KPC	PDO
Total	Sinopec	TNK	Adnoc	Socar
Eni	CNOOC	Surgut	NNPC	Ecopetrol
Repsol YPF	Petrobras	Slavneft	QP	Kazmunaigas
	Petronas	EnCana	Lybia NOC	Turkmengas
	StatoilHydro	Occidental	INOC	PTT
	OMV	Anadarko	Pertamina	YPFB
	Inpex	Devon Energy	Sonangol	SK Energy
		CNR	Petroecuador	Turkmenneft
		Petro-Canada		Petrovietnam
		Apache		POGC
		Chesapeake Energy		MOL
		XTO Energy		KNOC
		Talisman		INA
		Nexen		
		EOG Resources		
		Dominion Resources		
		Valero		
		BHP Billiton		
		Nippon Oil		
		Wintershall		
		Reliance		
		Suncor		
		Noble Energy		
		Pioneer		
		Idemitsu		
		Woodside		
		Imperial		
		Santos		
		Penn West		

Fonte: elaboração própria com base nos dados do relatório PIW Top 100 (2008).

Completam o grupo das *majors* as empresas Total (França), Eni (Itália), ConocoPhillips (EUA) e Repsol-YPF (Espanha). As duas primeiras vem desempenhando papel de destaque na indústria desde as primeiras décadas do século XX, mas sempre com conduta relativamente independente das “sete irmãs” anglo-saxãs. Já as duas últimas só adquiriram sua relevância atual com as recentes fusões entre Conoco e Phillips Petroleum e entre Repsol e YPF, de origem argentina. O ganho de escala dessas operações permitiu que essas empresas saíssem de uma posição secundária na indústria, passando a desfrutar das vantagens competitivas típicas do grupo das *majors*.

A questão central na discussão em torno das *majors* é que este grupo é, sem dúvida, o principal responsável pela introdução das inovações técnicas e organizacionais na indústria, bem como pela definição das estratégias de sucesso

em *marketing*, pelas diretrizes das relações com fornecedores e clientes, pelo padrão de financiamento e direcionamento de novos investimentos e por políticas de qualidade nos produtos. Ou seja, este é o grupo que comanda as principais estratégias empresariais presentes na indústria, ditando em grande parte as formas de concorrência encontradas em cada fase de seu desenvolvimento.

Um grupo muito específico da IMP, mas fundamental dentro da sua dinâmica de concorrência, é o das companhias estatais, chamadas de *National Oil Companies* (NOCs). As NOCs podem ser controladas por estados consumidores ou produtores de petróleo. No caso dos “estados consumidores”, o principal interesse do controle público dessas empresas está na garantia de segurança energética do país. Além disso, muitos julgam essa intervenção estatal necessária na medida em que permite a criação de uma indústria nacional do petróleo forte e capaz de fazer frente ao poderio comercial das *majors*. Mais preocupadas em garantir o abastecimento de seus países, estas empresas são menos concorrentes das *majors* do que obstáculos a sua expansão em tais espaços geográficos – apesar de em muitos casos serem “parceiras” na exploração e produção de petróleo por uma questão de dependência tecnológica e financeira.

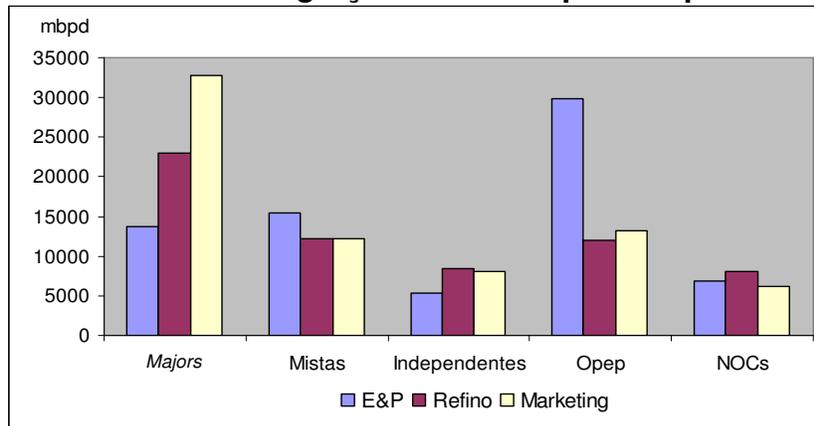
Porém, existe um subgrupo de empresas ainda mais importante dentro deste grupo das NOCs, que é aquele formado pelas empresas pertencentes aos países exportadores líquidos de petróleo membros da OPEP. Essas empresas são responsáveis por grande parte da produção do óleo cru do planeta e detêm as maiores concentrações de reservas. Seu grande poder na indústria pode ser atribuído a uma série de atributos particulares: i) produção relativamente a baixo custo dada a estrutura geológica de seus campos produtores; ii) flexibilidade na sua capacidade de oferta; iii) proximidade de grandes centros consumidores; iv) atuação em cartel. A primeira empresa surgida com esse perfil foi a National Iranian Oil Company em 1951 como resultado de um amplo processo de nacionalização do setor no país. A maioria das outras foi formada ao longo da década de 60. Sua importância realmente decisiva, no entanto, só foi mostrada ao mundo pelos choques do petróleo da década de 70.

Mesmo na fase atual da indústria, na qual os preços são livremente estipulados pelos mercados à vista e futuro de petróleo, o grupo da Opep ainda é o principal responsável pelas diretrizes de formação de preço a partir de sua política própria em relação as quotas de produção. Sua função-objetivo é alinhar sua margem de manobra sobre a capacidade de oferta da indústria dentro dos patamares mínimos (que garanta rentabilidade aceitável sobre o óleo produzido e feche o balanço de pagamentos desses países) e máximos de preços (para não atrair novos entrantes e estimular a produção de bens substitutos ao petróleo). O problema é que dada a grande heterogeneidade dos membros da Opep, a coordenação interna do grupo é bastante difícil, fazendo com que essa função-objetivo não tenha sido atingida em muitos momentos da história recente da indústria¹⁰⁰.

Outro subgrupo de empresas originalmente definidas como NOCs vem ganhando identidade própria nos últimos anos a partir de uma orientação empresarial crescente. São chamadas por muitos de “mistas” justamente por combinarem a propriedade estatal a uma gestão empresarial visando o crescimento e o lucro. Estão hoje em concorrência direta com as *majors* na busca de novos mercados e na expansão intensiva em seus mercados correntes. Sua maior vantagem competitiva é o acesso privilegiado a reservas e grandes mercados consumidores. Por terem um perfil intermediário ao das *majors* e das empresas da Opep estão desafiando cada vez mais a coordenação oligopolística mais ou menos estável entre estes dois últimos grupos.

¹⁰⁰ Uma boa análise do desempenho da Opep como cartel regulador dos preços do petróleo é feita em Pertusier (2004).

Gráfico 1 - Grau de Integração das Principais Empresas na IMP



Fonte: elaboração própria com base nos dados do relatório PIW Top 100 (2008).

De fato, a relativa complementariedade entre as *majors* e o grupo da Opep é colocada em xeque pelo perfil das mistas. O gráfico acima mostra os diferentes graus de integração na cadeia produtiva do petróleo desses grupos em relação a sua presença na produção, no refino e na distribuição e *trading*. Enquanto que a perna do *downstream* é maior para as *majors* em oposição a perna longa do grupo da Opep para o *upstream*, para o grupo das mistas essa relação é mais equilibrada. Ou seja, mesmo tendo uma estrutura de custos menos eficiente tanto no *upstream* quanto no *downstream*, estas empresas conseguem usar um segmento para alavancar o outro e, dessa forma, conseguem competir de igual pra igual tanto com as *majors* quanto com as empresas do cartel da Opep.

Outro grupo importante para a indústria é representado pelas companhias independentes de porte médio, que são assim definidas por não participarem da coordenação oligopolística da indústria, sendo basicamente seguidoras das *majors* e NOCs. Muitas delas possuem estrutura verticalmente integrada, mas a maioria opta por uma especialização no segmento de *upstream* ou no de *downstream*. Além disso, atuam dentro de uma diversificação geográfica mais limitada, geralmente nos mercados prêmio (Estados Unidos, Europa e Japão).

Por fim, seguindo os dados do anuário da PIW TOP 100 (2008), pode-se ainda ter uma primeira imagem sobre a importância relativa de cada um dos grupos descritos acima para a dinâmica de concorrência da indústria. A tabela abaixo destaca as participações relativas de cada grupo, de acordo com os dados

para produção de petróleo, volume de reservas provadas em poder das empresas, capacidade de refino e venda de produtos derivados do petróleo.

Tabela 5 - A Importância Relativa das Principais Empresas na IMP

	<i>Majors</i>	Mistas	Indep.	OPEP	NOCs
Produção de Petróleo	16,8%	15,7%	9,1%	36,7%	8,9%
Montante de Reservas	4,2%	7,8%	2,4%	67,7%	2,7%
Capacidade de Refino	26,5%	9,9%	11,5%	13,8%	11,7%
Venda de Produtos	38,9%	11,0%	10,6%	15,7%	9,9%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da PIW TOP 100 (2008) para as empresas e do BP Statistics (2008) para o mercado como um todo.

Em primeiro lugar, cabe destacar a enorme concentração das reservas sob controle do grupo da Opep. Como já foi ressaltado antes, este fato é mesmo a base de sustentação do poder e das vantagens competitivas deste grupo em relação aos demais. De outro lado, cabe destacar a baixíssima participação das *majors* nas reservas mundiais de petróleo. Esse é justamente seu principal ponto vulnerável na luta concorrencial da indústria. Mesmo buscando há anos aumentar sua relação R/P através de enormes volumes de investimentos em exploração, as *majors* não têm tido uma taxa de sucesso suficiente para garantir segurança a seus planos de expansão de longo prazo.

Quanto aos dados de volume de produção de petróleo, o grupo da Opep apresenta uma posição hegemônica também incontestável, com 36,7% do total da produção mundial sobre seu controle direto. Neste caso, a participação das *majors* e das mistas é bem semelhante, em torno de 16%, sendo o mesmo o caso das independentes e das NOCs, que ficam cada uma com aproximadamente 9% do mercado internacional de óleo cru.

Em relação à participação em *downstream*, agora o fato marcante é a predominância das *majors* tanto em termos de capacidade de refino como em relação ao volume de produtos vendidos. Os demais grupos apresentam posições relativas bastante equilibradas neste quesito. O grupo da Opep leva uma ligeira vantagem sobre os outros em relação a capacidade de refino, mas em relação à venda de produtos sua vantagem é de aproximadamente cinco pontos percentuais

frente ao grupo das mistas com 11%, das independentes com 10,6% e das NOCs com 9,9% das vendas totais da indústria.

