

INFLUÊNCIA DAS FUSÕES E DAS AQUISIÇÕES SOBRE O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR DE ALIMENTOS, BEBIDAS E FUMO

Autoria

Hianca Aparecida Souza da Cunha
Contabilidade/Universidade Federal de São João del Rei

Paulo Henrique de Lima Siqueira
Administração/Universidade Federal de São João del Rei

Resumo

A partir dos anos 90, com a globalização, os processos de fusões e aquisições intensificaram e passaram a ser utilizados principalmente como estratégia de crescimento empresarial. Com isso, o objetivo desse estudo foi verificar a influência desses procedimentos no desempenho de empresas brasileiras do setor de alimentos, bebidas e fumo, identificando o desempenho financeiro depois de consolidada essas transações. Foram levantadas informações sobre receita de vendas, despesas de vendas, gerais e administrativas, retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre as vendas nos três anos antes e nos três anos depois da transação. Foi feita análise de Regressão Linear para verificar se o desempenho pós-fusão foi influenciado pela negociação ou se já havia uma tendência. Após selecionar aleatoriamente duas empresas do setor, observou-se que uma delas apresentou queda significativa dos índices de lucratividade após a fusão, e a outra companhia obteve sinergias positivas. Notou-se que nem sempre a queda ou o aumento dos índices foram explicados somente pela transação, mas também pela tendência apresentada pela companhia antes do procedimento em obter tal sinergia, ou ainda por outros fatores não identificados.

ÁREA TEMÁTICA: ESTRATEGIA

**INFLUÊNCIA DAS FUSÕES E DAS AQUISIÇÕES SOBRE O DESEMPENHO DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR DE ALIMENTOS, BEBIDAS E FUMO**

Resumo: A partir dos anos 90, com a globalização, os processos de fusões e aquisições intensificaram e passaram a ser utilizados principalmente como estratégia de crescimento empresarial. Com isso, o objetivo desse estudo foi verificar a influência desses procedimentos no desempenho de empresas brasileiras do setor de alimentos, bebidas e fumo, identificando o desempenho financeiro depois de consolidada essas transações. Foram levantadas informações sobre receita de vendas, despesas de vendas, gerais e administrativas, retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido e retorno sobre as vendas nos três anos antes e nos três anos depois da transação. Foi feita análise de Regressão Linear para verificar se o desempenho pós-fusão foi influenciado pela negociação ou se já havia uma tendência. Após selecionar aleatoriamente duas empresas do setor, observou-se que uma delas apresentou queda significativa dos índices de lucratividade após a fusão, e a outra companhia obteve sinergias positivas. Notou-se que nem sempre a queda ou o aumento dos índices foram explicados somente pela transação, mas também pela tendência apresentada pela companhia antes do procedimento em obter tal sinergia, ou ainda por outros fatores não identificados.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Desempenho.

Abstract: In the beginning of 1990 years, with the globalization, the merger and acquisition process has improvement and they are conducted as strategic business growth. So, the objective of this paper is to verify the influence of the merger and the acquisition in the performance on the food, drinks and smoke Brazilian enterprises, identifying the finance performance after theses strategies. Dates of the Sales Revenue (SR), Operating Expenses (OE), Sales Expenses (SE), General and Administrative Expenses (GAE), Net Income (NI), Return on Assets (ROA), Return on Net Equity (ROE), and Return on Sales (ROS). Data were divided into two periods, after and before merger and acquisition process. It was done linear regression analysis was performed to verify whether post-merger performance was influenced by trading or whether there was already a trend. After randomly selecting two companies in the industry, it was observed that one of them showed a significant fall in profitability indexes after the merger, and the other company had positive synergies. It was noted that not always the fall or increase of the indices was explained only by the transaction, but also by the tendency presented by the company before the procedure to obtain such synergy, or by other unidentified factors.

1. INTRODUÇÃO

A negociação de empresas é vista como uma excelente oportunidade para grandes ganhos de capital e outros aspectos, como cartela de clientes, ganhos de outros mercados. É feita uma combinação de negócios, por meio da qual uma empresa adquirente obtém o controle ou influência significativa de um ou mais negócios, independente da forma jurídica da operação. O principal motivo da intensificação destes procedimentos é a globalização ocorrida a partir dos anos 1990, que quebrou as fronteiras entre os mercados, estabelecendo a integração de mercados de diferentes países.

No Brasil, com a abertura comercial e a emancipação do Plano Real, que permitiram a estabilização da inflação e a entrada significativa de investimento estrangeiro direto (IED) em função das altas taxas de juros internas, o processo de fusões e aquisições também foi ganhando seu espaço em diversos setores. Entre os anos de 1994 a 2014, ocorreram 9.821 fusões e aquisições (KPMG, 2014). A taxa geométrica de crescimento (TGC)¹, entre 1994 e 2014, foi de 7,13% ao ano, significativa a 1%.

O setor de alimentos, bebidas e fumo se destaca nesse contexto ao utilizar esse tipo de negociação como importante ferramenta estratégica. Segundo dados da KPMG (2017), o setor está entre os que mais ocorrem F&A's, ocupando sempre os primeiros lugares. Além disso, é um dos que mais cresce no Brasil e no mundo, segue com ótimos resultados e a tendência é que continue aumentando seu dinamismo (VIVEIROS, 2015).

Firth (1980) afirma que os processos de fusões e aquisições são baseados na teoria da firma, em que há a procura pela maximização dos lucros empresariais, por meio de ganhos de rentabilidade, economias de escala, sinergias e procura de monopólio. Pasin et al. (2002) defendem que o fator-chave para o crescimento das empresas por meio de F&A é a aquisição de ativos intangíveis, como marcas e redes de fornecedores/ distribuidores.

