Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Rafael da Rosa Vignoli

FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS NO SETOR DE CONSUMO NÃO CÍCLICO: CRIAÇÃO DE VALOR E SINERGIAS OPERACIONAIS

São Paulo
2011

Rafael da Rosa Vignoli

Fusões e Aquisições de empresas brasileiras no setor consumo não cíclico: criação de valor e sinergias operacionais

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial da disciplina de Monografia I do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador:
Prof. Dr. Henrique Machado Barros – Insper

São Paulo
2011

Fusões e Aquisições de empresas brasileiras no setor consumo não cíclico: criação de valor e sinergias operacionais

Monografia apresentada à Faculdade de Economia do Insper, como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Economia.

EXAMINADORES

Prof.ª Henrique Barros
Orientador

Prof. Adriana Bruscato
Examinador

Prof. Sergio Jurandyr
Examinador

Á minha família e principalmente ao meu pai.

Resumo

Vignoli, Rafael. Fusões e Aquisições de empresas brasileiras no setor consumo não cíclico: criação de valor e sinergias operacionais. São Paulo, 2011. Monografia - Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Resumo: O objetivo deste trabalho foi analisar se as fusões e aquisições de empresas brasileiras no setor de consumo não cíclico resultaram em sinergias operacionais e criaram valor para os acionistas. Desta forma, analisaram-se os dados trimestrais de 10 processos de F&A's ocorridos entre janeiro de 2002 e dezembro de 2008. As F&A's analisadas nesta monografia obtiveram como resultado ganhos de sinergias operacionais e ganhos de valor ao acionista.

Palavras-chave: 1. Fusões e Aquisições 2. Sinergias Operacionais 3. Criação de Valor

Abstract

Vignoli, Rafael. Merger and Acquisitions in Brazilian companies in the Consumer Non Cyclical sector: Value Creation and Operating Synergies. São Paulo, 2011. Monograph - Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Abstract: The aim of this study was to examine whether mergers and acquisitions of Brazilian companies in the Consumer Non Cyclical sector have resulted in operational synergies and created value for shareholders. Thus, it was analyzed quarterly data from 10 cases of M & A's that occurred between January 2002 and December 2008. The Mergers & Acquisitions studied resulted in operating synergies and maximization of shareholder's wealth.

Keywords: 1. Mergers and Acquisitions 2. Operating Synergies 3. Value Creation

Sumário

1. Introdução 7

2. Revisão da Literatura 9

3. Método. 11

4. Resultados Observados. 14

5. Considerações Finais. 17

6. Bibliografia. 19

7. Apêndice A – Resumo Transações em Análise. 20

8. Apêndice B – Resumo Variáveis Calculadas para cada empresa. 25

9. Apêndice C - Testes Estatísticos. 28

1 Introdução

As operações de fusões e aquisições (F&A) são intrínsecas ao ambiente capitalista e, no Brasil, tais transações têm crescido significativamente nas últimas décadas. De acordo com a auditoria da consultoria KPMG, foram realizadas 726 operações de F&A no país em 2010, o que supera o recorde de 699 operações do gênero realizadas em 2007 e representa um aumento de 60% em relação ao ano de 2009. Ainda de acordo com a pesquisa, o setor de consumo não cíclico, que abrange indústrias como a de alimentos e bebidas, higiene e limpeza, tabaco, cosméticos, entre outros, obtiveram um volume de 78 transações em 2010, sendo que apenas as indústrias de alimentos, bebidas e fumo tiveram 42 transações, ficando atrás apenas do setor de tecnologia de informação, demonstrando sua relevância no que se refere a fusões e aquisições no país.

Tais operações se dão em um ambiente extremamente competitivo e complexo, e trata-se de uma das atividades empresariais mais impactantes no meio corporativo, cujo desdobramentos empíricos carecem de teorias no meio acadêmico. Ou seja, há ainda um grande espaço a se desenvolver no que diz respeito ao arcabouço teórico sistematizado sobre o assunto, como é observado por Camargo e Barbosa (2008). Dessa forma, apesar da crescente relevância que o tema tem alcançado, academicamente o assunto ainda está em construção, carecendo de um teoria geral que lhe sirva de suporte, necessitando, assim, tanto de estudos teóricos quanto empíricos.