Capítulo 4

Os movimentos de fusões e aquisições na indústria mundial do petróleo a partir da década de 90: uma análise baseada na dinâmica de acumulação de capital das empresas líderes

4.1. Panorama geral e definição da abordagem metodológica

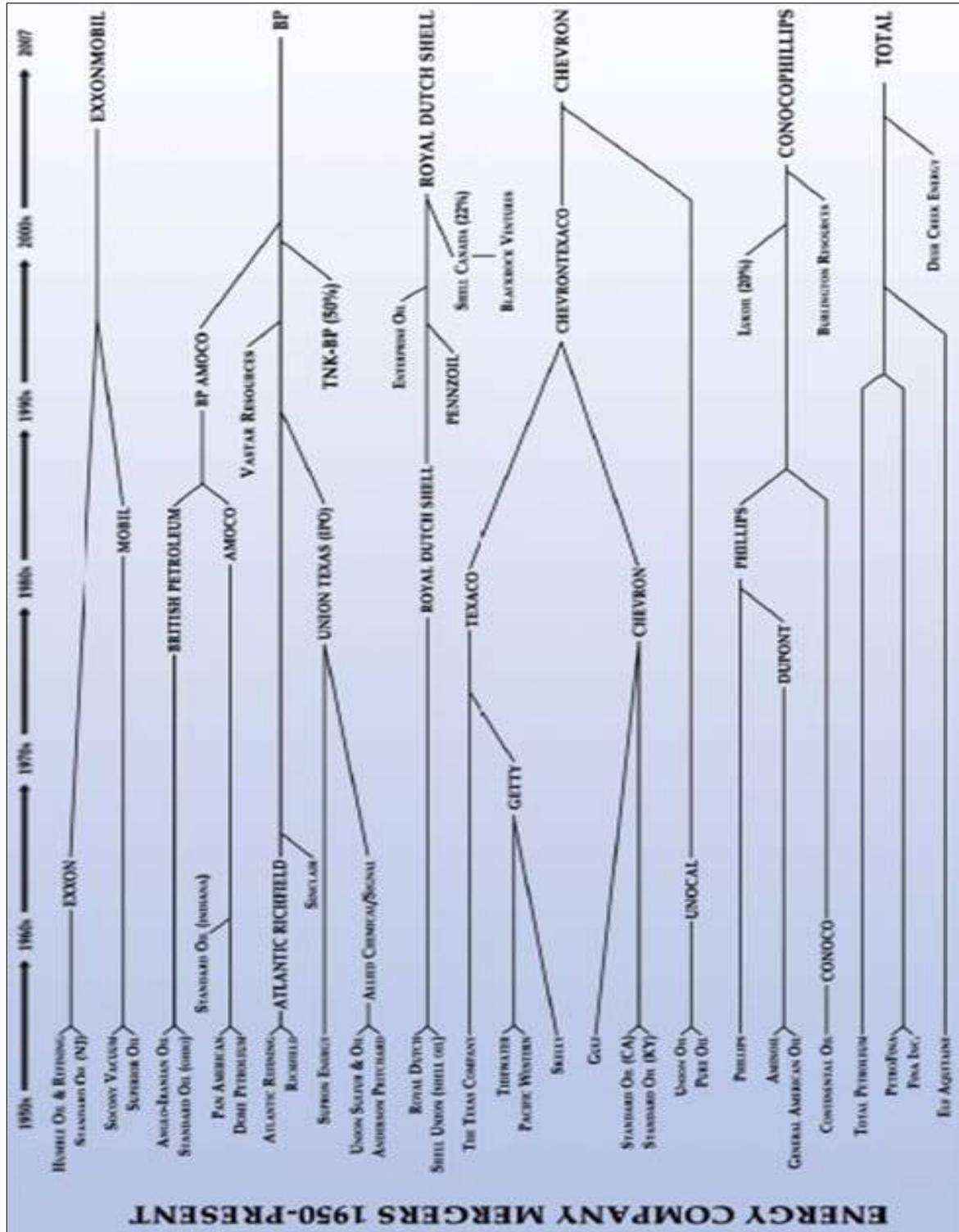
Os movimentos de fusões e aquisições sempre foram parte indissociável da história da indústria mundial do petróleo (IMP). Desde os tempos da forte consolidação promovida pela Standard Oil até os dias atuais, a estratégia das fusões e aquisições tem sido amplamente utilizada pelas empresas como caminho de sucesso para o crescimento e ganhos de competitividade. A figura 3 mostra um quadro geral desse fenômeno, pelo menos desde 1950. O que mais chama a atenção, sem dúvida, é a tendência bastante forte de concentração da indústria, na qual em pouco mais de cinquenta anos trinta e duas das maiores empresas fundiram-se em apenas seis *super-majors*.

Porém, convém ressaltar desde logo que os contextos específicos e os determinantes básicos desses movimentos foram bastante diferentes ao longo do tempo. É de se esperar que uma indústria com 150 anos de história tenha produzido padrões de concorrência absolutamente distintos e convivido com os mais variados ambientes competitivos. Por isso, é importante estabelecer cortes temporais que ajudem a delimitar o campo da análise, permitindo seu aprofundamento em cada período.

A escolha feita aqui foi por iniciar a análise a partir da década de 90. Esse corte temporal se deve, de um lado, a própria disponibilidade de dados da base consultada, mas também pela convicção de que desde meados da década de 80, com a “reação saudita” e, sobretudo, após a queda da União Soviética, a indústria mundial do petróleo passa a operar sob um novo padrão de concorrência. Os aspectos mais relevantes desse novo cenário competitivo estão baseados na entrada em cena de novas empresas fortes, no perfil ativo assumido por antigas

empresas estatais, na expansão e integração geográfica sem precedentes das fronteiras da indústria, no fortalecimento do nacionalismo em áreas com grandes reservas minerais, na financeirização dos preços do petróleo, na elevada liquidez dos mercados financeiros internacionais facilitando o acesso ao capital necessário para novos investimentos e nas privatizações e desregulamentações promovidas pela era neoliberal.

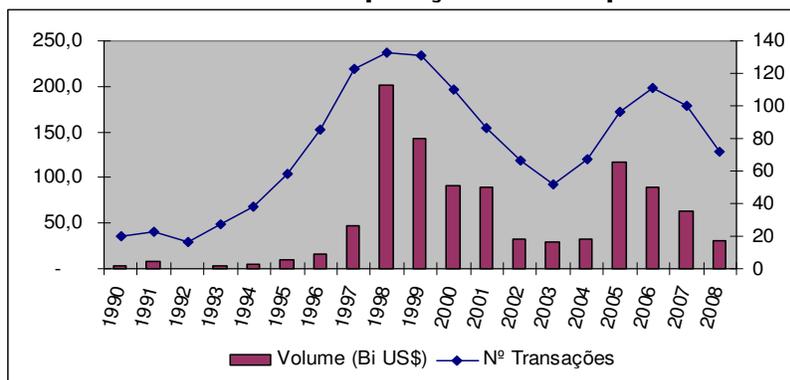
Figura 3 - Histórico das Principais Fusões e Aquisições desde 1950



Fonte: IHS Herold Inc.

O gráfico abaixo mostra as séries anuais dos volumes e número de transações de fusões e aquisições de empresas, isto é, aquelas operações envolvendo compra e venda de *equity* (capital social da empresa). Os filtros inseridos na base de dados primários foram¹⁰¹: i) alvo com atuação na indústria do petróleo (*upstream, midstream e downstream* - não inclui as indústrias correlatas do gás natural e petroquímica); ii) transações acima de 100 milhões de dólares; iii) transações com valor declarado. É importante ressaltar que esses filtros permanecem em todas as séries geradas neste trabalho. Além disso, todas as séries estão deflacionadas pelo deflator implícito do PIB americano, a partir do ano base de 2000¹⁰².

Gráfico 2 - Fusões e Aquisições de Empresas na IMP



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da M&A Home. John S. Herold, INC.

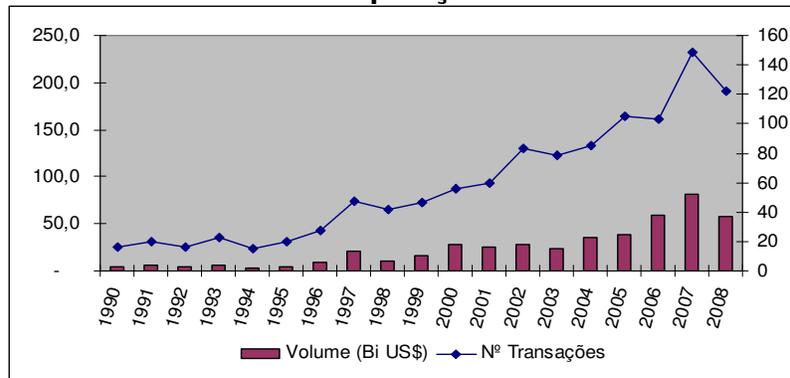
Além da série com os dados para as operações entre empresas, a base também possibilita gerar um gráfico com os volumes e número de transações anuais envolvendo ativos. Essa é uma característica interessante da IMP, na medida em que é muito comum para as empresas reajustar seus portfólios através da compra e venda de alguns de seus ativos. Por isso, num primeiro momento, é

¹⁰¹ A base de dados para as fusões e aquisições na indústria mundial do petróleo utilizada neste trabalho é a *M&A Home* da consultoria IHS - John S. Harold, INC. A base é formada pela organização das informações divulgadas pelas empresas através de comunicados ao mercado (p. ex. fatos relevantes, notas para imprensa, relatórios e site). Por isso, a qualidade da base é totalmente dependente do nível de transparência e confiabilidade das informações divulgadas pelas empresas. Nesse sentido, ao consolidar informações de fontes diferentes, é inevitável surgir importantes lacunas nos dados. Apesar disso, essa é uma das poucas bases de dados disponíveis para suportar um tipo de estudo tal como pretendido neste trabalho.

¹⁰² Conforme a base de dados disponível no site do Fundo Monetário Internacional.

interessante separar as séries de fusões e aquisições entre empresas e ativos para captar a diferença fundamental entre o comportamento de cada uma delas.

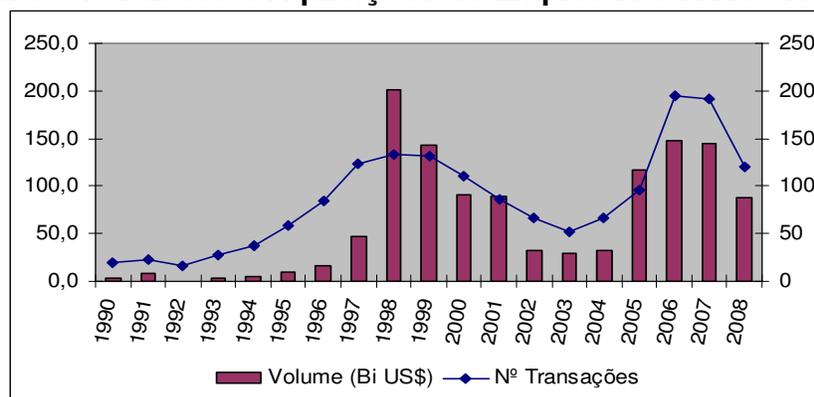
Gráfico 3 - Fusões e Aquisições de Ativos na IMP



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da M&A Home. John S. Herold, INC.