Porém, estudos têm apontado que fusões e aquisições não necessariamente resultam no aumento da receita e da eficiência das empresas, podendo diminuir, dependendo das circunstâncias quando da realização da transação (KING et al., 2004; BANAL-ESTAÑOL et al., 2010; KWOKA; POLLITT, 2010; SHIM, 2011; SCHMIDT; DUCHIN, 2013; HALKOS et al., 2013; BRITO ET AL., 2013; KATO; SCHOENBERG, 2014; RAHMAN; LAMBKIN, 2015).

Diante disso, torna-se relevante verificar como estas negociações têm impactado o desempenho das empresas brasileiras. Neste intuito, o presente estudo objetiva verificar qual a influência dos procedimentos de fusões e aquisições em empresas brasileiras do setor de alimentos, bebidas e fumo. Especificamente, objetiva-se compreender aspectos gerais, vantagens e desvantagens das F&A's; analisar empresas do setor de alimentos, bebidas e fumo antes e após a transação; identificar se depois de consolidadas, as transações efetivamente geraram sinergias positivas; e verificar se o desempenho financeiro foi influenciado pelas negociações ou por uma tendência.

A indústria de alimentos e bebidas tradicionalmente apresenta especificidade setorial e própria dinâmica concorrencial. Geralmente, as transações ocorridas têm a diversificação ou verticalização de produtos industrializados como orientação estratégica, bem como a aquisição de marcas consolidadas no mercado. Outra característica é o constante direcionamento ao mercado interno, o que faz com que medidas de políticas econômicas ampliem a demanda, levando ao aquecimento do consumo (AOUN; VERDI; SATO, 2008).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

¹ Calculado, pelo autor, pelo antilog do estimador da regressão linear em que $\ln Y_t$ é o valor do logaritmo do número de fusões e aquisições e T variável tendência.

2.1 Fusões e Aquisições

As fusões e as aquisições têm sido cada vez mais utilizadas como estratégia de crescimento das empresas. De acordo com Weston et al. (2003), o incremento das fusões e aquisições, a partir da década de 1980, foi potencializado por algumas forças transformadoras, tais como mudanças tecnológicas que estimularam a comunicação e o transporte de bens, criando uma economia comercial globalizada; o crescimento da competitividade em função da desregulamentação de muitos setores, como aerolíneas, telecomunicações e serviços médicos; mudanças nos fatores relacionados com a eficiência das operações, como economias de escala, economias de escopo, complementaridade e a necessidade de se adequar a novas tecnologias; favoráveis condições econômicas e financeiras; tendências negativas em certas economias e indústrias; e diferenças significativas de riqueza e renda entre as empresas.

Uma firma pode crescer no mercado por meio dos investimentos na construção de novas unidades, o que é chamado de crescimento orgânico, ou através das fusões e aquisições. Há troca de ações ou dinheiro para compartilhar direitos e obrigações, ou as empresas são dissolvidas e os direitos e obrigações são combinados. Fusões são combinações de dois ou mais negócios, em que seus ativos são combinados para gerar uma nova firma. Já o processo de aquisição ocorre quando uma empresa adquire o controle acionário total ou parcial de outra. (CARLTON; PERLOFF, 1999; CERTO et al., 2005; SHEPHERD, 1999).

Para haver aquisição, há a necessidade de que existam proprietários de empresas que estejam dispostos a ofertá-las e empresas compradoras, que negociarão um preço que seja o mais vantajoso possível para ambos os negociadores. Sempre haverá empresas disponíveis para a venda no mercado, seja por motivos pessoais do proprietário, ou ainda por dificuldades financeiras e administrativas (PENROSE, 2006).

Banal-Estañol et al. (2010) observaram que, devido a fatores como inovações tecnológicas ou aumento da demanda, as fusões aumentam durante o período de crescimento econômico, pois os ganhos de eficiência são relativamente menos importantes e, portanto, as fusões de alto nível são relativamente similares às fusões de baixo nível. Assim, durante o período de crescimento econômico, a triagem dos melhores negócios de fusões é mais ineficiente. Por outro lado, nos períodos de baixa atividade econômica, as adquirentes, no seu processo de triagem, vão considerar pagar o menor valor possível do preço de reserva para adquirir a empresa alvo e, quanto maior esse preço, menos predispostas elas estarão em adquirir. Ao mesmo tempo, as empresas alvo utilizam relativamente mais táticas defensivas nos períodos de recessão, quando justamente as empresas adquirentes são mais cautelosas ou menos predispostas a comprar.

Partindo das hipóteses de que a qualidade das análises de alguma fusão individual decresce com o número de fusões devido aos limitados recursos dos analistas e dos investidores em avaliar a fusão e em serem menos precisos na análise de previsão, Schmidt e Duchin (2013) verificaram que o período de ondas de fusões é caracterizado por grande incerteza e pobre qualidade das análises, com uma volatilidade maior em aproximadamente 4,4 pontos percentuais e uma dispersão na previsão dos analistas de aproximadamente mais de 20,9%.

