

O BNDES e os conglomerados

Prof. J. William Grava

06 de setembro de 2004

O BNDES já freqüentou estas páginas (texto "Trinta anos de retrocesso") em função da ânsia de planejar o crescimento econômico e assumir o papel que, em uma economia de mercado, cabe aos investidores privados. A administração do banco mantém a carga, mas não vamos nos repetir. Desta vez, não vamos simplesmente contestar a visão mas discutir seu fundamento econômico.

Dias atrás um diretor do banco voltou a defender o apoio planejado aos investimentos, desta vez incentivando o desenvolvimento de conglomerados como os *keiretsu* japoneses ou *chaebol* coreanos.

Conglomerados empresariais foram uma onda mundial na segunda metade do século XX, assumindo diversas formas dependendo do país em que se baseavam. Podiam nascer do poderio do setor financeiro, da ociosidade de recursos em negócios declinantes, como nossa experiência tardia com empreiteiras no Brasil "pós-milagre" ou mesmo da capacidade individual de empresários/executivos que, através de uma sucessão de aquisições, construíam verdadeiros impérios. Em outros casos ainda, conglomerados se formavam simplesmente porque a legislação impunha meias-restrições, como no caso do setor financeiro no Brasil: as instituições eram especializadas, mas podiam aglomerar-se. Os conglomerados financeiros faziam a mesma coisa que os atuais bancos múltiplos, mas para isso utilizavam uma miríade de empresas, cada uma para contabilizar uma operação diferente.

Com o passar do tempo, esses gigantes empresariais começaram a tornar-se mais escassos, com surgimento de uma nova onda: o "foco no *core business*". A moda agora não era mais aglomerar negócios mas dirigir os recursos ao negócio principal em nome da eficiência e competitividade. Neste novo mundo, a formação de conglomerados passou a ser associada aos seus motivos viciosos, tais como a megalomania de empresários/executivos, a vontade de criar estruturas complexas que viabilizassem a apropriação de recursos dos minoritários e outros maus motivos que a imaginação pudesse criar.

Mas... será que foi o mundo que mudou e os bons motivos para a formação dos conglomerados desapareceram? Será que nunca existiram e nossos antecessores é que eram mal informados ou, quem sabe, mal intencionados? Ou será que uma vez mais estamos sucumbindo à formação de opiniões polarizadas, que valorizam o que está na moda sem importar-se muito com os motivos reais desta ou daquela alternativa? Finalmente, será que a Economia cumpre sua missão e nos ajuda a encontrar a resposta?

A principal justificativa para o ataque aos conglomerados vem de um princípio sagrado em Finanças: o acionista deve ter o direito de diversificar sozinho. Quando uma empresa atua em dois ou mais setores econômicos, quem compra suas ações precisa investir simultaneamente em todos esses setores; não pode escolher somente um deles. Ora, isso é uma coisa que o próprio acionista poderia fazer, adquirindo ações de empresas nos diversos negócios, sem que os executivos da empresa diversificada fizessem isso por ele. Na melhor das hipóteses, acionista e executivo concordam. Na pior, discordam e o preço das ações cai.

Um segundo motivo para atacar os conglomerados está na competitividade. Se já é

difícil ser competitivo em um setor, é quase um milagre ser simultaneamente competitivo em dois. Você precisa do Super-Homem para cuidar de tudo. Jack Welch, da GE, parecia ter superpoderes, mas será razoável esperar que os outros executivos também tenham? Se você achar que não, a especialização será a alternativa inevitável: escolha aquilo em que sua empresa é a melhor e deixe o resto para os outros. Ganhe dinheiro naquilo em que é bom e, se quiser diversificar, compre ações das empresas que, nos outros setores, são melhores do que a sua. Ah! A propósito: faça isso com o **seu** dinheiro, não com o dinheiro do minoritário!