Comparando os gráficos 2 e 3, é possível perceber tendências completamente distintas na evolução das séries. Enquanto o gráfico das transações envolvendo empresas mostra duas “ondas” de fusões e aquisições bem definidas, as séries das transações envolvendo ativos apresentam uma tendência de crescimento suave, com uma intensificação importante nos três últimos anos. Porém, mesmo destacando suas diferenças específicas, cabe reconhecer o caráter complementar desses dois tipos de transações e, nesse sentido, trabalhar com as séries somadas.

Gráfico 4 - Fusões e Aquisições de Empresas e Ativos na IMP



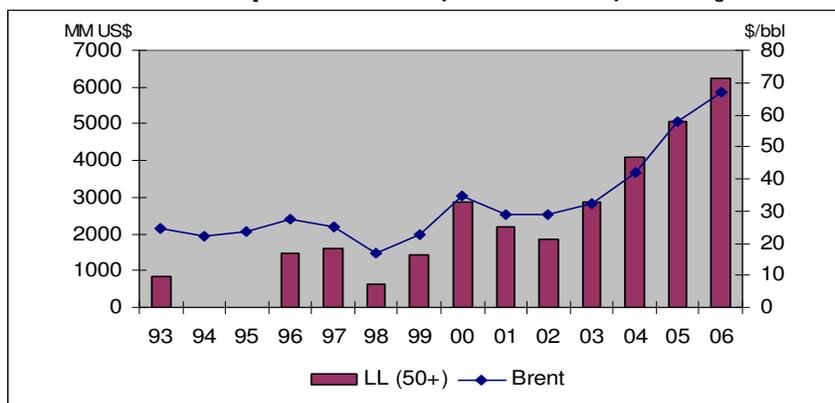
Fonte: Elaboração própria com base nos dados da M&A Home. John S. Herold, INC.

Nas séries apresentadas acima se destacam nitidamente duas “ondas” dentro dos movimentos médios de fusões e aquisições na indústria. A primeira se inicia em meados de 1998 e termina em 2001; já a segunda se dá entre os anos

de 2005 e 2008. Esses dois grandes movimentos de fusões e aquisições na indústria somaram, respectivamente, 600 e 450 bilhões de dólares. No entanto, ao invés de investigar conjuntamente as duas “ondas”, a proposta aqui é a de, em primeiro lugar, estabelecer suas naturezas distintas para, então, separá-las analiticamente, trabalhando a partir do arcabouço teórico desenvolvido no segundo capítulo.

Conforme discutido anteriormente, pode-se definir a natureza de um movimento amplo de fusões e aquisições no interior de uma indústria a partir de duas características principais, a saber: o contexto específico no qual se dá e o perfil das transações. No primeiro caso, importa saber se a onda de fusões e aquisições se deu numa fase de alta ou de baixa no ritmo de acumulação de capital das empresas líderes. Isso porque é possível ocorrer a formação dessas ondas tanto num contexto de baixa como de alta na acumulação. O que muda em cada caso são as determinações básicas que explicam tanto a origem como e os efeitos desses movimentos sobre a estrutura da indústria.

Gráfico 5 - Lucro Líquido Médio (50 maiores) e Preço do Brent



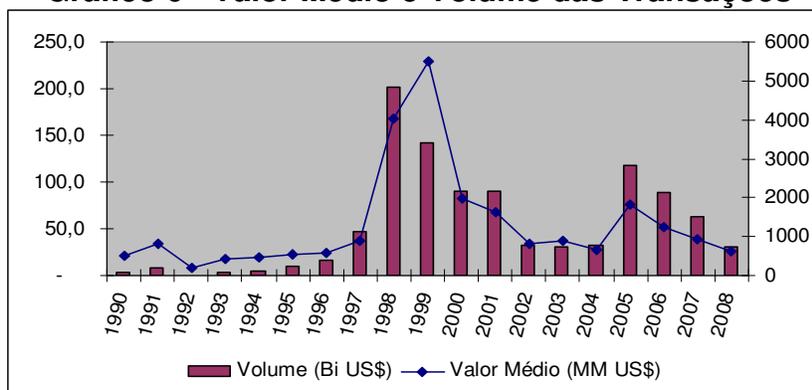
Fonte: Elaboração própria através dos dados da BP Statistics (2008) e dos relatórios PIW Top 100 para os respectivos anos. Os relatórios da PIW para os anos de 94 e 95 não constam da base de dados disponível para o autor.

A segunda característica que ajuda a definir a natureza de uma onda de fusões e aquisições é o perfil geral das principais transações ocorridas no período. A idéia é verificar se os movimentos de fusões e aquisições que formam a onda seguem ou não algum padrão definido – por exemplo, grandes empresas adquirindo pequenas, grandes se fundindo com grandes ou ainda pequenas incorporando pequenas e ganhando escala.

O gráfico 5 apresenta a evolução do preço do Brent e do lucro líquido médio das cinquenta maiores empresas da indústria segundo o ranking anual da PIW. A primeira constatação é a forte correlação entre o preço do cru e o lucro líquido das 50 maiores empresas. Além disso, é possível distinguir claramente uma fase de baixa no processo de acumulação de capital na indústria que vai até o início dos anos 2000 e outra de alta que se inicia a partir de 2003. O importante para a discussão feita aqui é reconhecer que a primeira “onda” se deu num período de baixa e a segunda na fase de alta na acumulação das principais empresas que atuam na indústria.

Além da identificação dos contextos específicos de cada onda, é importante também perceber a diferença nos perfis das operações. O gráfico 6 contém a série que mostra a evolução do valor médio das transações e indica que a primeira onda foi caracterizada, por grandes operações de fusões e aquisições e que a segunda “onda” foi composta por médias e pequenas transações. Esse resultado confirma a natureza distinta das ondas e é um indício de que no primeiro caso se tratou de operações entre as maiores empresas da indústria e no segundo de transações envolvendo empresas menores.

Gráfico 6 - Valor Médio e Volume das Transações



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da M&A Home. John S. Herold, INC.

A proposta da separação analítica das duas “ondas” está baseada, portanto, no reconhecimento de suas naturezas distintas. A hipótese a ser investigada é a de que a primeira “onda” poderia ser explicada dentro dos marcos do padrão de uma onda de reestruturação e a segunda pelo padrão de uma onda

de consolidação, tal como proposto e discutido anteriormente. No entanto, antes de avançar na discussão, vale a pena uma breve recapitulação de como foram definidos os dois padrões sistêmicos de formação de ondas de fusões e aquisições, em termos de suas características, determinantes básicos e efeitos esperados.

Assim, o padrão correspondente à onda de consolidação, foi caracterizado por um movimento sucessivo, porém relativamente concentrado no tempo, das grandes em direção as pequenas firmas da indústria. Tal movimento pode ser esperado dentro de um contexto específico, definido por um alto dinamismo do mercado (fruto de uma mudança persistente e expansiva do ambiente competitivo), que se reflete numa aceleração da acumulação interna das empresas.

A formação da onda de consolidação é o resultado da adoção pelas empresas de políticas agressivas de crescimento em decorrência da forte pressão competitiva. Além disso, o comportamento mimético ajuda a explicar como as empresas convergem em torno de uma determinada estratégia, criando um impulso conjugado de consolidação da indústria. O ajuste das posições relativas das empresas após a onda de consolidação redefine o padrão de concorrência em vigência, com uma importante elevação do grau de concentração, promovendo a readequação necessária entre a taxa de expansão das empresas melhor situadas e a taxa de crescimento da indústria em questão.

Já o padrão que descreve a onda de reestruturação, foi caracterizado por um movimento também sucessivo e concentrado no tempo, mas, neste caso, interno ao grupo das empresas líderes da indústria. O contexto específico não é mais o mesmo, sendo definido por uma relativa estagnação do mercado, que se reflete num período prolongado de baixa no processo de acumulação das empresas.

A formação da onda de reestruturação é o resultado da adoção pelas empresas de uma estratégia defensiva frente a um nível crítico para as margens de lucro e um horizonte pouco promissor de uma guerra generalizada de preços. Mais uma vez, o comportamento mimético ajuda a explicar como as empresas

convergem em torno de uma determinada estratégia, criando um impulso conjugado de reestruturação na indústria. O ajuste das posições relativas das empresas no mercado após a onda de reestruturação recompõe os níveis das margens de lucro adequados à continuidade do processo de acumulação das empresas líderes, produzindo também uma importante elevação do grau de concentração da indústria.

Trata-se, portanto, de avaliar se as premissas teóricas que explicam a formação dos dois padrões em jogo podem ou não ser encontradas nos movimentos concretos de fusões e aquisições na indústria. Nesse sentido, o problema a ser enfrentado é o da identificação dessas “ondas”, isto é, se é possível caracterizá-las como ondas de reestruturação ou consolidação. Isso porque uma vez identificadas, a análise e a interpretação desses fenômenos deverão seguir os argumentos desenvolvidos anteriormente. Espera-se com isso fornecer uma visão integrada dos movimentos de fusões e aquisições ao longo do período considerado, que possa ser utilizada para discutir seus impactos sobre o padrão de concorrência vigente na indústria.

4.2. A onda de reestruturação (1998-2001)

A tabela 6 mostra as principais transações entre 1998 e 2001. Pode-se ver que o perfil das operações é o esperado para uma onda de reestruturação, já que estas, em sua grande maioria, se deram entre as empresas líderes da indústria – no caso as Top 100 do ranking da PIW.

Essa onda de reestruturação foi disparada pela BP em agosto de 1998 com a aquisição da Amoco pelo expressivo valor de cinquenta e sete bilhões de dólares¹⁰³. O anúncio da união entre BP e Amoco foi seguido rapidamente por outras empresas que caminharam na mesma direção. A exceção que conformou a

¹⁰³ No dia do anúncio da operação, o CEO da BP, Lord Browne, fez a seguinte declaração: “*this merger is a superb alliance of equals with complementary strategic and geographical strengths, which effectively creates a new super-major that can better serve our millions of customers worldwide. We are uniting two excellent portfolios of assets and people to create a group that will have the financial resources, scale and global reach to compete effectively in the 21st century. International competition in the industry is already fierce and will grow more acute as new players emerge. In such a climate the best investment opportunities will go increasingly to companies that have the size and financial strength to take on those large-scale projects that offer a truly distinctive return*” (Apud REINHARDT, 2006).

regra foi a RD/Shell. Antes a maior empresa privada operando na indústria, bem a frente de seus concorrentes, a Shell perdeu sua posição para a ExxonMobil e se viu em competição direta com as novas *super-majors* emergentes desse processo de reestruturação – BP, Total, ConocoPhillips e Chevron. Outra ausência marcante nesse processo foi a das NOCs. Tendo o caminho das fusões e aquisições parcialmente bloqueado por sua própria natureza estatal, estas empresas optaram pelo ajustamento através de cortes de gastos e maior controle dos custos.