King et al. (2004), analisando diferentes jornais acadêmicos relevantes através da meta análise, identificaram que tanto as empresas adquirentes como as adquiridas obtinham retorno sobre a ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre as vendas (ROS) positivos no período da transação, com retorno das empresas adquiridas extremamente alto em relação ao das empresas compradoras, o que mostrou a existência de uma expectativa inicial positiva quanto à sinergia possível na transação. Entretanto, os retornos das compradoras nos períodos subsequentes se mostraram insignificantes ou negativos, ou seja, as sinergias antecipadas de aquisição não foram realizadas pelas empresas compradoras, possivelmente porque os investidores com participação acionária na empresa adquirida

vendiam suas ações porque, em média, caso as mantivessem, eles poderiam ter retornos negativos depois dos primeiros 22 dias da aquisição.

Esses autores concluíram depois de décadas de pesquisa que a atividade de fusão e aquisição, em média, não contribuiu positivamente com o desempenho da empresa compradora. Entretanto, apesar de uma aquisição poder não resultar num efeito positivo e significativo sobre o desempenho financeiro das empresas, ela é mais fácil de ser executada e com sucesso do que alternativas estratégicas para o crescimento e desenvolvimento do negócio, como crescimento orgânico, licenciamento ou alianças (KING et al, 2004).

Kwoka e Pollitt (2010), estudando o setor de energia elétrica americano, verificaram que as empresas compradoras não apresentavam eficiência superior à das empresas adquiridas nem houve ganho de eficiência para uma ou ambas as partes após a transação. Nos anos que antecederam à fusão, as companhias compradoras não apresentavam desempenho superior, em termos de custos operacionais, sendo, no máximo, semelhantes às empresas que não passaram por processo de fusão. Depois da fusão, as empresas adquiridas, que tinham uma eficiência superior, diminuíram sua eficiência em direção à normalidade, ou seja, as empresas compradoras, com eficiência mediana ou precária, estavam adquirindo empresas com desempenho superior, provocando a diminuição do desempenho dessas últimas. Esse estudo mostrou que os compradores, na pré-fusão, estavam 8,8 pontos abaixo do nível normal de eficiência nos anos estudados, enquanto as vendidas estavam 6,5 acima. Além disso, a eficiência no desempenho das adquiridas declinou depois da fusão e foram as compradoras as que mais se beneficiaram com a transação.

Estudando 45 fusões e aquisições de empresas americanas, Rahman e Lambkin (2015), comparando três anos depois com três anos antes da fusão, identificaram que as fusões e aquisições contribuíram com uma diminuição do retorno sobre as vendas nos três anos após fusão de 6,69%, estatisticamente significativo. Esses autores encontraram ainda que, apesar do crescimento das receitas de vendas atribuídas pelas fusões ter sido de US\$ 536,17 milhões nos três anos após a fusão, o crescimento das vendas também foi atribuído ao bom desempenho das empresas antes das fusões, ou seja, as empresas que já tinham um bom desempenho de vendas antes das fusões estiveram mais propensas a continuar com um bom desempenho depois das fusões. Quanto às despesas gerais e administrativas sobre as vendas, as fusões e aquisições tiveram um efeito estatístico significativo, com uma queda de 6,56% nos três anos depois das fusões, mas a tendência da pré-fusão teve uma significância estatística e uma forte influência no desempenho pós-fusão.

Esses autores concluíram, portanto, que a realização de benefícios é mais uma exceção do que regra. Um crescimento significativo nas receitas de vendas nos três anos após as fusões foi acompanhado por economia de custos de marketing, de vendas e de administração geral, mas não foi seguida por um aumento no retorno sobre as vendas.

Shim (2011), em um estudo nas seguradoras norte-americanas, usando o retorno sobre o ativo (ROA) e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), verificou que as fusões e aquisições estavam negativamente relacionadas com os índices financeiros, ou seja, diminuiu a taxa de lucratividade, e esses índices foram menores para firmas diversificadas do que para firmas com pouca diversificação.

Portanto, nota-se que pela sua complexidade, o processo de F&A's apresenta controvérsias, ora positiva, ora negativa. Entende-se que assim como qualquer outro procedimento, as fusões e aquisições são combinações de negócio que podem ser vantajosas em alguns casos, mas apresentam desvantagens em outros.

2.2 Vantagens e Desvantagens

Quanto às vantagens e às desvantagens no processo de fusões e aquisições para as empresas, Weston et al. (2003) descrevem que alguns autores argumentaram que fusões e

aquisições elevam o valor e a eficiência e movem recursos para o seu uso ótimo, incrementando, portanto, o valor das ações das empresas. Outros são céticos, dizendo que as empresas adquiridas já seriam eficientes e seu desempenho depois da aquisição não aumenta. Alguns ainda argumentam que os ganhos das ações simplesmente representam uma redistribuição para os trabalhadores e outros acionistas. Outra visão é a de que as fusões e aquisições são mecanismos de especulação que causam frenesi, como num cassino, gerando prejuízos indevidos que corroem o patrimônio, resultando num incremento da vulnerabilidade e instabilidade econômica.

Fahey e Randall (1999) afirmam que as empresas podem objetivar fazer fusões e aquisições para aproveitar excepcional oportunidade, como crescimento de mercado extremamente elevado; compensação das baixas taxas de crescimento do mercado atual; criação de um fluxo de lucros mais estável; reinvestimento do excesso de caixa em novas empresas para evitar a dupla tributação de dividendos; e exploração das sinergias positivas entre as empresas ou entre uma empresa e a matriz corporativa. Para esses autores, o objetivo mais racional seria o último, tomando cuidado, entretanto, de não deixar de considerar as sinergias negativas, exagerando na avaliação da sinergia positiva e menosprezando os desafios gerenciais na realização das sinergias potenciais.

