

Mais conglomerados?

Por Sérgio Lazzarini

Valor Econômico, 20/09/2004

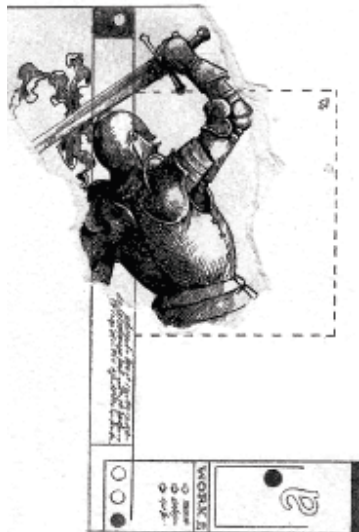
O BNDES está sempre surpreendendo a opinião pública com novas idéias para desenvolver a indústria brasileira. A mais recente delas, anunciada no jornal Valor Econômico de 27/08/2004, propõe a criação de "conglomerados nacionais" - ou, na definição do seu diretor financeiro, Marcio Henrique Monteiro de Castro, uma espécie de "mercado de capitais industrializante". Em poucas palavras, a idéia parece ser estimular a formação de redes de firmas ligadas entre si por posições acionárias cruzadas, tal como ocorre no Japão (os keiretsu) ou na Coreia (os chaebols).

O mérito desta nova proposta do BNDES é duvidoso por dois motivos. Primeiro, porque conglomerados já são bastante disseminados no Brasil. Uma análise das 100 maiores empresas não-financeiras brasileiras em termos de faturamento revela que algo ao redor de 54% são de alguma forma associadas a algum grupo empresarial ou de controle familiar mais amplo. Muitos grupos também se entrelaçam de forma bastante complexa, tendo posições acionárias em empresas comuns. Por exemplo, o grupo Camargo Corrêa e o grupo Bradesco participam conjuntamente no capital da Usiminas; Petrobras, Odebrecht e Ipiranga participam conjuntamente da Copesul.

Segundo, a proposta do BNDES é inconsistente com esforços do governo em melhorar o ambiente institucional do país. É verdade que, em países com falhas institucionais, conglomerados têm o seu papel a cumprir. Conglomerados criam mercados de capitais "internos" que servem para financiar as suas divisões ou empresas. O guarda-chuva da corporação serve como um capital reputacional que favorece a obtenção de capital a um menor custo, que depois pode ser repassado às empresas coligadas. Além disso, em países com baixa eficiência do sistema legal, os custos de transação entre empresas sem nenhuma espécie de vínculo societário tendem a ser mais altos. Posições acionárias cruzadas entre empresas servem como garantia para que unidades produtivas ajam de uma forma mais cooperativa. Finalmente, e não menos importante, conglomerados servem de proteção para investidores (notadamente, grandes famílias) em países com baixos padrões de governança. Nestas condições, é melhor ser sócio majoritário de um grande conglomerado diversificado em vários negócios, do que diversificar a carteira de investimentos sendo sócio minoritário em várias empresas de setores distintos.

Porém, quando países promovem ações para minorar falhas institucionais (mercados de capitais pouco eficientes, sistema legal precário, baixa proteção aos investidores), espera-se um desmembramento dos conglomerados, e o surgimento de um leque maior de firmas autônomas. Captando recursos e contratando terceiros a um baixo custo, firmas podem plenamente se beneficiar de ganhos de especialização.

Isto foi exatamente o que ocorreu com o Chile após as reformas institucionais implementadas no país especialmente a partir da década de 80: verificou-se que a diferença de desempenho entre negócios pertencentes a conglomerados e negócios independentes se reduziu substancialmente.* Além disso, segundo outro estudo, o fato da empresa participar de um determinado grupo ou conglomerado no Brasil explica 10,4% das variações no seu retorno financeiro, ao passo que este valor no Chile é de apenas 4,4%.** Nos Estados Unidos, o impacto da participação em grupos é ainda menos expressivo: ao redor de 2 a 4%. O valor dos conglomerados em países com boas condições institucionais é simplesmente muito baixo.



Sérgio Lazzarini

A proposta do BNDES é inconsistente com esforços do governo para melhorar o ambiente institucional do país

Até mesmo em países onde os conglomerados sempre foram vistos como formas organizacionais "exemplares", já estão sendo colocadas sérias dúvidas sobre o seu papel. No Japão, alguns conglomerados prosperaram, como a Sony e a Toyota, mas outros tiveram sérios problemas, como a Mitsubishi e a Nissan, posteriormente resgatada pela sua aliança com a Renault.

Um dos fatores que foi mais duramente enfatizado pelo brasileiro Carlos Ghosn no seu esforço de reestruturar a Nissan foi a quebra dos laços societários fortes com fornecedores e outras empresas do grupo. É certo que tais laços estimulam cooperação tecnológica, porém vínculos excessivamente de longo-prazo podem reduzir os incentivos dos fornecedores em buscar eficiência e podem causar perda de flexibilidade. A Chrysler tentou imitar os keiretsu japoneses nos EUA, porém teve que reavaliar sua estratégia ao perceber que seus fornecedores estavam recebendo preços acima do mercado. Na Coreia, o valor dos chaebols já tem sido questionado há muito tempo.

Logo, estimular conglomerados parece ser algo de retorno duvidoso e, mais ainda, inconsistente com as atuais iniciativas de melhoria institucional no Brasil, embora elas estejam ocorrendo a passos lentos. Por exemplo, a lei de falências tende a favorecer o processo de financiamento de empresas; a reforma do Judiciário pode ajudar em muito o cumprimento dos contratos; e os atuais esforços de melhoria dos nossos padrões de governança corporativa tendem a favorecer uma maior dispersão dos investimentos ao invés da sua concentração em poucos grupos.

Um possível argumento favorável à proposta do BNDES é que, dada a lentidão destas reformas institucionais, conglomerados podem ser uma estratégia viável a médio-prazo. Porém, como discutido anteriormente, estas estruturas já são freqüentemente observadas no Brasil. O problema não é que temos poucos conglomerados; o problema é que já temos muitos deles. No momento atual, parece ser muito melhor centrar esforços em iniciativas que melhorem o ambiente institucional do país do que adotar medidas de impacto incerto e que parecem não considerar o que a experiência mundial tem a nos dizer.

*** Khanna & Palepu, "The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets", Harvard Business Review, 1999.**

**** Khanna & Rivkin, "Estimating the Performance Effects of Business Groups", Strategic Management Journal, 2001.**

Sérgio Lazzarini é professor da Faculdade de Economia e Administração e coordenador do Centro de Pesquisas em Estratégia do Ibmec SP. E-mail: sergiogl1@ibmec.br