Tabela 6 - Principais Transações da Onda de Reestruturação

Ano	Comprador	Vendedor	Valor US\$MM
1998	BP plc	Amoco Corp	57.440,24
1998	Total SA	PetroFina SA	15.592,47
1998	Nippon Oil Corporation	Mitsubishi Oil Company	3.417,29
1998	Kerr-McGee Corporation	Oryx Energy	3.437,29
1998	Union Pacific Resources Group	Norcen Energy Resources	3.635,30
1998	Atlantic Richfield Co	Union Texas Petroleum	3.621,20
1998	Exxon Corp	Mobil Corp	91.034,42
1999	Total SA	Elf Aquitaine SA	63.032,96
1999	Norsk Hydro; StatoilHydro ASA	Saga Petroleum ASA	4.299,49
1999	Repsol SA	YPF SA	17.162,96
1999	BP plc	Atlantic Richfield Co	38.929,59
2000	Eni SpA	LASMO plc	5.593,40
2000	Chevron Corp	Texaco Inc	44.838,46
2000	Anadarko Petroleum Corporation	Union Pacific Resources Group	7.910,97
2000	Husky Oil	Renaissance Energy Ltd	2.608,34
2000	BP plc	Vastar Resources Inc	1.795,27
2001	Conoco Incorporated	Gulf Canada Resources Ltd	6.521,48
2001	Devon Energy Corporation	Anderson Exploration Ltd	4.674,31
2001	Phillips Petroleum Company	Conoco Incorporated	31.282,07
2001	Phillips Petroleum Company	Tosco Corp	9.827,76

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da M&A Home. John S. Herold, INC. Os valores indicados se referem ao custo total da aquisição, isto é, inclui a dívida líquida e outras obrigações da empresa adquirida.

A maior operação do período ficou a cargo da fusão entre Exxon e Mobil, anunciada em dezembro de 1998. Em uma transação que somou mais de noventa bilhões de dólares, as duas empresas conjugaram um portfólio que incluía 14% do mercado de distribuição americano, 21 bilhões de barris de óleo equivalente em reservas de óleo e gás, uma capacidade de refino de 6 milhões de barris por dia e mais de 40 mil estações de serviço espalhadas por 118 países. Essa fusão tornou-se emblemática por juntar novamente duas das mais poderosas empresas que

surgiram da cisão da Standard Oil em 1911 por uma decisão da Suprema Corte americana com base na lei anti-truste.

Apesar da fusão entre a Exxon e Mobil ter sido individualmente a maior transação do período, foi a BP que fez o maior movimento com a aquisição da Amoco, Atlantic Richfield (ARCO), Union Texas Petroleum e Vastar Resources. De fato, apenas quatro meses depois de completar a aquisição da Amoco, em abril de 1999, a BP fez o anúncio da aquisição da ARCO. Com esta operação, a nova *super-major* incorporou em seu portfólio 2,8 bilhões de barris de óleo equivalente de reservas provadas, principalmente na região do Alasca. A ARCO também dispunha de mais de 25 TCF de gás em reservas com bom potencial de exploração, além de duas refinarias e uma rede de distribuição com 1.700 estações de serviço. A aprovação da operação, no entanto, ficou condicionada a venda dos ativos da ARCO no Alasca, que acabou sendo feita para a Phillips Petroleum em 2000 por 6,5 bilhões de dólares.

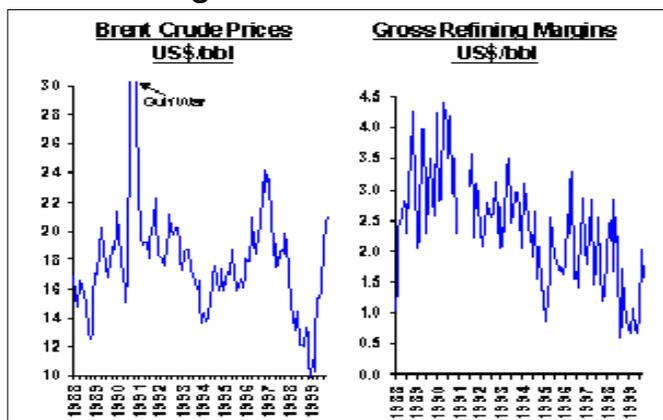
Outras duas empresas que entraram fortemente nesse processo foram a Total e a Chevron. A Total tornou-se também uma *super-major* ao adquirir a belga PetroFina e sua concorrente nacional a empresa Elf Aquitaine. Com ativos concentrados principalmente na Europa e África, a nova Total passou a operar um portfólio com 10,8 bilhões de barris de óleo equivalente de reservas provadas, uma capacidade de refino de 2,6 milhões de barris por dia e mais de 17 mil estações de serviço. Já a Chevron fez o anúncio da aquisição da Texaco em 2000, após tentativa frustrada um ano antes. A idéia era a de combinar seus ativos com a empresa que apresentasse o perfil mais parecido com o seu, facilitando o alinhamento dos portfólios e geração de sinergias.

O fim dos grandes movimentos de fusões e aquisições por trás da onda de reestruturação ficou por conta da fusão entre Conoco e Phillips Petroleum, fechando o grupo das *super-majors* (ExxonMobil, RD/Shell, BP, Total, ConocoPhillips e Chevron). Nessa “fusão entre iguais” envolvendo Conoco e Phillips também devem ser levadas em consideração as incorporações da Tosco e da Gulf Canada, colocando realmente a ConocoPhillips em um novo patamar de

competitividade. A nova empresa passou a contar com reservas de 5 bilhões de barris de óleo equivalente, um nível de produção de petróleo de mais um milhão de barris por dia, forte posição da cadeia do gás natural e capacidade de refino de 2,6 milhões de barris por dia, contando ainda com uma ampla rede de distribuição em mais de 80 países¹⁰⁴.

Visto como se deram as principais transações do período é necessário também considerar o contexto específico e os determinantes básicos responsáveis pelo disparo no processo de formação da onda de reestruturação. Em primeiro lugar, cabe destacar o longo período de baixa no ritmo de acumulação de capital da indústria que antecedeu esses grandes movimentos de fusões e aquisições. De fato, como mostra o gráfico 7, a IMP vivenciou desde meados da década de 80 uma forte queda de sua rentabilidade, atribuída aos baixos preços do petróleo e às margens fracas do refino e distribuição.

Gráfico 7 - Evolução do Preço do Brent e das Margens de Refino nos Anos 90



Fonte: Davies (2000).

Frente a esse horizonte de deterioração de sua rentabilidade e performance, as empresas buscaram todas as respostas que estavam ao seu alcance. Nesse sentido, foi feito um grande esforço de racionalização interna dos

¹⁰⁴ As outras operações que se destacaram no período foram a fusão entre Repsol e YPF e as aquisições da Nippon Oil, Kerr-McGee, Union Pacific Resources, Eni, Anadarko, Husky Oil e Devon Energy. Outra transação importante foi a aquisição da Saga pela Statoil e Norsk Hydro, iniciando a consolidação do setor na Noruega que seria completada em 2007 com a fusão dessas duas empresas na StatoilHydro. Na contramão dos movimentos de fusões e aquisições está a cisão da British Gas na distribuidora doméstica de gás natural, Centrica, e BG que ficaria com as operações de *upstream* e *midstream*.

custos, que contemplou cortes expressivos de pessoal, avanço das terceirizações, redução drástica dos ativos imobilizados e de baixa performance, com ampliação dos contratos de *leasing* e de serviços de firmas especializadas, e inovações técnicas (perfuração horizontal, completação submersa, sistemas de produção flexíveis, maior eficiência dos métodos sísmicos) e organizacionais, em especial, as alianças estratégicas entre parceiros e fornecedores para diminuir a duplicação de estruturas de custo¹⁰⁵. Como argumenta Weston (1999, p.155), *“it is the continuum of these efforts for cost reduction, utilization of technical progress, technological improvements, and efforts to increase organization effectiveness that provide the background necessary for understanding the M&A activities of 1998 and 1999”*.

De fato, todo o esforço de adaptação ao novo padrão de concorrência e ao baixo patamar das margens de lucro realizado de forma interna e independente pelas empresas foi insuficiente para recolocar a pressão competitiva da indústria em compasso com o fraco dinamismo do mercado. Era necessário, portanto, realizar um ajuste mais profundo que fosse capaz de reconfigurar a própria estrutura da indústria, recompondo os níveis das margens de lucro e reequilibrando o jogo competitivo entre suas principais empresas.

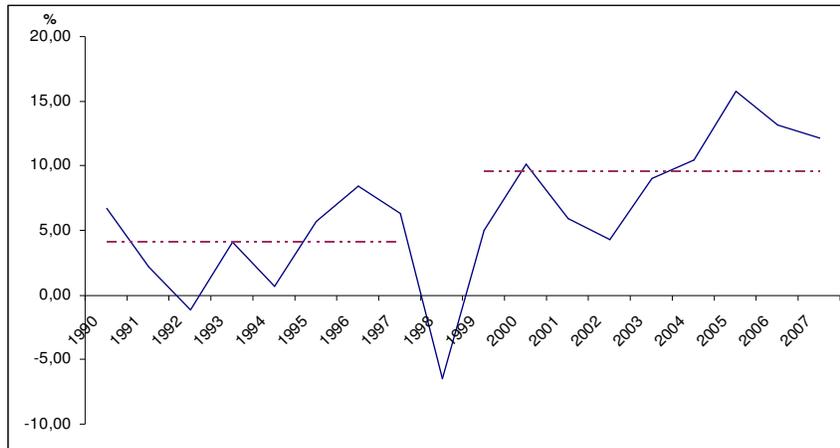
Essa idéia, que já era quase um consenso na indústria, só se tornou imperativa quando as margens de lucro atingiram um nível negativo em 1998, resultado de uma conjuntura particular de queda na demanda mundial fruto da crise financeira asiática e dos sinais contrários enviados pela Venezuela e Arábia Saudita pelo lado da oferta. Nesse momento, os preços do petróleo atingiram seu nível mais baixo desde o choque de 1973 e as margens de refino seguiram a mesma trajetória.

