

**COPPEAD/UFRJ**

**RELATÓRIO COPPEAD Nº 262**

**O CRESCIMENTO DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS: ALGUMAS CONSIDERAÇÕES  
SOBRE CAUSAS E EFEITOS**

**Agrícola Bethlem\***

**Abril de 1992**

\* Professor da Cátedra Banco de Boston de Estratégia da  
COPPEAD/UFRJ.

O crescimento das empresas pode ser medido pelo aumento do seu patrimônio líquido, do seu ativo total ou do seu volume de vendas.

As principais revistas de negócios publicam anualmente listas das maiores empresas do mundo e de diversos países (Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha etc). No Brasil, várias revistas publicam estas listas (Exame, Conjuntura Econômica, Balanço Anual, Visão) com critérios diferentes, com predominância para vendas e patrimônio líquido.

No Brasil, há sempre uma dificuldade permanente para a comparação do tamanho das empresas de um ano para outro que é a existência de uma moeda instável, cuja variação é também medida por critérios diferentes (os inúmeros índices utilizados pelas diversas entidades como a FGV, o IBGE, o DIEESE etc, que acompanham o fenômeno) e provavelmente todos pouco precisos. (Bethlem, 1990)

Torna-se, então, difícil fazer comparações válidas.

Tenho tentado obter indicações da relação entre o faturamento das empresas brasileiras e americanas com o P.I.B. dos seus países respectivos, e da taxa de crescimento das empresas no período 1966/1983 (trabalho em publicação na COPPEAD), do volume de vendas das empresas brasileiras com as empresas americanas (Bethlem; Santos, 1985) e da confirmação para o Brasil da correlação descoberta por Chandler entre ramo de negócio e tamanho das empresas (Bethlem, 1986). A conclusão genérica a que cheguei é que o tamanho das empresas no Brasil, relativo ao ramo de negócios, ao tamanho do P.I.B. e ao estágio de crescimento dos mercados, é muito parecido com o que ocorre nos EUA. Em termos de volume de vendas em dólares, as empresas brasileiras comparadas às americanas são muito pequenas (exceto a Petrobrás).

Na COPPEAD, continuam se aperfeiçoando as ferramentas de análise para se obter um quadro mais preciso deste aspecto das empresas, ao qual se parece emprestar tanta importância. Como Chandler (1962) mostrou no seu clássico "Estratégia e estrutura", o crescimento das empresas gerou a necessidade de novas formas de organização (estrutura, controle, direção). No "Visible hand", Chandler (1977) lançou outra tese significativa de que o crescimento das empresas pela ação dos empresários interferiu de forma significativa no desenvolvimento econômico, político e social dos E.U.A. Até então, a tese predominante era a de que o papel do empresário era de menor significância face a outros fatores de desenvolvimento.

Não creio que estejamos em condições de reproduzir para o Brasil os estudos de Chandler, com a mesma adequação, confiabilidade e sucesso, mas estaremos, em alguns anos, se prosseguirmos fazendo o que for possível; principalmente se mantivermos como objetivos, criar condições para que novas pesquisas sejam feitas, na direção mapeada por Chandler.

O presente texto é uma tentativa neste sentido.

#### **As formas de crescimento das empresas**

As empresas podem crescer do lado do passivo:

- a) com recursos gerados internamente
- b) com recursos obtidos externamente

O primeiro caso ocorre com bastante frequência no Brasil (vide cap. 13, Bethlem, 1989); porém, gradativamente, com o crescimento das empresas e da concorrência torna-se mais difícil que a geração interna de recursos se mostre suficiente para financiar o crescimento.

Desta forma, torna-se muito mais relevante o crescimento pela obtenção de recursos externos.

Neste caso, o Brasil apresenta enormes deficiências.