No final dos anos oitenta, em um artigo premiado da Harvard Business Review, Michael Porter mostrou que mesmo em um mundo que então começava enfatizar o "foco no *core business*" havia espaço para criar grupos. Contudo, era preciso haver motivos muito específicos para isso. Ele forneceu quatro. Colocando em poucas palavras, a formação de um grupo econômico podia:

- Viabilizar, para negócios ainda nascentes, o acesso ao capital que ainda não teriam condições de obter diretamente no mercado. O investidor tem uma presença temporária e ganha com o amadurecimento da empresa e seu encaminhamento ao mercado. Nada mais é do que o negócio dos fundos de *venture capital* e de *private equity*.
- Promover uma profunda transformação em um negócio problemático, reestruturando-o e saneando-o. Novamente a presença é temporária e, após a reestruturação, o investidor se retira e busca repetir o processo em outras empresas.
- Fazer com que um recurso ou competência seja transmitido de uma empresa a outra. É o caso, por exemplo, do setor farmacêutico em que empresas grandes e maduras adquirem empresas pequenas mas que possuem novas drogas patenteadas. Os primeiros precisam das novas drogas mas têm capacidade industrial e de distribuição para oferecer. Aqui também há uma profunda transformação nas empresas, mas o investimento agora é definitivo e o investidor, ao menos em princípio, não pretende apenas transformar para vender.
- Finalmente, compartilhar o uso de um determinado recurso ou competência que se mostre importante para a criação de valor. É o caso de negócios complementares que compartilham uma marca, rede de distribuição, força de vendas etc.

Naturalmente, motivos específicos exigem esforços específicos para o sucesso da formação do grupo, relacionados à capacidade de identificar corretamente a oportunidade e executar as etapas necessárias ao seu aproveitamento. Aspectos como o acesso ao mercado de capitais, a capacidade de transformar e motivar, a capacidade de fornecer incentivos adequados às equipes que vão trabalhar em conjunto a partir de estruturas híbridas, enfim: um mundo de desafios!

Uma visão complementar a esta foi dada pelo "papa" da chamada Economia dos Custos de Transação, Oliver Williamson. Segundo ele, empresas racionalmente adotam alternativas de menor custo para decidir se desempenham determinadas funções internamente ou utilizando o mercado.

Traduzindo essas idéias em uma linguagem de negócios e expandindo-a para comportar também a diversificação de atividades, os professores indianos Tarun Khanna e Krishna Palepu, da Harvard Business School consideram que a formação de grupos econômicos pode, em países emergentes, desempenhar um papel que não se enquadra nas quatro alternativas de Porter. Pensando na Índia, mas de uma forma que poderíamos aplicar ao Brasil, China, México e vários outros países

emergentes, o grupo poderia apresentar força econômica e massa crítica para compensar deficiências desses mercados, tais como o sistema judiciário ineficiente, o mercado de capitais pouco desenvolvido, um mercado de produtos (produzindo o que não consegue comprar), mercado de trabalho (formando/treinando seu pessoal) etc.

É nesta abordagem que poderíamos localizar o benefício histórico de grupos como os *keiretsu* e *chaebol* para o Japão e a Coreia e que seduziram o diretor do BNDES. O pressuposto, quer o diretor do banco conheça as idéias de Khanna e Palepu ou não, é o de que através da formação de grupos fortes o Brasil poderia compensar suas deficiências e alavancar seu desenvolvimento.

Acontece que este remédio possui efeitos colaterais e é preciso ler cuidadosamente a bula. Trata-se de **compensar deficiências**, não de criar vantagens. Supre-se, através do grupo, a falta de recursos que os competidores internacionais obtém através do mercado. E isso com todas as ineficiências que atormentam quem tenta fazer tudo sozinho, do fornecimento sem competição ao custo do escritório central.

O mundo em que o Brasil precisa desenvolver-se é muito mais fluido e global do que aquele em que floresceram os conglomerados japoneses e coreanos. Compensar deficiências não nos permite competir com o resto do mundo. Melhor do que compensar nossas deficiências é tentar resolvê-las, através da reforma do judiciário, do incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais, da atração de investimentos.

Se falta um salto em nosso sapato, é melhor chamar o sapateiro do que aprender a mancar.