Para Penrose (2006), quando considerada como a melhor alternativa para crescer, haverá uma tendência para que a fusão ou a aquisição venha a ocorrer. O crescimento se dará quando o custo para essa transação for menor do que o da expansão interna. Além disso, a empresa pode conquistar uma boa posição no mercado com menos esforços, adquirindo uma potencial equipe administrativa, uma força de trabalho e um quadro técnico com experiência, obtendo os serviços produtivos e os conhecimentos necessários para se estabelecer numa nova atividade. Caso haja mudanças na posição dos produtores existentes, como reduzir a concorrência, ou na distribuição do controle de determinados ativos produtivos, como direitos e patentes ou de suprimentos monopolizados de matérias-primas, a fusão ou a aquisição também poderia ser motivada.

As informações do ambiente e os incentivos gerenciais durante o período de ondas de fusões podem permitir uma elevação de fusões mal sucedidas. Especificamente, a falta de qualidade na análise das previsões e o elevado nível de incerteza durante o período de ondas de fusões podem reduzir o monitoramento externo. Além disso, nesse período os gerentes estão menos preocupados com as implicações desse processo na sua carreira, tornando-se mais ineficientes (BANAL-ESTAÑOL et al., 2010).

Iooty e Ebeling (2007) complementam afirmando que, embora a escolha de crescer via fusões e aquisições esteja relacionada à procura de recursos que a adquirente não dispõe, como por exemplo, o conhecimento de outra atividade produtiva, isto é feito com base nos recursos que ela possui, o que influenciará a direção do crescimento da negociação.

De acordo com o estudo de Kato e Schoenberg (2014) realizado com 18 clientes corporativos de uma grande empresa europeia e com os próprios administradores dessa empresa antes e depois do processo de fusão, houve uma queda no desempenho dos serviços prestados pela empresa; no atendimento às reclamações dos clientes; na qualidade no gerenciamento das contas; nas orientações aos consumidores; na satisfação dos empregados; na estabilidade dos empregados na empresa e na flexibilidade no atendimento aos clientes; e somente a extensão dos produtos e serviços oferecidos foi positiva.

Portanto, os executivos desempenham funções fundamentais nos processos. Esta importância é verificada na identificação de possíveis empresas a serem adquiridas, análise das variáveis e condições envolvidas na combinação de negócio, condução do processo, estabelecimento de regras, metas e resultados esperados. De certo modo, os executivos das empresas que passam por esses processos são grandes responsáveis pelo sucesso ou fracasso

do negócio, justamente por atuarem e conduzirem de forma decisiva (CAMARGOS; BARBOSA, 2009).

3. METODOLOGIA

O estudo procurou examinar as fusões e as aquisições realizadas no Brasil no setor de alimentos, bebidas e fumo, através de estudo de caso com duas empresas do ramo, para verificar a saúde financeira desses grupos após a consolidação do processo de fusões e aquisições, bem como o comportamento dessas transações nos últimos anos.

Foram levantadas informações sobre Receita de Vendas (RV), Despesas com Vendas (DV), Despesas Gerais e Administrativas (DGA), Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Retorno sobre as Vendas (RS) nos três anos antes e nos três anos depois da transação para verificar se ocorreram mudanças significativas nessas variáveis em função do processo de fusão ou aquisição. Em seguida, foi calculado o nível de significância da diferença entre as médias.

De acordo com o modelo de desempenho pós fusão (Figura 1) elaborado por Rahman e Lambkin (2015), após a realização da F&A, espera-se que haja crescimento das vendas pelo fato da companhia alcançar uma maior cobertura de mercado e aumentar seu portfólio de produtos, sendo isso acompanhado pela economia de custos devido ao aumento de sua escala, reduzindo gastos com marketing, vendas, despesas administrativas, e, conseqüentemente, espera-se como resultado da transação um aumento do retorno sobre as vendas.

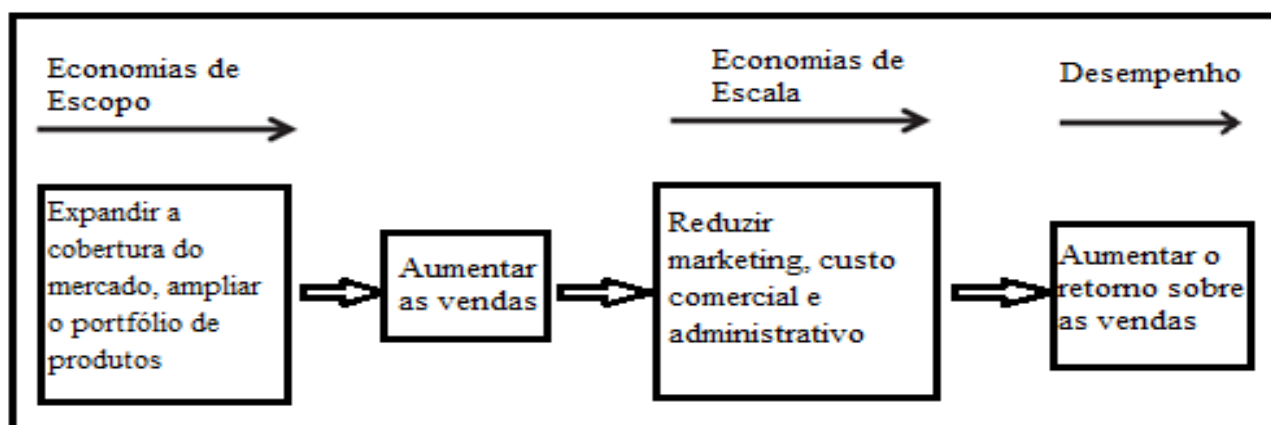


Figura 1. Modelo de desempenho pós-fusão
Fonte: Adaptado de Rahman e Lambkin (2015)