Primeiro pela inexistência de mercado de capitais desenvolvido, a saber:

1) as Bolsas brasileiras dão liquidez a um número muito pequeno de ações. Nas Bolsas do Rio e de São Paulo, cerca de 50 ações têm liquidez para transações de mais de 4.000 dólares, aproximadamente um "lote" mínimo na Bolsa de NY;

2) as Bolsas brasileiras têm volume de negócios muito pequeno, menos de 5% da NYSE;

3) não existe o mercado de Balcão, o mercado de balcão americano - o O.T.C. - tem movimento de cerca de 100 bilhões de dólares por ano;

4) não há vendas significativas de papéis fora dos mercados (colocação direta), como ocorre nos EUA;

5) não se opera com Bonds, um dos mais importantes instrumentos de crédito das empresas americanas, nem há mercado para eles. Nos EUA, vende-se cerca de 20 bilhões de dólares/ano, de Bonds. No Brasil, as empresas podem emitir e colocar no mercado debêntures, um tipo de Bond sem o bond da garantia real, porém o caminho é acessível apenas a um pequeno número de empresas de grande reputação;

6) não se opera com commercial paper.

Segundo, por não poderem as empresas no Brasil contar com créditos a longo prazo. Apenas no sistema BNDES existe disponibilidade, quase sempre de financiamentos específicos para aquisição de equipamentos, disponíveis para um reduzido número de empresas.

Terceiro, pela pouca disponibilidade de venture capital. Há apenas três firmas ativas nesse mercado, porém com pequeno volume de recursos.

A única alternativa para obtenção de recursos para financiar expansão ou novos negócios, fora do sistema BNDES, tem sido a colocação de ações no mercado, também quase inexistente

a não ser para um grupo ainda mais restrito de empresas tradicionais.

Mesmo essas empresas fazem muito pouco uso das ações de tesouraria, instrumento quase genérico nos EUA.

O quadro geral no Brasil é de enorme dificuldade para obtenção de recursos para crescer.

Quanto aos acréscimos do lado do ativo, as empresas crescem:

a) por agregação de novas unidades de produção à empresa atual:

de produtos existentes;  
de novos produtos;  
com ou sem modificações de processo.

b) por agregação de outra(s) empresa(s) à empresa atual:

por compra ou incorporação;  
por fusão - quando a empresa atual e a agregada deixam de existir, surgindo uma nova empresa;  
por criação de subsidiária - quando a nova empresa pode ser total ou parcialmente propriedade da atual (neste caso inclui-se as joint ventures);  
por take over - obtenção do controle da empresa por aquisição de ações de controle no mercado.

Talvez por conhecer o quadro pouco brilhante da disponibilidade de recursos para o crescimento no mercado brasileiro, e as razões estruturais, legais, culturais, psicológicas que dificultam reverter as tendências, o Governo criou na década de 70 o COFIE, órgão destinado a estimular fusões e incorporações entre empresas brasileiras. Este poderia promover o crescimento pela utilização de economias de escala, sem necessidade de recorrer ao mercado de capitais. Os resultados da atuação do COFIE foram melancólicos, destacando-se o fracasso na tentativa de fundir os Bancos Bradesco e Unibanco.

Apesar do quadro de dificuldades apresentado, algumas empresas brasileiras continuaram a crescer, talvez por terem evitado as dificuldades citadas, obtendo recursos no sistema BNDES, ou mesmo por terem enfrentado as dificuldades colocando debêntures e ações baseadas num prestígio incomum, ou então participaram de fusões e aquisições bem-sucedidas.

O que seria a comédia de erros (se não fosse trágica), do mercado de capitais brasileiro, merece um esforço grande e continuado dos estudiosos de História de Negócios no Brasil, mas está fora do escopo deste trabalho. Por isso, vamos examinar apenas se o que ocorreu no Brasil, em termos de fusões e aquisições, teve importância significativa no crescimento das empresas brasileiras. Antes de examinarmos o mercado de fusões no Brasil, vamos apreciar um pouco da história deste mercado nos EUA e verificar se podemos obter algum **insight** que nos permita entender melhor e, talvez, desenvolver o uso dessa ferramenta no Brasil.

#### **Fusões e aquisições (mergers) nos EUA**

Nos Estados Unidos, a existência de um mercado de compra e fusões de empresas foi bastante importante, do ponto de vista do desenvolvimento de estruturas e técnicas de administração, embora em termos de importância econômica no desenvolvimento do país tenha sido menor do que o usualmente estimado. (Chandler, Tedlow, 1985). Ao longo de 75 anos, a atividade de fusões cresceu a uma taxa abaixo de 4% ao ano. Devido a essa taxa ser um pouco maior que a taxa de crescimento real do GNP, a atividade de fusões não surge como tendo importância relativamente maior no longo prazo. (Id., ib.)