O gráfico abaixo mostra a margem de lucro média para as empresas envolvidas na onda de reestruturação, tal como listadas na tabela 6. A série apresenta uma trajetória bastante irregular, mas certamente deixa clara a

¹⁰⁵ Além destas, tal como faz Davies (2000), pode-se falar ainda em diversificação em direção as indústrias correlatas do gás natural e da geração de energia elétrica e na eficiência da gestão financeira com foco na geração de valor para os acionistas.

existência de dois patamares: baixo até 1999 e alto de 2000 a 2008. O importante é reconhecer que a margem de lucro média das grandes empresas da indústria atingiu um nível crítico em 1998, e esse resultado foi, sem dúvida, o responsável maior pelo disparo da onda de reestruturação¹⁰⁶.

Gráfico 8 - Margem de Lucro Média das 30 Maiores Empresas Envolvidas na Onda de Reestruturação



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Bloomberg.

Para complementar a avaliação dos movimentos de fusões e aquisições do período como uma onda de reestruturação resta ainda avaliar seus impactos sobre o grau de concentração da indústria. Como visto anteriormente, o efeito esperado de uma onda de reestruturação é o de uma elevação significativa do grau de concentração da indústria. Nesse sentido, a tabela 7 confirma as expectativas ao mostrar os efeitos potenciais sobre o grau de concentração, medido pelo índice de Herfindahl-Hirschman (HHI)¹⁰⁷, das principais transações do período. Assim, se a tendência de concentração provocada pelos movimentos de fusões e aquisições fosse completamente realizada o grau de concentração passaria de um nível de 450 para 672,8. A idéia desse exercício é simples, basta

¹⁰⁶ É importante deixar claro que a recuperação das margens de lucro após a onda de reestruturação não deve ser vista como decorrência desta, mas como um choque positivo no ambiente competitivo, que será discutido mais a frente.

¹⁰⁷ O índice de Herfindahl-Hirschman é um método de quantificação do grau de concentração em uma indústria. É calculado pela soma dos quadrados das participações de mercado (*market-share*) das empresas que operam na indústria em questão, variando entre 0 e 10.000. O valor 10.000 representa o caso extremo em que uma única empresa é responsável por 100% da oferta do mercado, isto é, uma situação de monopólio.

supor que todas as transações do período ocorreram no ano base de 1997 e comparar o HHI antes e depois das transações.

Tabela 7 - Efeitos da Reestruturação sobre a Concentração da Indústria

	Soma dos HHI Originais	HHI Pós-F&As	Efeito Líquido	Efeito Agregado
HHI 1997 (Receita)				450,0
Exxon / Mobil	130,84	232,96	102,12	552,1
BP / Amoco / Arco / UTP	38,21	90,91	52,71	604,8
Total / Petrofina / Elf	18,63	51,01	32,38	637,2
Chevron /Texaco	22,23	44,33	22,10	659,3
Conoco / Phillips / Tosco / Gulf Canada	6,24	17,79	11,55	670,9
Repsol / YPF	2,71	4,17	1,45	672,3
Eni / Lasmo	6,62	7,08	0,46	672,8
Anadarko / UPR / Norcen	0,03	0,07	0,04	672,8

Fonte: Elaboração própria com base nos dados dos relatórios da PIW Top 100.

O problema é que o resultado efetivo sobre o grau de concentração foi bastante tímido, já que de um nível de 450 para o HHI em 1997, medido pelo ranking das receitas das empresas, chegou-se a apenas 462 em 2001, ano em que se encerra a onda de reestruturação. Os motivos para esse arrefecimento da forte tendência de concentração mostrada antes podem ser atribuídos, basicamente, a três vetores de contra-tendência¹⁰⁸. O primeiro deve-se às novas entradas de empresas, em especial dos países da Ex-URSS. O segundo foi o fortalecimento das empresas médias e das NOC regionais. Por fim, outro fenômeno importante que se deu no período considerado foi a estratificação da indústria e ocupação dos nichos pelos *minors*, fruto do processo de aceleração da globalização das operações da indústria, alta liquidez e integração dos mercados financeiros. Essa mudança é muito bem sintetizada por Davis (2000), quando este diz alegoricamente que, na indústria do petróleo, “*the big fish have got bigger, but the pond is distinctly larger*”.

4.3. A onda de consolidação (2005-2008)

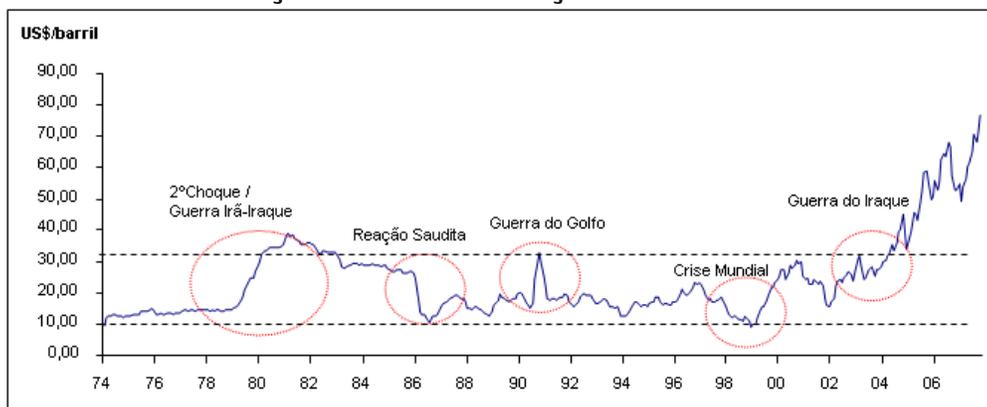
O primeiro ponto que deve ser abordado é a relação entre essa segunda onda de fusões e aquisições e o movimento de reestruturação entre os anos 1998

¹⁰⁸ Como argumenta o relatório da PIW de 1999, “*despite the unprecedented size of these mergers, their impacts on global and regional market shares are not enormous, which underscores both the size of the international oil industry and the degree of competitiveness that permeates it*” (Op. cit., p. 8).

e 2001. Essa discussão é importante na medida em que ajuda a entender porque duas grandes ondas de fusões e aquisições com características bem distintas se seguiram num curto espaço de tempo. Defende-se aqui a idéia de que esta segunda onda não foi conseqüência da primeira. Pelo contrário, era de se esperar que o ajuste estrutural realizado pela onda de reestruturação gerasse um horizonte prolongado de estabilidade no padrão de concorrência vigente na indústria.

Na verdade, a intensificação dos movimentos de fusão e aquisição que se seguiu a onda de reestruturação foi o resultado de um choque externo positivo e inesperado no ambiente competitivo das empresas. Essa idéia fica clara na comparação entre a tabela 8 e o gráfico 9, já que a escalada dos preços a partir de 2003 se deu num contexto de crescimento estável da demanda.

Gráfico 9 - Evolução Mensal do Preço Internacional do Petróleo



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da U.S. Energy Information Administration. Série formada pelo custo de aquisição do petróleo importado pelos refinadores dos EUA.

Tabela 8 - Evolução da Oferta e Demanda Mundial do Petróleo

	1985	1990	1995	2000	2005	2007
Vol. Produção (mbpd)	57.472	65.477	68.132	74.916	81.255	81.533
Tx. Crescimento		2,6%	0,8%	1,9%	1,6%	0,1%
Vol. Consumo (mbpd)	59.391	66.855	69.841	76.340	83.317	85.220
Tx. Crescimento		2,4%	0,9%	1,8%	1,8%	0,5%

Fonte: BP Statistics (2008). Cabe lembrar que esses dados para consumo disponibilizados pela BP são sobreestimados, na medida em que incluem, por exemplo, o consumo de líquidos provenientes da cadeia do gás natural.

A causa dessa mudança no parâmetro de elasticidade-preço da demanda deve ser buscada na taxa de crescimento das importações de petróleo. Enquanto a taxa anual de crescimento da demanda entre 2000 e 2005 foi de 1,8%, a taxa anual de crescimento das importações mundiais foi quase o dobro com 3,2%

(Pinto Jr, 2007). Por trás dessa aceleração das importações está o rápido crescimento americano e chinês, bem como de muitos países em desenvolvimento sedentos de petróleo. Além disso, a análise também não deve perder de vista as incertezas das condições de oferta, em especial após a guerra do Iraque e do horizonte de esgotamento de capacidade de produção ociosa da Opep, representando dificuldades para o aumento da oferta de petróleo no curto prazo.

Passando para a discussão da onda de consolidação propriamente dita, a tabela abaixo apresenta as principais transações de fusões e aquisições envolvendo empresas ocorridas entre 2005 e 2008. A análise dessas transações confirma os indícios de que se tratou mesmo de um período no qual as grandes empresas da indústria engoliram as pequenas¹⁰⁹, no intuito de realizar seu potencial de crescimento num contexto de alta pressão competitiva. Mais que isso, está claro que a maioria das operações do período foi concentrada no segmento de *upstream*. Ou seja, o entendimento dos determinantes básicos desta onda de consolidação passa pela análise da evolução recente deste setor, na qual fica patente a busca desesperada das empresas por acesso a reservas para manter seu ritmo acelerado de crescimento, num contexto de forte restrição de recursos técnicos e humanos para levar a cabo novos investimentos.

¹⁰⁹ O espírito desse movimento pode ser resumido a partir do depoimento do CEO de uma pequena empresa da indústria ao periódico LNG Intelligence (February 27, 2008, p.1): “*the reality is we’re a very small player with giants around us, so we’re not for sale, but if some of our competitors want to buy us they wouldn’t even notice*”.