Para verificar se o desempenho depois da transação foi efetivamente afetado pelo processo ao invés de uma tendência, foi desenvolvida análise de regressão linear para RV, DV, DGA, ROA, ROE e RS, conforme estudo de Rahman e Lambkin (2015). Foram estimados seis modelos de Regressão Linear:

$$\begin{aligned}
 RV_{\text{depois}} &= \alpha + \beta.RV_{\text{antes}} + \varepsilon \\
 DV_{\text{depois}} &= \alpha + \beta.DV_{\text{antes}} + \varepsilon \\
 DGA_{\text{depois}} &= \alpha + \beta.DGA_{\text{antes}} + \varepsilon \\
 ROA_{\text{depois}} &= \alpha + \beta.ROA_{\text{antes}} + \varepsilon \\
 ROE_{\text{depois}} &= \alpha + \beta.ROE_{\text{antes}} + \varepsilon \\
 RS_{\text{depois}} &= \alpha + \beta.RS_{\text{antes}} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

O coeficiente de intercepto α mensura se a fusão ou a aquisição modificam o desempenho, ou seja, se o α for significativo, a fusão ou a aquisição tiveram um efeito significativo na variação do desempenho das variáveis (Quadro 1).

O coeficiente de inclinação β mensura se o comportamento do desempenho das variáveis depois da fusão ou da aquisição é provocado pelo comportamento antes da fusão ou da aquisição. Um β significativo mostra uma persistência no desempenho tanto antes quanto depois da fusão ou aquisição (Quadro 1).

Quadro 1 - Significado dos coeficientes de intercepto (α) e inclinação (β) nos modelos

Coeficiente	Significância	Origem do Desempenho
Intercepto (α)	Estatisticamente Significativo	Fusão/ Aquisição
Inclinação (β)	Estatisticamente Significativo	Tendência do desempenho pré- Fusão/Aquisição

Fonte: elaborado pelo autor com base no trabalho de Rahman e Lambkin (2015)

Todas as análises foram realizadas por meio da planilha eletrônica Excel e, posteriormente, transportadas para o software estatístico Bioestat, para fazer as análises de Regressão Linear.

As informações financeiras das empresas foram levantadas no site da BM&FBOVESPA, que divulga os resultados financeiros das empresas de capital aberto, ou seja, que negociam ações no mercado.

O Retorno sobre o Ativo – Return on Assets (ROA) – mostra o retorno produzido pelo total de aplicações realizadas pela empresa em seus ativos (ASSAF NETO, 2014). É calculado da seguinte forma:

$$ROA = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$$

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido – Return on Equity (ROE) – mede a taxa de retorno para os acionistas. Quanto maior o retorno, mais atrativa é a ação (GITMAN, 2001). É mensurado segundo a expressão:

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Este índice revela quanto os acionistas auferem de lucro para cada unidade monetária de recursos próprios investidos na empresa (ASSAF NETO, 2014).

O Retorno sobre as Vendas – (RS) - compara o resultado líquido (lucro ou prejuízo) às Receitas de Vendas. É muito vantajoso para uma firma manter as margens de lucro acima da média do setor e, se possível, demonstrar uma tendência de melhora (GITMAN, 2001). Calcula-se da seguinte forma:

$$RS = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita de Vendas}}$$

Este indicador mostra a eficiência de uma empresa em gerar lucro por meio de suas vendas, ou seja, expressa quanto foi ganho pela empresa para cada unidade monetária de venda realizada. (ASSAF NETO, 2014).

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

De acordo com dados da KPMG (2017) entre os anos 1997 a 2016, ocorreram grandes números de fusões e aquisições em diversos setores. Os 20 setores com maior número de transações nesse período estão estabelecidos no Quadro 2.

Desde a década de 90 a indústria de alimentos tem sido destaque no total de F&A's ocorridas no Brasil. Boa parte dessas transações teve a presença de capital estrangeiro por meio de investimento estrangeiro direto (IED). Esses investimentos se comportam como fonte de entrada de capitais; atuam no desenvolvimento de atividades de maior valor agregado;

possibilitam melhor participação no comércio internacional ao facilitar o acesso do país ao mercado externo; além de conferir maior dinamismo ao mercado interno (VIEGAS, 2006).

Na Figura 2 é possível verificar a evolução do número de F&A's no setor de Alimentos, Bebidas e Fumo.

Quadro 2 - Os 20 setores com maior número de transações de 1997 a 2016

Setor	Total
Tecnologia da Informação	1208
Alimentos, Bebidas e Fumo	856
Serviços para Empresas	547
Companhias Energéticas	542
Telecomunicações e Mídia	509
Instituições Financeiras	491
Publicidade e Editoras	424
Empresas de Internet	366
Petrolífero	360
Imobiliário	310
Metalurgia e Siderurgia	307
Seguros	295
Produtos Químicos e Petroquímicos	291
Produtos Químicos e Farmacêuticos	238
Transportes	231
Shopping Centers	228
Educação	227
Mineração	208
Eletroeletrônico	207
Lojas de Varejo	207

Fonte: KPMG (2017)