A intensa atividade de fusões e aquisições, desenvolvida nos anos 60 nos Estados Unidos, foi um importante componente do grande crescimento econômico ocorrido naquele período. Esta "onda" de atividade foi diferente das duas outras ondas de intensa atividade ocorridas anteriormente - a primeira

na virada do século e a segunda na década de 20. Na onda de 60 um novo tipo de empresa teve um papel fundamental: o conglomerado. Onze das maiores 25 companhias, na década de 60, foram classificadas como conglomerados. Estas 11 firmas adquiriram mais de 500 empresas entre 1961 e 1968. As adquiridas representaram mais de 92% dos ativos - com base no último ano - das firmas adquirentes nesse período. (Id., ib., p. 737).

A primeira onda ocorreu entre os anos de 1897 e 1902, e apresentou seu pico em 1899. Nesse ano, aproximadamente 1.200 firmas de mineração e de manufatura estiveram envolvidas. Os principais elementos desta onda foram: a formação de sistemas nacionais de ferrovias, a partir dos sistemas locais e regionais; a formação de grupos industriais com diversas fábricas, a partir de companhias de uma única fábrica. Por exemplo, a U.S. Rubber Co. e a American Can Co. nasceram neste período. (Id., ib., p. 742)

A segunda onda apresentou um alto nível de atividade, durante os anos de 1924 e 1930, e seu pico esteve em 1929. Naquele ano foram reportadas mais de 1.250 operações, em números superiores as de 1899. As operações mais freqüentes foram as combinações verticais e horizontais de manufaturas, companhias de utilidades públicas e companhias comerciais. (Id., ib.)

O terceiro período, a onda dos anos 60, começou por volta de 1965, quando o nível de operações superou a curva de tendência de longo prazo. O crescimento continuou até 1968, quando mais de 2.500 companhias de mineração e manufatura foram adquiridas. O valor das ações dessas firmas estava por volta de US\$ 20 bilhões. Os agentes mais ativos foram os conglomerados. (Id., ib.). Mesmo assim, as 4.400 companhias que desapareceram por fusões, durante 1968, foram um número pequeno comparado com as 12.000 desaparecidas por falência, ou com as 207.000 novas corporações formadas confirmando a pouca importância econômica relativa do fenômeno. (Id., ib.)

O tempo que separou o segundo do terceiro pico foi de 39 anos, e o que separou o primeiro do segundo de 30 anos.

Por que a atividade de fusões e aquisições tomou, nos EUA, a forma de fortes ondas com longos intervalos de tempo entre elas?

Os picos de fusões e aquisições não ocorreram junto com os picos em produção, ou em preços de **commodities** ou na atividade econômica global. De todos os indicadores econômicos os mais proximamente relacionados com as atividades de **mergers** foram os movimentos nos preços de ações de empresas industriais. Nos picos de todas as ondas de fusões, o mercado de capitais estava superativo, contudo houve vários picos do mercado de capitais sem que houvesse picos de **mergers**.

Na extensa literatura sobre fusões e aquisições, três teorias foram propostas para explicar a motivação e os efeitos econômicos delas.

1) Teoria monopolista - vários observadores viram nas combinações apenas a eliminação de competidores, de forma que as firmas sobreviventes pudessem colher lucros monopolísticos.

2) Teoria da "promoção de papéis" - outros enfatizaram a predominância de "promotores"<sup>1</sup> e banqueiros, que promoveriam fusões e aquisições para vender para o público papéis com os preços inflados.

3) Teoria da eficiência - outros vêem as fusões e aquisições como uma resposta natural dos homens de negócios a novas oportunidades de reduzir custos, expandir vendas e lucros, num ambiente competitivo.

---

<sup>1</sup> Indivíduos especializados em "montar" operações com ações de empresas.

Nenhuma delas de per si provê uma explicação satisfatória para os longos períodos de tempo que separam os picos das ondas de fusões e aquisições.

Não há razão pela qual a procura dos homens de negócios pelo poder monopolista atinja um clímax a cada 30 ou 40 anos. Os ciclos do mercado de capitais foram bem mais curtos que uma década. O crescimento populacional e as mudanças tecnológicas ocorreram de forma mais ou menos contínua.