Dentro deste contexto, estudam-se alguns dos aspectos relevantes sobre tais transações como a criação de valor ao acionista e dos ganhos de sinergias operacionais, que são foco desta monografia. Os resultados dos trabalhos pesquisados à respeito do assunto tem se mostrado inconclusivos, o que demonstra uma falta de consenso entre os estudiosos do tema. Para Barney (1988), por exemplo, a criação de valor ao acionista só acontece quando as companhias envolvidas conseguem dobrar as sinergias e fluxo de caixas oriundos da expectativa de união das empresas. Já Jensen e Ruback (1983), defendem que, na verdade, o que importa sob o aspecto de criação de valor ao acionista é a possibilidade de acesso à recursos de financiamento que não seriam viáveis caso não houvesse a operação de F&A. Ou seja, as fontes de recursos é que são a variável relevante. Por outro lado, como apontam Capron e Pistre (2002), o cerne da questão talvez esteja para qual das empresas, a compradora ou a adquirida, os recursos foram direcionados. Eles constatam que há retornos anormais quando a empresa comprada transfere recursos para a sua adquirida, mas que o inverso já não é observado.

Dessa forma, em virtude da falta de evidências empíricas sobre os resultados de tais transações e da crescente importância que o Brasil vem desempenhando em F&A, em especial no setor de varejo e consumo, torna-se relevante o presente estudo. O setor em análise neste trabalho, além de ter crescido vertiginosamente com a inclusão social e aumento do poder de compra da população em geral, tem apresentado um grande número de F&A, como citado anteriormente. Assim, espera-se que este trabalho forneça evidências empíricas sobre os resultados das F&A.

A proposta desta monografia é avaliar se o impacto das F&A de empresas brasileiras do setor de bens de consumo e varejo foi positivo ou não sob a ótica de criação de valor ao acionista e ganhos de sinergias operacionais. Ou seja, este trabalho tentará responder se as sinergias realmente existiram nestes processos e se houve ganho para o acionista. Para tal, utilizou-se o Q de Tobin (QT) e a relação Valor de Mercado/Valor Patrimonial (VM/VP) para medir a criação de valor e a Margem EBIT e Lucro antes dos Juros, Imposto de Renda, Depreciação e Amortização (LAJIDA) para se mensurar as sinergias operacionais. Tais variáveis serão melhores explicadas na apresentação do método.

Segue na próxima seção a revisão da literatura e posteriormente a apresentação do método utilizado.

2 Revisão da Literatura

De acordo com Gitman (1997), uma *fusão* se caracteriza quando duas ou mais empresas são combinadas e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas. Já uma *aquisição* ocorre com a compra de um número suficiente de participações de ações, que pode ser hostil ou amigável.

De uma maneira geral, as operações de fusões e aquisições são uma opção atraente que servem como estratégia de crescimento para as empresas, o que permite uma rápida expansão, com o consequente aumento da participação de mercado, bem como o recebimento de recursos relevantes que poderão ser utilizados para novos investimentos. Dessa forma, o que se observa é que as empresas que participam de processos de F&A sofrem reestruturações corporativas que potencialmente geram grande impacto a todos que estão de alguma forma ligados às empresas, sejam eles donos de alguma participação nas companhias ou funcionários empregados por elas.

Segundo Ross (1995), o tema fusões e aquisições é um dos mais controversos na história da administração. Os resultados obtidos nesse campo de pesquisa são em geral inconclusivos e muitas vezes contraditórios. Kloeckner (1994) também salienta que a atividade de F&A é ainda um arcabouço teórico em construção e que ainda não está totalmente assimilado e condensado numa teoria geral que lhe sirva de suporte. Portanto, nota-se que não há ainda um consenso sobre consequências reais de processos deste gênero.

Apesar da carência de teorias que dão sustentação ao assunto, a teoria de eficiência parece ser a mais comentada entre os trabalhos na área. Ela sustenta, de acordo com Ross (1995), que as fusões e aquisições são formas de elevar a performance da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia entre as empresas envolvidas, aumentando, assim, a eficiência da economia como um todo. Porém, em muitos casos, não é isso o que se observa.