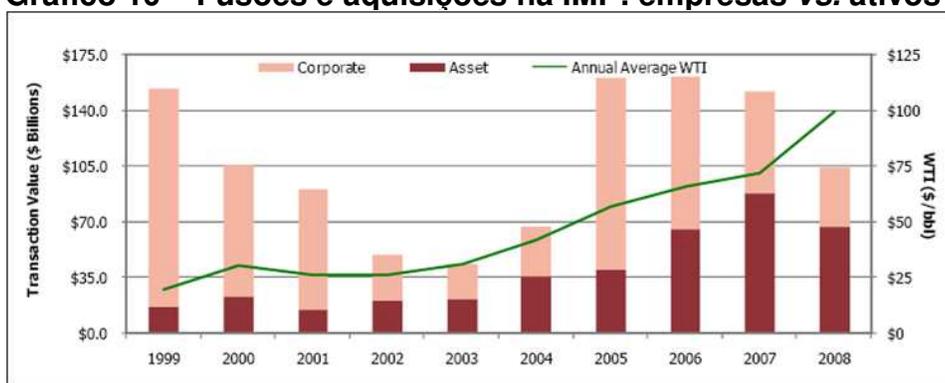
Tabela 9 - Principais Transações da Onda de Consolidação

COMPRADOR	VENDEDOR	VALOR (MUSD)	SETOR
Royal Dutch Shell plc	Duvernay Oil Corp	5.838,10	Upstream
	Shell Canada Ltd	7.683,39	Upstream
	Xiang Jia International Investment Holdings	128,76	Downstream
	BlackRock Ventures Inc	2.102,59	Upstream
	Government of Turkey	4.140,00	Downstream
	Enterprise Oil plc *	6.750,85	Upstream
ConocoPhillips	Pennzoil-Quaker State Company *	2.717,19	Downstream
	Burlington Resources Incorporated	36.400,34	Upstream
Total SA	LUKOIL	3.265,50	Upstream
	Deer Creek Energy	1.255,49	Upstream
Chevron Corporation	Synenco Energy Inc	395,35	Upstream
	Unocal Corporation	19.898,34	Upstream
Eni SpA	First Calgary Petroleum Ltd	954,08	Upstream
	Burren Energy Plc	3.507,83	Upstream
StatoilHydro ASA	North American Oil Sands Corp	1.963,94	Upstream
	Norsk Hydro ASA	32.192,17	Upstream
	Spinnaker Exploration Company	2.591,61	Upstream
Gazprom	Novatek OAO	2.949,18	Upstream
	Sibneft	12.976,32	Upstream
LUKOIL	Geoilbent	300,00	Upstream
	Chaparral Resources Incorporated	101,53	Upstream
	Primorieneftgaz OAO	261,00	Upstream
	Neste Oy	321,50	Upstream
	Nelson Resources Ltd	2.054,82	Upstream
	Geoilbent; Novatek OAO	180,00	Upstream
Rosneft	Yukos	8.796,10	Upstream
Anadarko Petroleum Corporation	Western Gas Resources Incorporated	5.384,98	Upstream
	Kerr-McGee Corporation	19.623,29	Upstream
Valero Energy Corporation	Premcor Inc	7.587,87	Downstream
PetroChina Company	Liaohu Jinma Oilfield Company Limited	187,58	Upstream
	PetroKazakhstan Inc	3.877,31	Upstream
Sinopec	Tanganyika Oil Company Ltd	1.808,59	Upstream
CNOOC	MEG Energy Corp	121,61	Upstream
INPEX Corporation	Teikoku Oil Co Ltd	3.166,72	Upstream
XTO Energy Incorporated	Hassie Hunt Exploration Co	4.191,42	Upstream
	Peak Energy Resources Inc	110,40	Upstream
	Antero Resources Corporation	1.036,00	Upstream
Chesapeake Energy Corporation	Chaparral Energy Inc	280,00	Upstream
	Columbia Natural Resources LLC	2.950,00	Upstream
	BRG Petroleum Corporation	325,00	Upstream
	Bravo Natural Resources Inc	590,00	Upstream
Devon Energy Corporation	Chief Oil & Gas LLC	2.200,00	Upstream
EnCana Corporation	Tom Brown Incorporated	2.743,51	Upstream
Forest Oil Corporation	Peak Energy	230,00	Upstream
	Wiser Oil Company	356,29	Upstream
Kerr-McGee Corporation	Westport Resources Corporation	3.663,67	Upstream
Marathon Oil Corporation	Western Oil Sands Incorporated	6.278,51	Upstream
Noble Energy Incorporated	Patina Oil & Gas Corporation	3.609,96	Upstream
Occidental Petroleum Corporation	Vintage Petroleum Incorporated	4.118,86	Upstream
Penn West Energy Trust	Canetic Resources Trust	5.903,49	Upstream
	Vault Energy Trust	386,34	Upstream
	Petrofund Energy Trust	3.126,13	Upstream
Petro-Canada	Prima Energy Corporation	473,11	Upstream
	Intrepid Energy	840,00	Upstream
Pioneer Natural Resources Compan	Evergreen Resources Incorporated	2.174,98	Upstream
	First International Oil Corp	153,00	Upstream
Talisman Energy Incorporated	Pertra; Petroleum Geo-Services ASA	155,00	Upstream
	Paladin Resources plc	2.350,35	Upstream
Tullow Oil plc	Energy Africa Ltd	676,40	Upstream
	Hardman Resources Ltd	1.010,56	Upstream

Fonte: Elaboração própria com base nos dados da M&A Home. John S. Herold, INC. Os valores indicados se referem ao custo total da aquisição, isto é, inclui a dívida líquida e outras obrigações da empresa adquirida.

Como já ressaltado antes, é interessante notar que o movimento das transações de fusões e aquisições entre empresas foi complementado pelas operações envolvendo ativos, principalmente a partir de meados de 2006. O gráfico 10 ajuda a ter uma idéia mais precisa deste processo. A formação da onda de consolidação em 2005 foi amplamente calcada em operações entre empresas, em especial a aquisição da Unocal pela Chevron e da Burlington pela ConocoPhillips. Esse movimento foi sustentado em 2006, mas já em 2007 acabou sendo ultrapassado pelas transações envolvendo ativos.

Gráfico 10 – Fusões e aquisições na IMP: empresas vs. ativos



Fonte: 2008 Global Upstream M&A Review. John S. Harold, INC.; Harrison Lovegrove & Co.

Dado esse caráter fortemente complementar das transações envolvendo ativos para a onda de consolidação é importante também apresentar as empresas em suas posições vendidas e compradas e as magnitudes transacionadas. A tabela 10 apresenta essas informações e divide as empresas em dois grupos. O grupo de cima é formado pelas empresas que mais venderam ativos do que compraram e o grupo de baixo com as que mais compraram do venderam.

Os dados para as *majors* mostram uma posição vendida de 11,3% do total do volume transacionado durante a onda, enquanto que sua posição comprada foi de 5,1%, representando um efeito líquido de 6,2%. Assim, ao contrário da idéia amplamente aceita de que o movimento acelerado de venda de ativos pelas *majors* tenha iniciado a onda mais recente de fusões e aquisições, o que se pode dizer é que essas empresas aproveitaram esse momento para ajustar seu portfólio de ativos. Ou seja, dado que elas teriam que se desfazer de ativos não estratégicos e de baixa performance que incorporaram no bojo da onda de

reestruturação, as *majors* perceberam no aquecimento do mercado de fusões e aquisições uma oportunidade para realizar bons negócios e acelerar seus desinvestimentos já planejados.

Tabela 10 - Situação Relativa de Compra e Venda de Ativos (2004-2008)

Empresa	Venda		Compra	
	N.	Vr.	N.	Vr.
Anadarko	20	17.721,20		-
Dominion Resources	7	14.364,66		-
BP	21	14.498,93	6	5.596,01
Shell	17	6.254,82	2	753,00
EnCana	9	8.464,66	3	3.055,00
Kerr-McGee	5	5.228,80		-
Devon	8	6.034,82	2	979,32
Occidental	6	5.706,93	2	662,00
Exxon Mobil	18	5.008,96	-	-
Chevron	11	5.401,28	2	1.012,32
Chesapeake Energy	4	7.437,00	9	4.214,40
Marathon	4	2.108,00	1	354,00
Rosneft	1	3.660,00	8	24.842,36
Gazprom	1	350,00	6	13.228,72
XTO Energy		-	18	12.099,44
Eni	4	908,39	6	12.978,62
StatoilHydro	4	1.235,08	8	10.047,68
Repsol YPF	1	201,94	4	5.804,00
CNR		-	5	5.535,53
Lukoil	4	1.724,00	8	4.896,34
ConocoPhillips	11	4.002,20	3	7.147,65
Apache	1	413,00	4	2.289,40
Petrobras		-	4	1.017,50
Total	3	799,00	2	1.617,00
BG	4	1.271,74	5	1.323,01

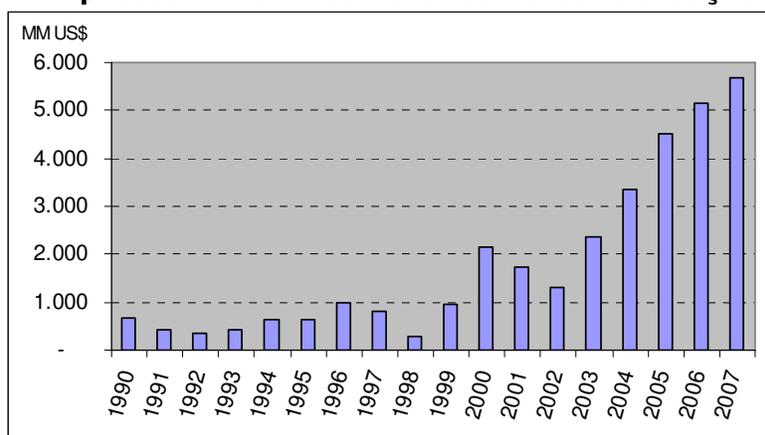
Fonte: Elaboração própria com base nos dados da M&A Home. John S. Herold, INC.

Outro fato marcante que a tabela 10 explicita é a ausência de uma participação expressiva das empresas chinesas nesse processo. Na verdade, o caminho escolhido pela CNPC, Sinopec e CNOOC para realizar seu potencial de crescimento foi o dos investimentos orgânicos e de aquisição de participação em blocos exploratórios através de *bids* agressivos. Já no caso das russas Gazprom, Rosneft e Lukoil, o forte movimento de fusões e aquisições dessas empresas deve ser visto como uma reestruturação patrimonial interna a esse grupo guiada em grande medida por determinações políticas do governo russo (como ficou claro no caso da aquisição da Yukos pela Rosneft em 2007).

Assim, visto que o perfil das principais transações do período segue realmente o padrão sugerido de uma onda de consolidação, cabe verificar agora

se o comportamento e o ritmo da acumulação interna das empresas se deram também da forma esperada pelo modelo teórico. O gráfico 11 ajuda a confirmar a hipótese de que o impulso determinante da onda de consolidação foi mesmo a extraordinária acumulação interna das empresas no período, mostrando como a evolução do lucro líquido das líderes avançou rapidamente a partir de 2003. Além disso, através do teste de correlação de Spearman, pode-se afirmar que as empresas mais ativas nos movimentos de fusões e aquisições foram justamente aquelas que estiveram à frente no ranking da acumulação interna na indústria durante o período considerado¹¹⁰.

Gráfico 11 - Lucro Líquido Médio das 30 Maiores Empresas Envolvidas na Onda de Consolidação



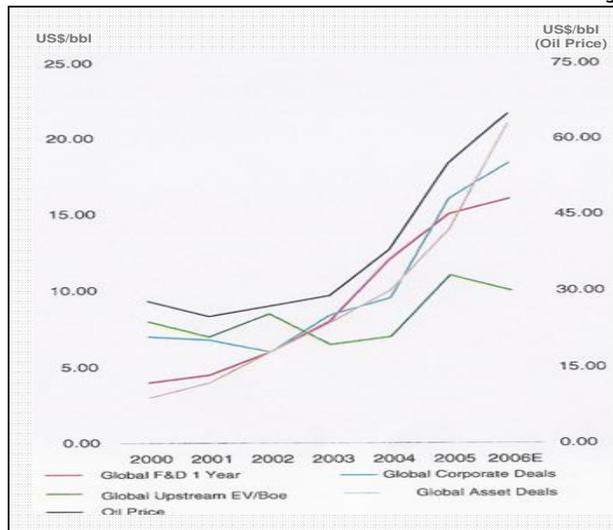
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Bloomberg.