Segundo Chandler e Tedlow (Id. ib.) as ondas de fusão nos EUA podem ser explicadas pela conjunção infreqüente de duas précondições:

- 1) uma acumulação de précondições para obtenção de lucros decorrentes de mudanças sociais e tecnológicas básicas, percebidas, mas ainda não exploradas.

- 2) um mercado de capitais em expansão com uma forte demanda por novos títulos.

Esta hipótese de conjunção, proposta como uma conjectura interessante e não como uma teoria científica, engloba elementos das teorias de "eficiência" e de "promoção de papéis". Ela afirma que, antes que qualquer hiperatividade de fusões possa ocorrer, é preciso que exista um número incomum de oportunidades de aumentar os lucros pela combinação de firmas independentes e uma forte demanda pública para os novos títulos criados nos processos de fusão. Como essas condições não coincidem no tempo de forma freqüente, a hiperatividade de fusão e aquisição é muito menos freqüente que os picos do mercado.

Essa hipótese rejeita a noção de que a obtenção de poder monopolístico seja um motivo importante para as "ondas". Provavelmente foi importante na 1ª onda de 1899, porque as leis antimonopolísticas não eram impostas então com vigor, porém desde a 1ª Guerra Mundial, a lei de Sherman, a Lei da Comissão Federal

de Comércio (Federal Trade Commission) e as Leis Antimonopólio estaduais proíbem a formação de combinações que ameacem criar um poder indevido sobre o mercado.

Por que a combinação da percepção pelos investidores, de um grande número de oportunidades de lucro pelo incremento do tamanho das empresas, com uma grande expansão dos mercados de capitais ocorre com pouca freqüência?

A idéia de que mudança é a única constante das sociedades modernas já é um clichê. Menos bem entendida é a diferença entre mudanças táticas (pequenas, superficiais) e estratégicas (significativas, estruturais). A maior parte das mudanças táticas se neutralizam umas às outras no correr do tempo, poucas se somam para criar mudanças estratégicas na estrutura da tecnologia e da sociedade. Estas não só levam anos para ocorrer, como há um hiato de tempo entre sua ocorrência e a percepção pelo público de que ocorreram. Muitas delas criam oportunidades de lucro pelo aumento das empresas. No otimismo generalizado de um boom do mercado, oportunidades não percebidas antes, ou oportunidades conhecidas mas antes não financiáveis, são aproveitadas. Dada a rapidez de comunicação nos mercados financeiros, estas percepções se multiplicam e se constituem num clímax. Wall Street entra numa fase de "loucura de fusões e aquisições". (Id., ib.)

Em seguida, esgotam-se as oportunidades e, em decorrência, as esperanças financeiras se desfazem. A atividade de fusões e aquisições cai tão depressa quanto subiu. Vários anos se passam antes que outras mudanças estruturais na tecnologia e na sociedade criem uma nova cesta de oportunidades de ganhos pelo aumento de escala. Quando esse novo reservatório de oportunidades se enche, e se torna um fato conhecido pela comunidade financeira e de negócios, a coincidência de um boom nos preços dos papéis, dispara uma nova onda de fusões e aquisições.

São ilustrativos os casos da General Electric Co. e da Westinghouse Electric and Manufacturing Corp. Seguem os números de aquisições de empresas realizados por essas empresas no período de 1895 a 1920:

FONTE	GE	Westinghouse
Nelson	11	8
Weston	9	5
Kemp	43	-
FTC	37	18

Note-se a discrepância entre os dados. De 1921 a 1940 a Ge realizou 124 aquisições. (Id., ib., p.53)

Ainda em Chandler e Tedlow, (Id. ib., p.758) são apresentados dados de aquisição de alguns grandes conglomerados dos Estados Unidos:

COMPANHIA	No. APROXIMADO DE AQUISIÇÕES 59-69
Bendix	16
Borg-Warner	03
Ingersoll-Rand	11
Gulf & Western	45
Lear-Siegler	50
Litton	80
Textron	55

Na indústria americana de laticínios, Mueller pesquisou os 6 maiores jornais do setor, de 1948 a 1954, e encontrou 1.061 aquisições. (Kemp, 1969, p. 56)

### Fusão e Aquisição no Brasil

No Brasil não houve significativos booms do mercado. Os que ocorreram na década de 60 e de 70 foram **minibooms**, que tiveram como efeito principal o crescimento absurdo dos índices P/L<sup>2</sup> (que atingiram valores superiores a 70) de um pequeno número de ações, tendo como consequência a fuga de capitais das

---

<sup>2</sup> Relação entre preço da ação e seu último lucro anual.