Uma das razões para isso está ligada à própria natureza do processo. Por envolver muitos fatores, não apenas inerentes à negociação das partes, mas também à conjuntura econômica do momento, as operações de F&A envolvem um elevado grau de risco, ou seja, uma grande volatilidade de resultados esperados. E é isso o que se observa em processos de F&A, que em muitos casos geram resultados inesperados que acabam por frustrar as expectativas dos agentes envolvidos na operação.

Outro ponto relevante diz respeito à análise que busca elucidar os desdobramentos de tais operações. Há divergências no que diz respeito a um consenso de qual a melhor ou melhores maneiras de se chegar a resultados satisfatórios. Os principais pontos técnicos desta

dificuldade referem-se a qual tamanho da amostra utilizar, em qual período analisar (curto, médio ou longo prazos), quais métricas de desempenho são mais apropriadas e, principalmente, como avaliar apenas o efeito da F&A isoladamente. Isso será melhor abordado na parte de metodologia deste trabalho.

Porém, vale ressaltar que tais dificuldades não inviabilizam as conclusões advindas das pesquisas, desde que se deixe claro a linha de trabalho desenvolvida assim como o que se pretende com o estudo e de que forma se espera que possa contribuir para o campo de pesquisa.

Assim, o que observa-se nos resultados empíricos realizados sobre a atividade de F&A disponíveis é (apud Camargo e Barbosa, 2008):

1) Caso a operação seja bem sucedida, os acionistas das empresas compradas obtêm ganhos substanciais no curto prazo, sendo estes ganhos maiores em ofertas de compras do que em fusões;
2) Já para os acionistas das empresas compradoras, os ganhos são relativamente pequenos, algo em torno de 4%;
3) A taxa de retorno é negativa para os acionistas de empresas que são alvo de operações malsucedidas de fusão; e
4) A rentabilidade média geral para os acionistas em ofertas de compra e em fusões malsucedidas é igual.

Portanto, é nessa perspectiva que se torna necessário mais estudo dos processos de F&A, principalmente no Brasil, que tem se tornado um grande centro mundial de processos deste gênero.

3 Método

O objetivo central deste trabalho é descrever o impacto das fusões e aquisições sobre o desempenho operacional das empresas escolhidas e seu respectivo desempenho na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). A pesquisa é do tipo descritiva e se baseia em dados secundários. Para a análise dos dados, utilizou-se da técnica de pesquisa ex-post-facto, uma vez que não há como o pesquisador interferir sobre as variáveis analisadas, já que os fatos ocorreram no passado, como é utilizado pó Cooper e Schindler (2003).

As unidades de análise foram empresas de capital aberto, listadas na Bovespa, que passaram por processos de F&A entre janeiro de 2002 (primeiro trimestre) e dezembro de 2008 (quarto trimestre), e as unidades de observação foram os demonstrativos financeiros das empresas pesquisadas e a cotação de suas ações no mercado, dados esses obtidos por meio do software financeiro Economática e por meio dos próprios demonstrativos das empresas em questão.

Dado que a maior parte das empresas envolvidas em tais transações são empresas de capital fechado (não disponibilizam seus demonstrativos financeiros) ou que apenas abriram capital nos anos posteriores às transações, impossibilitando assim o acesso aos dados necessários, a amostra deste trabalho limitou-se a 10 transações, dentro de um universo total de 98 transações, ocorridas no período em análise, de acordo com a Bloomberg. Vale ressaltar que as transações escolhidas para a análise estão entre as maiores do setor em que se encontram e, em alguns casos, entre as maiores do país.

No cálculo das variáveis foram utilizados dados trimestrais das empresas. Como se pretende analisar o impacto da F&A sobre a riqueza dos acionistas de determinada empresa e não da companhia e suas coligadas como um todo, foram utilizados dados não consolidados. A análise destes dados é também do tipo *cross-section*, já que possui um mesmo conjunto de empresas brasileiras de capital aberto analisadas em um período restrito de tempo de 7 anos.

A análise das variáveis foi feita comparando-se a média das variáveis de cada companhia nos períodos anteriores e posteriores à divulgação das transações de F&A, período esse correspondente a 2 anos, ou seja, oito trimestres anteriores e posteriores ao anúncio da transação. Tal metodologia é utilizada por Rocha, Iootty e Ferraz (2001) e também por Camargo e Barbosa (2008). Tal método utiliza como ferramenta estatística o teste de Wilcoxon. Este é um teste não-paramétrico ou livre de distribuição, baseado nos postos dos valores obtidos quando combinamos duas amostras. O teste é explicado no apêndice.