Já o gráfico 12 mostra que a forte pressão competitiva presente na indústria encontrou um contexto propício para o caminho das fusões e aquisições, dada a crescente diferença, a partir de 2003, entre o valor médio de mercado das empresas (representado pela linha verde) e o custo de novos projetos (representado pela linha rosa). Por outro lado, a escalada nos ágios pagos nas aquisições (diferença entre o valor médio das empresas e o preço médio pago nas

¹¹⁰ O teste foi realizado para as 38 maiores empresas do ranking da PIW com informações disponíveis sobre o lucro líquido (ExxonMobil, RD/Shell, BP, Chevron, Petrochina, Total, Gazprom, ConocoPhillips, Petronas, ENI, Petrobras, Lukoil, Sinopec, Statoil, EnCana, Occidental, TNK-BP, Repsol-YPF, Sonatrach, ONGC, Marathon, Anadarko, Surgutneftegaz, Devon Energy, PDV, BG, Rosneft, Norsk Hydro, Apache, KPC, Petro-Canada, Burlington, Canadian NR, Hess, OMV, Ecopetrol, Pertamina e Socar). O teste foi realizado pelos rankings das empresas em relação ao lucro líquido e volume transacionado em fusões e aquisições. A correlação se mostrou positiva (rank-coefficient = 0,485) e bastante significativa (t = 3,326).

aquisições – a linha azul do gráfico) indica uma forte disputa pelas oportunidades disponíveis no mercado, que, por sua vez, pode ilustrar a formação da onda de consolidação no período¹¹¹. Por fim, o gráfico 12 também confirma a idéia de que a onda de consolidação foi formada num primeiro momento, principalmente, por transações entre empresas e, num segundo momento, por transações entre ativos (linha cinza).

Gráfico 12 - Vetores da Onda de Consolidação



Fonte: Morgan Stanley.

Por fim, resta discutir os efeitos dessa onda de consolidação sobre o grau de concentração da indústria. A tabela 11 mostra as razões de concentração para as 10, 20 e 50 maiores empresas da indústria para os dados de produção de petróleo, reservas, capacidade de refino e venda de produtos. A idéia aqui é tentar capturar os impactos da onda de consolidação nos diferentes segmentos da cadeia de valor do petróleo. No entanto, para se ter uma idéia mais precisa dos impactos propriamente ditos da onda de consolidação sobre o grau de concentração da indústria, foram expurgados da base de cálculo das razões de concentração os dados para as empresas do grupo da Opep e Nocs, conforme a classificação realizada no capítulo 3.

¹¹¹ Cabe lembrar também que esse maior potencial de crescimento das empresas se deu num contexto de restrição de oferta e altos custos dos recursos técnicos para novos empreendimentos, tornando o caminho das fusões e aquisições mais atrativo para sua expansão.

Tabela 11 - Efeitos da Onda de Consolidação sobre a Concentração da Indústria

Ano Base	UPSTREAM						DOWNSTREAM					
	Produção			Reservas			Refino			Distribuição		
	CR10	CR20	CR50	CR10	CR20	CR50	CR10	CR20	CR50	CR10	CR20	CR50
2003	24,3%	33,8%	41,6%	9,0%	12,6%	14,5%	36,7%	47,6%	54,7%	49,4%	60,7%	67,9%
2007	24,7%	34,6%	43,0%	9,4%	13,1%	15,5%	36,6%	46,2%	50,6%	46,4%	57,4%	62,6%

Fonte: Elaboração própria com base nos dados dos anuários TOP 100 da PIW de 2005 e 2009. Foram considerados apenas os dados para as empresas do grupo das Majors, Mistas e Independentes (ver tabela 4).

Como a grande maioria das transações de fusões e aquisições do período se deu no segmento de *upstream* era de se esperar que este apresente uma elevação de seu grau de concentração. A tabela 11 mostra um aumento em todos os indicadores para os dados de volume de produção de petróleo e do nível das reservas. Já no que concerne ao segmento de *downstream* (refino e distribuição), os dados mostram um efeito contrário de desconcentração. Esse resultado também já era esperado, na medida em que muitos dos desinvestimentos das *majors* foram neste setor e as compradoras foram as independentes de refino, tanto nos EUA quanto na Europa e Japão. Apesar disto, o efeito global tímido destes movimentos de concentração indica que ainda há um grande espaço para novas consolidações na indústria.

Conclusão

Na discussão realizada ao longo dos dois primeiros capítulos, tentou-se mostrar em nível geral o papel e a relevância das estruturas de mercado para a análise da dinâmica do padrão de concorrência em diferentes indústrias. A tentativa foi a de lançar algumas idéias sobre a importância dos determinantes estruturais dos padrões competitivos que caracterizam o comportamento das empresas frente a decisões estratégicas em mercados oligopolísticos, com destaque para o papel da cumulatividade decorrente das vantagens associadas às economias de escala.

Uma análise focada sobre o padrão de concorrência em uma indústria busca mesmo articular as questões relativas à estrutura de mercado com a discussão sobre as estratégias competitivas ou formas de concorrência encontradas em seu interior. De especial interesse são as relações entre o tipo de barreiras à entrada, síntese da natureza e dos determinantes da concorrência efetiva e potencial num dado mercado oligopolístico, e o tipo de estratégia de concorrência mais adequada em cada caso. A ênfase dada às estruturas de mercado justifica-se, na medida em que a análise buscou caracterizar os condicionantes estruturais da concorrência, que colocam a empresa sob a situação de ter que adotar estratégias condizentes com o ambiente competitivo em que opera.

Nesse sentido, o caminho de expansão da empresa foi investigado aqui tanto pela 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. A principal questão trabalhada esteve referida ao modo como as grandes empresas podem agir frente aos obstáculos estruturais colocados pela concorrência 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 certos padrões estruturais para os movimentos de fusões e aquisições impulsionados pela dinâmica de acumulação de empresas em concorrência sob condições oligopolísticas, no que tange especificamente aos processos de consolidação, reestruturação e diversificação. Mais que isso, a proposta foi a de mostrar como esses padrões podem ser vistos como mecanismos alternativos de ajuste aos “desequilíbrios” da dinâmica industrial, tal como propostos por Steindl.

Delimitados os marcos teóricos para uma discussão mais estrutural ao tema das fusões e aquisições, o esforço seguinte foi o de analisar a evolução recente desse tipo de transação na indústria mundial do petróleo. As séries de dados disponíveis mostraram que nos últimos dez anos essa indústria passou por duas ondas importantes de fusões e aquisições. Porém, um fato marcante que os dados brutos não transparecem é que, embora de magnitudes proporcionais em termos dos valores totais envolvidos, essas duas ondas tiveram naturezas completamente distintas.

No caso da primeira onda, ocorrida entre os anos de 1998 e 2001, a análise mostrou que é possível tratá-la a partir do padrão de uma onda de reestruturação. Ficou evidenciado que o perfil geral das principais transações ocorridas no período foi o de um movimento interno ao grupo das empresas líderes da indústria. Além disso, o contexto específico definido pelo ritmo de baixa no processo de acumulação de capital das empresas também ajuda a estabelecer a natureza dessa onda como de reestruturação.

De fato, a formação dessa onda de reestruturação foi o resultado da adoção de uma estratégia defensiva pelas principais empresas frente a um nível crítico para as suas margens de lucro. Dado o início do movimento pela BP, o comportamento mimético, encontrado tipicamente no oligopólio, ajuda a explicar como as outras empresas convergiram rapidamente em torno de uma estratégia similar, criando o impulso conjugado de reestruturação na indústria. Além disso, o ajuste das posições relativas das empresas no mercado após a onda de reestruturação foi fundamental para a recomposição dos níveis das margens de

lucro adequados à continuidade do processo de acumulação das empresas líderes, produzindo também uma importante tendência de elevação do grau de concentração da indústria.

Já no caso da segunda onda de fusões e aquisições, ocorrida entre os anos de 2005 e 2008, o resultado da análise mostrou que, em suas características fundamentais, o processo seguiu as premissas de uma onda de consolidação. Isso porque a análise das principais transações confirmou os indícios de que teria se tratado mesmo de um período no qual as grandes empresas da indústria engoliram as pequenas, no intuito de realizar seu potencial de crescimento num contexto generalizado de alta no ritmo de acumulação de capital.

Defendeu-se também a idéia de que essa nova intensificação dos movimentos de fusões e aquisições que se seguiu à onda de reestruturação foi o resultado de um choque externo positivo e inesperado no ambiente competitivo das empresas, fruto da mudança no parâmetro de elasticidade-preço da demanda. Esse choque positivo acabou resultando num impulso extraordinário para a acumulação interna das empresas, dado a seqüência de lucros líquidos recordes capitalizados.

A conseqüência disso foi a adoção pelas empresas de políticas agressivas de crescimento em decorrência da forte pressão competitiva. Mais uma vez, o comportamento mimético ajuda a explicar como as empresas convergiram em torno de uma determinada estratégia, criando o impulso conjugado de consolidação da indústria. O ajuste das posições relativas das empresas após a onda de consolidação, por sua vez, resultou em uma elevação tímida do grau de concentração centrada no segmento de *upstream* e de uma desconcentração no segmento de *downstream*.

Esse impacto tímido sobre o grau de concentração da indústria sugere que ainda há um grande espaço para novas consolidações na indústria. Entretanto, na ausência de novos choques de efeito prolongado, espera-se uma certa estabilidade do ambiente competitivo e um arrefecimento dos movimentos gerais de fusões e aquisições no interior da indústria nos próximos anos. Ou seja, o

mercado para fusões e aquisições de empresas atuando na indústria mundial do petróleo anuncia-se como mais seletivo, visto que novas aquisições de grande porte devem estar calcadas em estratégias robustas de crescimento de longo prazo. Por outro lado, boas oportunidades de aquisição podem surgir da a heterogeneidade das situações financeiras entre as empresas após a crise mundial de 2008. Enfim, tudo dependerá do alcance e duração dessa crise e suas conseqüências sobre os preços do petróleo e sobre as condições financeiras das empresas no longo prazo.

Bibliografia

ADELMAN, M. A. (2002) *World oil production & prices 1947-2000*. In: The Quarterly Review of Economics and Finance, n.42, pp. 169-191.