Bolsas brasileiras e a involução do mercado de colocação de ações via Bolsa.

De outro lado, sendo a economia brasileira predominantemente monopolística, as aquisições podem ter ocorrido dentro da "teoria do monopólio". Temos tido também mais do que a cota aceitável de mudanças estruturais na economia nos últimos 20 anos, porém as oportunidades parecem ter sido menos atraentes do que as ameaças foram assustadoras, criando uma atitude "conservadora" no empresariado e um amortecimento do espírito empreendedor.

As fusões e aquisições podem ser um mecanismo ativo e eficaz para o crescimento das empresas se, concomitantemente, não tivermos um decréscimo de concorrência e uma "promoção de papéis".

As fusões e incorporações representaram, em 1989, 200 operações e de janeiro a setembro de 1990, 121, contra apenas 36 em 1985, o que indica que o número de aquisições no Brasil já é respeitável, embora muito pequeno quando comparado ao americano. Ele ocorre em vários setores da Economia e em vários Estados. (Minadeo, s.d.)

Como se trata de fenômeno recente no Brasil, os volumes anteriores aos anos 80 eram muito pequenos. Não se podem reconhecer "ondas" como nos EUA, não se podendo também verificar a validade das hipóteses apresentadas por Chandler e Tedlow. (1985)

Outrossim não são feitas operações via Bolsa (com poucas exceções) e sim diretamente entre os interessados. Não se usa a emissão de ações como ferramenta operacional e o processo legal burocrático é extremamente trabalhoso.

Pode-se contudo identificar grupos que são bastante ativos, como aquisidores, como por exemplo:

Votorantin - com mais de 10 aquisições

Gerdau - com 17 aquisições

J. Macedo - cujo proprietário diz ter comprado 6 e ter fechado mais de 30 empresas (Gazeta Mercantil, 1989)

Odebrecht - com 4 aquisições

Caemi - adquiriu 2 e vendeu 5 companhias entre 1988 e 1991

Fenicia - com 7 aquisições

Bozano Simozen e Arbi - ambos atuando como holding de várias empresas e também na compra de posições minoritárias

Como as empresas citadas, com exceção da Fenicia, operam em mercados com altas barreiras de entrada e a maioria das aquisições reduziu o número de competidores, é provável a explicação pela Teoria Monopolística.

Além dos grupos financeiros (como Itaú, Bradesco, Bamerindus), que cresceram através de sucessivas incorporações e fusões e operam num mercado altamente regulado e de altas barreiras de entrada, encontramos também cerca de 60 casos de compra de concorrentes, destacando-se a compra pela Metaleve da Federal Mogul, sua principal concorrente, que passou a dominar 90% do mercado de bronzinas. Detectou-se, também, a entrada de grupos estrangeiros via aquisição de empresas brasileiras, e a saída de outros grupos estrangeiros pela venda de suas subsidiárias brasileiras.

### **O tamanho atual das empresas brasileiras**

Como Bethlem e Santos (op. cit, 1985) concluíram em seu estudo, as empresas brasileiras são muito pequenas, considerando-se o seu volume de vendas e comparando-o com o de firmas americanas. Algumas características das empresas e do

ambiente brasileiro devem ter limitado o seu crescimento<sup>3</sup>, como por exemplo:

1) ausência de mercado de capitais desenvolvido tanto para ações, como para empréstimos a longo prazo.

2) a "cultura familiar" das empresas. Sessenta por cento dos grandes grupos são de propriedade de um indivíduo, 90% de um indivíduo ou grupo pequeno de pessoas (Bethlem, 1990, cap. 10).

Essa cultura teme a "perda de controle" pelo crescimento.

O crescimento do mercado consumidor americano tornou imperioso o crescimento das empresas engajadas na competição por "faixas de mercado". A necessidade de volume de recursos para o financiamento desse crescimento mostrou-se maior que a capacidade financeira dos controladores, que tiveram que recorrer ao mercado de capitais mesmo se com isso perdessem o controle, porque a alternativa era serem aliçados do mercado. Para não perder totalmente o controle, os americanos criaram mecanismos como **voting agreements**, **trusts**, coalizações, eleições cumulativas de diretores etc.