A fórmula matemática para o cálculo de comparação das médias das variáveis é a seguinte:

$$\sum_{t=-8}^{-1} \bar{X}_t$$

para os oito trimestres anteriores e

$$\sum_{t=+1}^{+8} \bar{X}_t$$

para os oito trimestres posteriores. Sendo que :

$\bar{X}_t$ é o valor médio da variável analisada no período *t* (+1 a +8 trimestres posteriores e -8 a -1 trimestres anteriores ao evento).

Variáveis utilizadas

O foco deste trabalho é a análise dos índices de sinergia e de criação de valor ao acionista. Para tanto, são apresentadas as medidas escolhidas.

Em relação aos ganhos de sinergias operacionais, foram escolhidas a Margem EBIT e o LAJIDA ou EBITDA (Silveira, 2004). Tais variáveis são determinadas segundo as seguintes fórmulas:

$$Margem\ EBIT = \frac{lucro\ operacional(ebit)}{vendas\ líquidas}$$

$$LAJIDA = \text{LAIR} + \text{Deprec. e Amortização} - \text{Resultado Financeiro Líquido}$$

A Margem EBIT representa uma métrica de controle da estrutura de gastos (custos + despesas) da empresa (desempenho operacional). Ou seja, o intuito com esta variável é analisar se houve queda na margem EBIT, o que indicaria um melhor gerenciamento de custos por parte da empresa, indicando ganho de sinergias operacionais.

Já o índice LAJIDA representa a geração operacional de caixa da companhia. Visa refletir o quanto a empresa gera de recursos apenas em sua atividade principal, sem levar em consideração os efeitos financeiros (qualidade do crédito tomado e rentabilidade de investimentos financeiros) e de impostos (aspectos regulatórios e enquadramentos tributários). É um importante indicador para avaliar a qualidade operacional da empresa.

Para a variável criação de valor ao acionista, foram escolhidos o Q de Tobin, cujo embasamento teórico é encontrado em Chung e Pruitt (1994) e Fama e Barros (2000), e a relação VM/VP (Helfert, 1998). As fórmulas encontram-se abaixo:

$$QT = \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$$

$$VM/VP = \frac{VMAO + VMAP}{PL}$$

Em que VMAO = valor de mercado das ações ordinárias; VMAP = valor de mercado das ações preferenciais; DVIT = valor contábil da dívida total, definida por passivo circulante mais exigível de longo prazo mais estoques menos ativos circulantes; AT = ativo total da empresa; VM = valor de mercado; e PL = Patrimônio Líquido

O Q de Tobin serve como uma boa estimativa dos ativos intangíveis da empresa (mercado, qualidade da administração e oportunidades de investimento). Logo, ao se medir esta variável para as empresas antes e depois do processo de F&A, tem-se uma boa perspectiva do valor agregado ao acionista.

A relação VM/VP é um indicador de valor agregado da companhia. Demonstra a percepção do mercado relativo aos ganhos gerados por um empreendimento como uma aquisição ou fusão, por exemplo. Quanto maior for a razão, maior é a perspectiva de geração de valor por parte da companhia.

Testes estatísticos utilizados

Após observar que nenhuma das variáveis descritas na seção anterior apresentavam distribuição normal, segundo o teste JB realizado, foi necessária a utilização do Teste do Posto Sinalizado de Wilcoxon. Esses são testes não paramétricos que podem ser usados como

alternativa ao teste T de Student, quando há o caso da amostra não seguir uma distribuição normal, conforme foi observado (Bussab e Morettin, 2005).

É testada a hipótese nula de que não houve diferença nos postos, ou seja, que a transação de F&A não tem efeito para a empresa sob o aspecto de ganho de sinergia operacional e de valor ao acionista, contra a hipótese alternativa de que a média após evento de F&A é superior. Os resultados dos testes para cada variável assim como seu cálculo são demonstrados no Apêndice C – Testes Estatísticos.