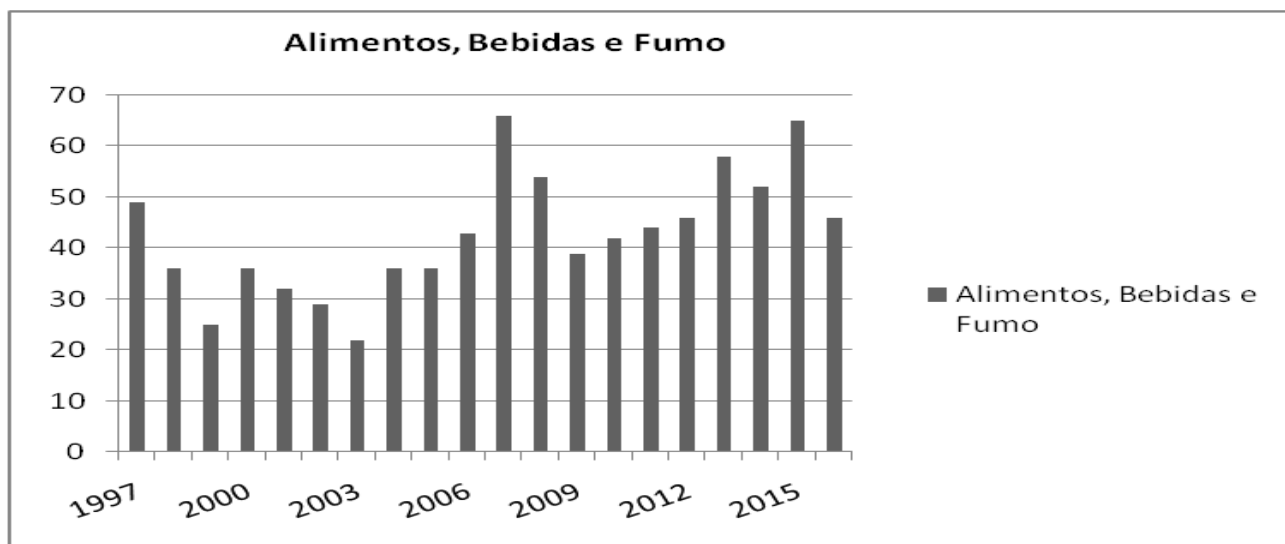


Figura 2. Fusões e Aquisições de 1997 a 2016 – Setor de Alimentos, Bebidas e Fumo

Fonte: KPMG, 2017

Para verificar a influência das fusões e das aquisições ocorridas no Brasil no setor de alimentos, bebidas e fumo, optou-se por analisar duas empresas pelo fato de que, dentro de um mesmo setor, podem ocorrer sinergias diretamente positivas ou negativas para ambas empresas, assim como as mudanças significativas podem ocorrer de forma inversa.

As empresas escolhidas, de forma aleatória, para análise foram BRF S.A. e JBS S.A. A associação entre Perdigão e Sadia para unificar as operações das companhias resultou na BRF – Brasil Foods S.A. A fusão foi firmada em maio de 2009. A empresa conta com mais de 30 marcas em seu portfólio, e seus produtos chegam a mais de 150 países (BRF, 2017). Já a JBS em 2013 adquiriu a Seara no Brasil, fortalecendo ainda mais a companhia no setor de alimentos, que passou a atuar também no segmento de alimentos industrializados. Com esse negócio, a JBS aumentou em 33% a capacidade diária de produção de aves, 30% a de suínos, 14% a de couro e 30% o número de colaboradores (JBS, 2017).

4.1 A BRF - Brasil Foods S.A.

Considerando-se as informações financeiras da BRF S.A., constatou-se que após a transação houve aumento da Receita de Vendas, assim como das Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas. Além disso, houve queda média em termos do ROA, ROE e RS, embora não tenha sido significativa (Tabela 1). O interessante é que tanto a tendência, representada pelo β , como a transação, representada pelo α , seriam responsáveis por essa queda nos índices financeiros (Tabela 2).

Tabela 1 - Médias, diferença entre médias e nível de significância da RV, das DV, das DGA, do ROA, do ROE e do RS antes e depois da transação da BRF S. A.

BRF						
	RV	DV	DGA	ROA	ROE	RS
Média: doze trimestres antes da transação	4.456.879	745.719	56.762	0,016	0,036	0,042
Média: doze trimestres depois da transação	7.593.219	1.084.406	109.869	0,014	0,018	0,039
Diferença entre médias	3.136.340	338.687	53.107	-0,002	-0,017	-0,003
Significância (Teste t bicaudal)	0,076814	0,259536	0,033576	0,4074	0,2926	0,8470

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da BM&FBOVESPA e calculado através da planilha eletrônica Excel

Tabela 2 - Resultados da análise de Regressão Linear

BRF				
Desempenho	Coefficiente de Intercepto (α)	Significância	Coefficiente de Intercepto (β)	Significância
RV	6712075,0263	0,0018	0,1977	0,4349
DV	162,7744	0,5048	0,2254	0,6436
DGA	96,5548	0,0014	0,2278	0,4002
ROA	0,00888621	0,0028	0,325925	0,0227
ROE	0,0133087	0,0031	0,136867	0,0201
RS	0,0302818	0,0042	0,200194	0,0798

Fonte: calculado pelos autor com o software estatístico Bioestat

A hipótese do modelo de desempenho pós-fusão de Rahman e Lambkin (2015), de que com a efetivação da transação a empresa aumenta suas receitas, neste caso pode ser comprovada, visto que o aumento da receita de vendas foi influenciado pela transação. Porém, as hipóteses de que isto seria acompanhado da redução das despesas e, conseqüentemente, do aumento do retorno sobre suas vendas podem ser rejeitadas, pois observou-se que, embora tenha elevado suas receitas, a empresa obteve maiores despesas, o que contribuiu para que o retorno sobre as vendas apresentasse uma queda pós-fusão. O aumento das despesas gerais e administrativas foi significativamente influenciado pela transação, mas o aumento das despesas de vendas não foi em decorrência do processo e nem provocado por uma tendência. Outros fatores aqui não identificados seriam os responsáveis por esse crescimento.