AL-CHALABI, F. J. (1991) *The world oil price collapse of 1986: causes and implications for the future of OPEC*. In: KOHL, W. L. (ed.) *After the oil price collapse: OPEC, the United States, and the world oil market*. Baltimore e Londres: The Johns Hopkins University Press.

ASKARI, H. (1991) *Saudi Arabia's oil policy: its motivations and impacts*. In: KOHL, W. L. (ed.) *After the oil price collapse: OPEC, the United States, and the world oil market*. Baltimore e Londres: The Johns Hopkins University Press.

BAIN, J. (1956) *Barriers to new competition*. Cambridge: Harvard University Press.

BELLUZZO, L. G. (1998) *Valor e capitalismo: um ensaio sobre a economia política*. Campinas: Unicamp, IE. (30 Anos de Economia)

BENSAÏD, D. (1999) *Marx, o intempestivo: grandezas e misérias de uma aventura crítica (séculos XIX e XX)*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

BIOLSI, R. A. (1995) *Spot, option, and futures oil markets*. In: SHOJAI, S. (ed.) *The new global oil market: understanding energy issues in the world economy*. Londres: Praeger Publishers.

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 19th 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.

BRAGA, J. C. S. (2000) *Temporalidade da riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*. Campinas: Unicamp, IE. (Coleção Teses)

_____. (1997) *Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. In: TAVARES, M. C; FIORI, J. L. (org.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes.

- BRITTO, J. (2002) *Diversificação, competências e coerência produtiva*. In: KUPFER, D; HASENCLEVER, L. (org.) *Economia industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- CANO, M. (2002) *O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira*. Dissertação de Mestrado, IE-Unicamp, Campinas.
- CANTWELL, J; SANTANGELO, G. D. (2002) *M&As and the global strategies of TNCs*. In: *The Developing Economies*, XL-4, pp. 400-434.
- CARNEIRO, R. M. (2007) *Globalização produtiva e estratégias empresariais*. Texto para discussão, IE/UNICAMP, n.132.
- CAVALLO, A. J. (2002) *Predicting the peak in world oil production*. In: *Natural Resources Research*, vol.11, n.3, pp.187-195.
- CLIFTON, J. (1977) *Competition and the evolution of the capitalist mode of production*. In: *Cambridge Journal of Economics*, vol.1, n.1, pp. 137-151.
- CLÔ, A. (2000) *Oil economics and policy*. London: Kluwer Academic Publishers.
- COUTINHO, L. G. (1983) *Apresentação*. In: STEINDL, J. *Maturidade e estagnação no capitalismo americano*. São Paulo: Abril Cultural.
- _____. (1975) *The internationalization of oligopoly capital*. Tese de doutoramento, Faculty of the Graduate School of Cornell University.
- CROTTY, J. (2002) *The effect of increased product market competition and change in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era*. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Working Paper Series, n.44.
- DAVIES, P. (2000) *The changing world petroleum industry – bigger fish in a larger pond*. In: *CEPMLP Internet Journal*, v.6, n.14.
- DE PAULA, J. A. (2003) *Aparência e realidade capitalista: o lugar da concorrência na dinâmica do capital*. In: *Estudos Econômicos*, v.33, n.1, pp. 115-142.
- 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.
- DOSI, G. (1984) *Technological paradigms and technological trajectories: the determinants and directions of technical change and the transformation of the economy*. In: FREEMAN, C. (ed.) *Long waves in the world economy*. Londres: F. Pinter.

ESSER, R. W. (2005) *The oil industry growth challenge: expanding production capacity*. Prepared Testimony, US House of Representatives, House Energy and Air Quality Subcommittee, Washington, DC.

GUIMARÃES, E. A. (1982) *Acumulação e crescimento da firma: um estudo de organização industrial*. Rio de Janeiro: Zahar Editores.

GRANT, R. M; CIBIN, R. (1996) *Strategy, structure and market turbulence: the international oil majors, 1970-1991*. In: *Scandinavian Journal of Management*, vol.12, n.2, pp. 165-188.

HANNAH, L; KAY, J. A. (1977) *Concentration in modern industry: theory, measurement and the U.K. experience*. Londres: The Macmillan Press.

HARVEY, D. (2006) *The limits to capital*. Londres: Verso.

HASPESLAGH, P; JEMINSON, D. B. (1991) *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*. Nova Iorque: The Free 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.

KITCHING, J. (1967) *Why do mergers miscarry?* Harvard Business Review.

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.

LAGE, D. F. S. *et alli* (2007) *Petróleo e derivados e processos de refino para economistas*. Petrobras/RH/UP/ECTAB.

LENIN, V. I. (1961) *El imperialismo, fase superior del capitalismo*. In: LENIN, V. I. *Obras Escogidas, Tomo I*. Moscou: Editorial Progreso.

_____. (1982) *O desenvolvimento do capitalismo na Rússia: o processo de formação do mercado interno para a grande indústria*. São Paulo: Abril 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>

MARX, K. (1973) *Elementos fundamentais para la Crítica de la Economía Política. Grundrisse*. Buenos Aires: Siglo XXI.

_____. (1975) *O Capital*, Livro I, vol. 1. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.

_____. (1994) *O Capital*, Livro I, vol. 2. Rio de Janeiro: Bertand Brasil.

MAZZUCHELLI, F. (1985) *A contradição em processo: o capitalismo e suas crises*. São Paulo: Editora Brasiliense.

MELLO, A. B. F. (2000) *Capitalismo e Mundialização em Marx*. São Paulo: Perspectiva.

MINADEO, R. (2002) *Petróleo: a maior indústria do mundo*. Rio de Janeiro: Thex Editora.

MITCHELL, M. L; MULHERIN, J. H. (1996) *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*. In: Journal of Financial Economics, vol.41, n.2, pp. 193-229.

NAKAMURA, A. A. (2005) *Desempenho de processos de fusões e aquisições: um estudo sobre a indústria petrolífera mundial a partir da década de 90*. Dissertação de Mestrado, IE-UFRJ, Rio de Janeiro.

OLLINGER, M. (1994) *The limits of growth of the multidivisional firm: a case study of the U.S. Oil Industry from 1930-90*. In: Strategic Management Journal, vol. 15, n.7, pp. 503-520.

PENROSE, E. (1968) *The Large International Firm in Developing Countries: The International Petroleum Countries*. Cambridge: MIT Press.

_____. (2006) *A teoria do crescimento da firma*. Campinas: Editora Unicamp.

PERTUSIER, R. R. (2004) *Sobre a eficácia da Opep como cartel e de suas metas como parâmetros de referência para os preços do petróleo*. Dissertação de Mestrado, IE-UFRJ, Rio de Janeiro.

PINTO Jr., H. Q. (org.) (2007) *Economia da energia: fundamentos econômicos, evolução histórica e organização industrial*. Rio de Janeiro: Elsevier.

_____; DIAS, M. I. P. (2005) *Avaliando os impactos microeconômicos das fusões e aquisições nas indústrias de energia no mundo: uma análise para a década de 90*. In: Revista de Economia Política, vol. 25, n.4, pp. 439-453.

POSSAS, M. L. (1987) *Estruturas de mercado em oligopólio*. 2ª edição. São Paulo: Editora Hucitec.

_____. (1989) *Dinâmica e concorrência capitalista: uma interpretação a partir de Marx*. São Paulo: Editora Hucitec.

POSSAS, S. (1999) *Concorrência e competitividade: notas sobre estratégia e dinâmica seletiva na economia capitalista*. São Paulo: Hucitec.

REINHARDT, F. *et alli* (2006) *BP and the consolidation of the oil industry, 1998-2002*. Harvard Business School.

RIDDICK, W. W. (1973) *The nature of the petroleum industry*. In: Proceedings of the Academy of Political Science, vol. 31, n.2, pp. 148-156.

ROSDOLSKY, R. (2001) *Gênese e estrutura de O Capital de Karl Marx*. Rio de Janeiro: Contraponto.

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*. Houghon Mifflin.

SCHUMPETER, J. A. (1982) *Teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico*. São Paulo: Abril Cultural.

SHAIKH, A. (1990) *Valor, acumulacion y crisis: ensayos de economía política*. Bogotá: Tercer Mundo Editores.

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.

STEVENS, P. (1998) *Strategic positioning in the oil industry: trends and options*. In: STEVENS, P. (ed.) *Strategic positioning in the oil industry: trends and options*. Abu Dhabi: The Emirates Center for Strategic Studies and Research.

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.

TAUILE, J. R. (2001) *Para (re)construir o Brasil contemporâneo: trabalho, tecnologia e acumulação*. Rio de Janeiro: Contraponto.

THOMAS, J. E. (org.) (2001) *Fundamentos de engenharia de petróleo*. Rio de Janeiro: Editora Interciência.

TORRES FILHO, E. T. (2004) *O papel do petróleo na geopolítica americana*. In: FIORI, J. L. (org.) *O poder americano*. Petrópolis: Vozes.

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.

VERLEGER, P. K. (1991) *Structural change in the 1980s: effects and permanence*. In: KOHL, W. L. (ed.) *After the oil price collapse: OPEC, the United States, and the world oil market*. Baltimore e Londres: The Johns Hopkins University 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.

WESTON, J. F. (2002) *The Exxon-Mobil merger: an archetype*. In: Journal of Applied Finance, vol.12, n.1, pp. 7-26.

WERNERFELT, B. (1984) *A resource-based view of the firm*. In: Strategic Management Journal, vol. 5, pp. 171-180.

WILLIANSOM, O. (1975) *Market and hierarchies: analysis and antitrust implications*. Nova Iorque: The Free Press.

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

YERGIN, D. (1992) *The prize: the epic quest for oil, money, and power*. Nova Iorque: Free Press.

Relatórios

2008 Global Upstream M&A Review. John S. Harold, INC.; Harrison Lovegrove & Co.

2007 Global Upstream M&A Review. John S. Harold, INC.; Harrison Lovegrove & Co.

2007 Global Upstream Performance Review. John S. Harold, INC.; Harrison Lovegrove & Co.

Putting a price on energy: international pricing mechanisms for oil and gas. Energy Charter Secretariat. Brussels, Belgium, 2007.

The Quest for Dominance: NOC-IOC rivalries, alliances and the shape of the new global oil industry. Energy Intelligence Group, 2009.

Banco de Dados

BP Historical Data (1965-2007).

M&A Home. John S. Harold, INC.

ProbE. IHS Energy's E&P Data.

Thomson One banker.

Bloomberg.

Outras fontes de informação (sites especializados e periódicos)

IHS INC – Energy

Cera – Cambridge Energy Research Associates

PFC Energy

EIA – Energy Information Administration

Energy Intelligence

WoodMakenzie

IEA – International Energy Agency

Oil & Gas Journal

Platts