4 Resultados observados

Análise Geral dos dados obtidos

A coleta de dados relativos às transações de Fusões e Aquisições (F&A) deste trabalho foram coletados via a base de dados da Economática e da Bloomberg, num período que se estende de janeiro de 2002 a dezembro de 2008.

A pesquisa das transações do setor de consumo não cíclico no Brasil, que neste trabalho corresponde às indústrias de alimentos e bebidas, higiene e limpeza, tabaco, cosméticos e medicamentos, no período correspondente, resultou num total de 98 transações, totalizando um volume de 29,76 bilhões de dólares, de acordo com a Bloomberg. O volume médio das transações das empresas dentro do período em questão foi de 372,04 milhões de dólares, sendo um prêmio médio pago de 11,85% .

A maior transação realizada foi a que envolveu a compra da Labatt North / South American Company (EUA) pela brasileira Cia de Bebidas das Américas (Ambev), no setor de cervejaria, no ano de 2004 (data divulgação: 03/03/04). O valor negociado da operação foi de US$ 7,14 bilhões, valor este bem acima da média de US$ 372,04 milhões.

Em relação à empresa que mais realizou aquisições no período novamente a Ambev ganha destaque. A cervejaria realizou um total de 12 aquisições no período, o correspondente a US$ 10,40 bilhões, se somados os valores totais das transações. Por estas transações a Ambev pagou em média um prêmio de 13,67%, um prêmio abaixo do observado em relação à média da população.

A tabela abaixo resume algumas informações relevantes sobre as operações de F&A dentro do período em análise:

Indústria	
Principais Compradores	US$
Cervejarias	19,03B
Alimentos	8,16B
Higiene e Limpeza	777,77M
Bebidas não alcoólicas	475,25M
Outros	378,00M
Principais Alvos	
Cervejarias	14,95B
Alimentos	6,08B
Medicamentos	793,39M
Outros	5,41B

Empresas selecionadas

A tabela abaixo mostra as transações escolhidas para a análise neste trabalho, conforme os critérios já explicados:

Data de anúncio	Empresa-alvo	Nome do comprador	Valor total anunciado (US$ milhões)
03/03/2004	Labatt North/South American	Cia de Bebidas das Americas	5879,86
23/12/2007	Quilmes Industrial SA	Cia de Bebidas das Américas	154,9
05/10/2007	Swift & Co	JBS SA	1400
23/06/2008	Multiple targets	Marfrig	680
04/08/008	BomGosto	Mdias	595,5
29/07/2008	Ceil Comercio e Distribuidora Ltda	Hypermarcas SA	169,2
04/03/2008	Cotoches Ltda	BRF - Brasil Foods SA	84,57
17/07/2006	Sadia SA	BRF - Brasil Foods SA	4851,08
07/08/2008	Friasa SA	Minerva SA/Brazil	4,004
24/04/2008	Esso Brasileira	Cosan SA Industria e Comercio	890

A amostra é composta por 10 transações, o que corresponde a 10,20% do número total de transações do período no setor em análise. Vale ressaltar que a maior parte das transações

observadas envolviam empresas de capital fechado, o que impossibilitou a formação de uma amostra maior.

Resultado das variáveis calculadas

A tabela abaixo resume os resultados obtidos para cada variável, a partir da amostra em análise:

Variável	Média antes F&A	Média após F&A	Variação na média	Resultado
QT	2,583	3,087	19,5%	melhorou
VM/VP	2,348	3,108	32,4%	melhorou
MEBIT	13,80%	18,38%	33,2%	melhorou
EBITDA	382,4	940,4	145,9%	melhorou

Conforme já observado anteriormente, nenhuma das variáveis em análise seguia uma distribuição normal, sendo necessário a utilização do Teste do Posto Sinalizado de Wilcoxon. No caso, foi testada a hipótese nula de que o evento F&A não teve efeito para as empresas que participaram de uma F&A, sob a ótica de ganho de criação de valor e ganhos de sinergias operacionais. Os resultados deste teste para todas as variáveis em análise indicaram rejeição da hipótese nula. Isso quer dizer que a média das variáveis de criação de valor e de sinergias operacionais das empresas que passaram por processo de fusão e aquisição sofreu mudanças significativas após a união. Os resultados dos testes estão no Apêndice C.