No Brasil não ocorreu ainda um crescimento de mercados semelhante ao dos EUA, principalmente devido à má distribuição de renda, ou ao citado na NOTA1 da página anterior.

3) as políticas de empresas oligopolistas. Aumentar preços quando diminui a demanda; pouca preocupação com pesquisa e desenvolvimento de produtos.

---

<sup>3</sup> NOTA1: E talvez em decorrência, limitado o crescimento do nosso P.I.B. (menos de 10% do americano). É uma tese interessante atribuir-se a pequenez do nosso P.I.B. à pequenez das empresas e não o inverso, que parece ser a tese dominante.

4) o modelo de desenvolvimento pela "substituição de importações" (parcialmente responsável pelas políticas citadas em 3), que parece ter atuado como um limitador de ambições e inibidor de marketing, do refinamento dos métodos de produção e de perseguição de menores custos.

5) a atuação desastrada do Governo

a) pela manipulação incompetente dos mecanismos de controle econômico, principalmente no aspecto fiscal, na legislação do mercado de capitais e na das sociedades anônimas,

b) pelo encorajamento e estímulo por tempo muito longo ao modelo de substituição de importações.

c) no protecionismo (em parte decorrente de b), que criou uma mentalidade cartorial de reservas de mercado, fechamento das importações e subsídios, impedindo o desenvolvimento da concorrência,

d) pela atuação como empresário com disponibilidade de recursos infinita, desprezo total pela eficiência e produtividade e quase impossibilidade de falência.

e) pelos baixos investimentos em Educação e Pesquisa não criando uma massa de indivíduos competentes, e não expandindo a massa de conhecimentos existentes sobre a empresa e os negócios do Brasil.

As considerações feitas e os fatos citados nos levam a concluir que há muito a pesquisar. Como término desse trabalho, gostaríamos de sugerir algumas pesquisas, visando verificar:

1) se o tamanho das empresas brasileiras, em relação ao tamanho de sua economia, é semelhante ao das empresas americanas em relação à economia americana e ao de empresas de outros países em relação a suas economias<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> NOTA2: As comparações com os Estados Unidos são sempre mais fáceis pela abundância e acessibilidade de informações.

2) se o crescimento agregado das empresas brasileiras foi inferior ou superior ao da economia como um todo, o que indicará a importância relativa das empresas na economia brasileira. Poder-se-á também comparar os resultados com resultados obtidos em pesquisa semelhante em outros países.

3) se o crescimento das maiores empresas brasileiras no tempo foi inferior ou superior ao P.I.B. e se foi comparável ao crescimento relativo ao P.I.B. das empresas de outros países e se esse crescimento indica maior ou menor concentração industrial.

## BIBLIOGRAFIA

1. BETHLEM, A.S. Gerência à brasileira. São Paulo: McGraw Hill do Brasil, 1989. cap. 13, p. 197-207. A origem das empresas: os pioneiros.
2. \_\_\_\_\_. Tamanho das empresas brasileiras (sua relação com tipo de controle e ramo de negócio). Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, dez. 1986. 44p. (Relatório COPPEAD, 170)
3. \_\_\_\_\_. A validade das previsões econômicas no Brasil. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, jun. 1990. 15 p. (Relatório COPPEAD, 235)
4. \_\_\_\_\_; SANTOS, N.C. Análise comparativa do tamanho das empresas brasileiras e americanas. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, mar. 1985. 61p. (Relatório COPPEAD, 143)
5. CHANDLER, A.D. Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise. Cambridge, Mass.: MIT Press, 1962. 463 p.
6. \_\_\_\_\_. The visible hand: The managerial revolution in American business. Cambridge, Mass.: Belknap, 1977. 607p.
7. \_\_\_\_\_; TEDLOW, R.S. The coming of managerial capitalism. Homewood, Ill.: R.D. Irving, 1985. 877p.
8. KEMP, B.A. Understanding merger activity: assessing the structural effects of acquisitions. New York: New York Institute of Finance, 1969. 102p.
9. MINADEO, R. Aquisições de empresas: motivações estratégicas e casos nacionais. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, s.d. Dissertação de Mestrado a ser defendida.