4.2 A JBS S.A

Por outro lado, a JBS apresentou crescimento nas médias dos índices, receita e despesas após a negociação (Tabela 3), sendo que o aumento das RV, DV, ROA e RS foram influenciados pela transação (Tabela 4). Nota-se, porém, que a elevação das DGA e do ROE não foi influenciada pelo procedimento nem por uma tendência. Outros fatores aqui não identificados seriam responsáveis por este resultado.

Mais uma vez as hipóteses de Rahman e Lambkin (2015) não foram completamente comprovadas, pois, neste caso, o aumento da RV e do RS ocorreu em virtude da transação, mas não houve diminuição das DV e DGA.

Tabela 3- Médias, diferença entre médias e nível de significância da RV, das DV, das DGA, do ROA, do ROE e do RS antes e depois da transação da JBS S.A.

JBS						
	RV	DV	DGA	ROA	ROE	RS
Média: doze trimestres antes da transação	26.408.146	745.719	729.454	0.012	0.001	0.000
Média: doze trimestres depois da transação	55.009.663	1.084.406	1.432.309	0.021	0.024	0.019
Diferença entre médias	28.601.518	338.687	702.855	0.009	0.024	0.019
Significância (Teste t bicaudal)	0,0025045	0,259536	0,032156	0.0019	0.1532	0.1239

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da BM&FBOVESPA e calculado através da planilha eletrônica Excel

Tabela 4 - Resultados da análise de regressão

JBS				
Desempenho	Coefficiente de Intercepto (α)	Significância	Coefficiente de Intercepto (β)	Significância
RV	39,0414	0,0529	0,5978	0,3574
DV	2,9928	<0,0001	-0,0026	0,0896
DGA	290,4317	0,3911	0,1799	0,7212
ROA	0,0180610	0,0572	0,267746	0,6934
ROE	0,0246464	0,1451	-0,364656	0,8037
RS	0,0188640	0,0951	-0,313641	0,6795

Fonte: calculado pelo autor com o software estatístico Bioestat

Neste caso, dentro do mesmo setor houve transação que resultou em sinergia positiva e outra negativa. As F&A's nem sempre garantem eficiência para as empresas, visto que muitas vezes essas estratégias são utilizadas para agregar competitividade no mercado externo. Além disso, é relevante que haja um acompanhamento de análise criteriosa quanto à viabilidade do negócio, destacando as possíveis sinergias (SIQUEIRA, 2014).

5. Considerações Finais

A partir dos anos 90, com a globalização, os processos de fusões e aquisições envolvendo grandes empresas passaram a ser comuns no mercado. Estas transações são utilizadas principalmente como estratégias de crescimento empresarial para obtenção de vantagem competitiva, além de eliminar de imediato uma concorrente.

Este estudo teve por objetivo verificar a influência dos procedimentos de fusões e aquisições em empresas brasileiras do setor de alimentos, bebidas e fumo. Constatou-se que nem sempre as F&A's influenciam positivamente o desempenho das empresas após a transação assim como nem sempre influenciam negativamente. Ou seja, não há uma regra única para o desempenho que uma organização que passa por esse tipo de negociação apresentará após a consolidação do processo. Além disso, ainda há a possibilidade de a transação não influenciar o desempenho devido à tendência que a empresa já apresentava

antes do processo, ou ainda devido a outros fatores que, neste trabalho, não foram identificados.

Ao analisar empresas do setor de alimentos, bebidas e fumo observou-se que a BRF e a JBS, embora estivessem dentro de um mesmo setor, apresentaram sinergias opostas. Em termos de ROA, ROE e RS, a transação influenciou negativamente os índices financeiros da BRF, além de já haver uma tendência pré-fusão em perda de eficiência. A JBS, de modo geral, obteve retornos significativos, influenciados pela negociação.

Neste caso, observou-se que é possível que uma mesma estratégia de expansão do negócio traga sinergias diferentes para as empresas, o que corrobora os estudos de autores como King et al., 2004; Banal-Estañol et al., 2010; Kwoka; Pollitt, 2010; Shim, 2011; Schmidt; Duchin, 2013; Halkos et al., 2013; Brito et al., 2013; Kato; Schoenberg, 2014; e Rahman; Rambkin, 2015, pois comprova que fusões e aquisições nem sempre aumentam a eficiência das companhias, mas também podem afetá-las negativamente.

A atividade de fusão e aquisição é complexa. Há um grande desafio para os gestores em analisar quais seriam os fatores que poderiam resultar em transações mais eficientes, evitando resultados negativos no período pós-fusão, pois em muitas das vezes há excesso de expectativa em obter sinergias positivas, que as sinergias negativas não são consideradas, e ao serem constatadas, podem resultar no insucesso do negócio.

Os resultados deste trabalho levam ao entendimento de que toda e qualquer estratégia de crescimento deve ser cuidadosamente analisada antes de ser executada, para garantir que a empresa possa conquistar os resultados esperados.

Para futuros estudos, sugere-se uma análise da condução do processo de consolidação dessas transações de fusões e aquisições para saber de que maneira esse processo pode ter contribuído para os resultados apresentados nesse trabalho.