Como se pode observar na tabela acima, encontram-se evidências (com significância estatística de 10%) da criação de valor nas duas variáveis, QT e VM/VP. As empresas da amostra apresentaram variação positiva média de 19,5% e 32,4%, respectivamente, após a F&A. Logo, conclui-se que as transações aqui analisadas maximizaram o valor de mercado das empresas em estudo. Portanto, pode-se dizer que tais processos geraram valor aos acionistas, aumentando sua riqueza.

Na análise das sinergias operacionais ocasionadas em virtude das fusões e aquisições, os resultados observados também indicam melhora no desempenho das empresas após a F&A. Vale observar que em todos os casos das subamostras analisadas a variável EBITDA sofreu aumento após F&A., o que demonstra que o desempenho operacional das companhias em geral melhoraram após a transação, ou seja, pelo menos em relação a esse aspecto parece que

as empresas em análise souberam gerenciar seu desempenho pós F&A de forma a aumentar sua geração de recursos advindos apenas de sua atividade principal.

Já em relação à Margem Ebit o observado foi um pouco distinto. Apesar de, na média (e com relevância estatística) essa variável ter apresentado melhora, nem todas as subamostras das empresas em questão foi observado uma melhora. Isso acontece no caso de JBS, BRF, Minerva e Cosan, que nas operações em que estiveram envolvidas apresentaram pós F&A piora neste índice. Entretanto, conforme dito, na média a variação foi positiva (+33,2%). Isso indica que as empresas da amostra souberam gerenciar melhor os custos envolvidos na suas operações, indicando sinergias operacionais.

5 Considerações Finais

Este trabalho analisou os processos de F&A's de empresas brasileiras no setor de consumo não cíclico sob a perspectiva do ganho de sinergias operacionais e criação de valor ao acionista. Buscou-se analisar os principais índices de sinergias operacionais e criação de valor observados na literatura pesquisada. Utilizou-se para tanto as variáveis EBITDA, Margem EBIT e Crescimento das Vendas Líquidas para o primeiro caso e o Q de Tobin e a relação VM/VP para o segundo caso.

A parte de análise dos índices começou com a descrição do método, onde se buscou explicar o conceito de cada variável escolhida, bem como sua fórmula de cálculo. A evolução de tais índices foi apresentada de forma conjunta para as empresas em análise, o que é o foco desta monografia, respeitando o intervalo de tempo que corresponde a dois anos anteriores e posteriores à transação de F&A. Os resultados individuais da evolução de cada índice para cada transação estudada assim como uma tabela resumo destas operações pode ser encontrada no apêndice, na parte final deste trabalho.

Em suma, o tipo de transação empresarial estudada nesta monografia é complexa, e em virtude disso, seus resultados devem ser analisados com cautela, sob diferentes pontos de vista. Porém, vale ressaltar que os resultados deste trabalho sugerem evidências de criação de valor ao acionista nas variáveis Q de Tobin e a na relação VM/VP, e indicam maximização da riqueza do acionista e evidências de ganho de sinergias operacionais, na média das empresas analisadas, conforme esperado.

É válido ressaltar as limitações na interpretação dos resultados obtidos por meio da metodologia deste estudo. As mudanças nas variáveis em análise neste trabalho não podem ser atribuídas única e exclusivamente aos processos de F&A, uma vez que impactos

macroeconômicos diversos e mudanças específicas na dinâmica das indústrias em que as empresas atuam podem também explicar estas mudanças.

Ainda, é importante destacar outros três pontos relevantes deste estudo que devem ser vistos com mais cuidado. Primeiro, a amostra deste trabalho é composta por 10 empresas do setor de consumo não cíclico, apenas. Ou seja, trata-se de um setor específico, de um escopo limitado, porém que não deixa ser um indicador de resultado, sem o intuito de se fazer generalizações. Segundo, trata-se de um período específico da economia brasileira, que corresponde ao intervalo que se estende de janeiro de 2002 a dezembro de 2008. E, por último, a análise é feita dentro de um curto espaço de tempo (dois anos) após a F&A, cujas consequências muitas vezes ainda nem se refletiram de maneira completa nas operações das empresas envolvidas, uma vez que cada empresa possui seu próprio ritmo de incorporação de mudanças após um evento como uma F&A. Porém, uma análise de um período superior ao proposto neste trabalho poderia também incluir outros eventos importantes para as empresas em análise, o que distorceria os resultados.