REFERÊNCIAS

- AOUN,S.; VERDI,A.R.; SATO, G.S. Dinâmica das fusões e aquisições no investimento direto estrangeiro: especificidade da indústria de alimentos e bebidas no Brasil, 1996-2006. **Informações Econômicas**, SP, v. 38, n. 3, Mar. 2008.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- BANAL-ESTAÑOL, A. Screening and merger activity. **The Journal of Industrial Economics**, Oxford, v. 58, n. 4, p. 794-817, Dec. 2010.
- BM&FBOVESPA. Bolsa de Mercadorias e Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br> > Acesso em: 02 de abril de 2017.
- BRASIL FOODS – BRF. Disponível em <<https://www.brf-global.com/brasil/sobre-brf/quem-somos-nossa-historia>>. Acesso em: 20 de fevereiro 2017
- BRITO, D.; PEREIRA, P.; RAMALHO, J. J. S. Mergers, coordinated effects and efficiency in the Portuguese non-life insurance industry. **International Journal of Industrial Organization**. 31, 2013, 554-568.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de empresas**. São Paulo, v. 49. Abril/ Junho 2009.
- CARLTON, D. W.; PERLOFF, J. M. **Modern industrial organization**. 3th ed. New York: Addison Wesley Longman, 1999. 780 p.
- CERTO, S. et al. **Administração estratégica: planejamento e implantação da estratégia**. 2. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2005.
- FAHEY, L.; RANDALL, R. M. **MBA curso prático: administração estratégica**. Rio de Janeiro: Campos, 1999.

- FIRTH, Michael. Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 94, n. 2, p. 235-260, mar. 1980.
- GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira Essencial** Porto Alegre: Bookman, 2001.
- HALKOS, G. E.; TZEREMES, N. G. Estimating the degree of operating efficiency gains from a potential bank merger and acquisition: A DEA bootstrapped approach. **Journal of Banking & Finance**. 37 (2013) 1658–1668
- IOOTTY, Mariana; EBELING, Francisco. Coerência corporativa e diversificação via fusões e aquisições: um exame para empresas líderes da indústria manufatureira norte-americana nos anos 90. **Nova Economia**. Belo Horizonte, v. 17. Set/ Dez. 2007
- JBS. Disponível em < <http://jbs.com.br/sobre/historia/>>. Acesso em: 20 de fevereiro 2017
- KATO, J. K, SCHOENBERG, R.. The impact of post-merger integration on the customer-supplier relationship. **Industrial Marketing Management**. 43 (2014) 335–345
- KING, David R.; DALTON, Dan R.; DAILY, C. M.; COVIN, J. G. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. **Strategic Management Journal** 25: 187–200 (2004).
- KPMG CORPORATE FINANCE. **Fusões e aquisições 2016 – 4º trimestre**. Disponível em: < <https://home.kpmg.com/br/pt/home/insights/2017/03/fusoes-e-aquisicoes-2016-4o-trimestre.html>>. Acesso em: 03 novembro de 2017.
- _____. **Pesquisa de fusões e aquisições 4 trimestre 2014: espelho das transações realizadas no Brasil**. Disponível em: <kpmg.com.br/BR>. Acesso em: 03 abr. 2016.
- KWOKA, J.; POLLITT, M. Do mergers improve efficiency? Evidence from restructuring the US electric power sector. **International Journal of Industrial Organization**, Amsterdam, v. 28, p. 645–656, 2010.
- PASIN, R. M.; et al. **Fusões e aquisições na indústria de alimentos do Brasil: um estudo sobre a gestão financeira das empresas**. Disponível em: <http://www.cepefin.com.br/publicados_pdf/fusoes_e_aquisicoes_na_industria_de_alimentos_do_brasil_enanpad_2002.pdf> Acesso em: 03 nov. 2017
- PENROSE, E. **A teoria do crescimento da firma**. Campinas: Unicamp, 2006. 398 p.
- RAHMAN, M.; LAMBKIN, M. Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. **Industrial Marketing Management**. 46, 2015. 24-35
- SCHMIDT, B.; DUCHIN, R. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. **Journal of Financial Economics**. 107 (2013) 69–88.
- SHEPHERD, W. G. **The economics of industrial organization**. New York: Waveland, 1999.
- SHIM, J. Mergers & Aquisitions, diversification and performance in the U.S. property-liability insurance industry. **Journal of Financial Services Research**, New York, v. 39, p. 119-144, 2011.
- SHIM, J.; OKAMURO, H. Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms. **Journal of Banking and Finance**, Amsterdam, v. 35, p. 193-203, 2011.
- SIQUEIRA, P. H. L. A concentração de mercado na agroindústria de carne e implicações no desempenho das empresas. **52 Congresso da Sociedade Brasileira de Administração, Economia e Sociologia Rural - Sober**, Goiânia, 2014.
- VIEGAS, C.A.S. **Fusões e aquisições na indústria de alimentos e bebidas do Brasil: análises dos efeitos nos preços aos consumidor**. São Paulo: Universidade de São Paulo, Faculdade de Ecomia, Administração e Contabilidade, 2006.
- VIVEIROS, Ricardo. **Setor de alimentos e bebidas cresce em fusões e aquisições**. Disponível em: < http://www.abia.org.br/vsn/tmp_2.aspx?id=3> Acesso em: 20 de fevereiro de 2017.

WESTON, J. F.; MICHELL, M. L.; MULHERIN, J. H. **Takeovers, restructuring, and corporate governance.** 4th ed. Upper Saddle River: Pearson Education, 2003.