Entretanto, apesar dos fatores acima explicados serem limitadores do escopo do trabalho, eles certamente não são inviabilizadores de seus resultados finais. Ainda, é válido ressaltar alguns pontos desta pesquisa como maneira de reafirmar e justificar o trabalho aqui realizado. Na literatura pesquisada, não foi encontrado nenhum estudo que analisasse os processos de F&A do setor de consumo não cíclico no Brasil num período relativamente recente, com uma amostra composta de transações que estão entre as maiores do país (a amostra selecionada corresponde às maiores transações do setor, e em alguns casos, estão entre as maiores do país, de acordo com pesquisa realizada na Bloomberg). Dessa forma, se reforça a necessidade de mais estudos sobre o assunto para quem almeja melhor entender a dinâmica dos processos de F&A do setor analisado neste trabalho.

Finalmente, fica como sugestão o estudo sobre outros setores, que concilie metodologias diferentes para avaliar um processo de F&A, principalmente sob uma ótica mais qualitativa, de tal maneira que se possa melhor entender os desdobramentos das F&A’s no meio corporativo.

6 Referências

BARNEY, J. Return bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis**. Strategic Management Journal**, v.9, p. 71-78, 1988

BUSSAB, W.; MORETTIN,P.A. **Estatística Básica**. 5. Ed. São Paulo, Editora Saraiva, 2005.

CAPRON, L;PISTRE, N. When do acquires earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, v.23, n.9, p. 781-94, 2002.

CHUNG,K; PRUITT,S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n.4, 1986.

COOPER, D.R .; SCHINDLER, P.S. **Métodos de pesquisa em administração.** 7. Ed. Porto Alegre, Bookman, 2003.

DE CAMARGO, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e Aquisições de empresas brasileiras : criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, abril/junho 2009.

FAMA,R;BARROS,L.A.q DE Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas de Administração USP**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 7. Ed. São Paulo, HARBRA, Editora Harper & Row do Brasil, 1997.

HELFERT,E.A. **Técnicas de análise financeira**. 9.ed. Porto Alegre: Bookman, 2000

JENSEN, M.C.; RUBACK, R.S. The market for corporate control: the scientific evidence.**Journal of Financial Economics**, v.11,n. 1-4, p. 5-50, 1983.

KLOECKNER, G. D. O. Fusões e aquisições : motivos e evidências empíricas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, janeiro/março 1994.

LAURENCE CAPRON, N. P. When do acquires earn abnormal returns? **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 9, p. 781-94, setembro 2002

ROCHA,F;IOOTTY,M;FERRAZ,J.C. Desempenho das fusões e aquisições na indústria brasileira na década de 90: ótica das empresas adquiridas. **Revista de Economia Contemporânea**, São Paulo, v. 5, n. especial, p. 69-102, 2001.

ROSS, S.A .; WESTERFIELD, R.W. ; JAFFE, J.F. **Administração financeira**, São Paulo, Atlas, 1995.

SILVEIRA, A.D.M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004**. Tese de Doutorado em Administração, Universidade de São Paulo, 2004.

7 Apêndice A

Resumo das Transações Individuais (fonte: Bloomberg)

Ambev – Quilmes

Alvo	Quilmes Industrial SA	QLMR LX		
Setor	Cervejarias		% retida	94,47%
País	Luxemburgo	USD 3.15	Oferta	Amigável
Comprador	Cia de Bebidas das Américas	AMBV4 BZ		
Setor	Cervejarias		Moeda	USD
País	Brasil	BRL 18.94	Valor alterado	154,9M
			Valor final	154,9M
			Prêmio alterado	42,32%
			Prêmio final	30,95%
Data divulgação		23/12/07		
			Tipo pgto	Dinheiro
Múltiplas negociações ações			Termos Dinheiro (p/ ação)	4,125
Receita		2.4 x		
EBITDA		5.26 x		
Valor merc empr		0.72 x		
Total do ativo		1.78 x		
Tipo	Aquisição			

JBS – Swift

Alvo	Swift & Co	114657Z US		
Setor	Alimentação-Frigoríficos		% retida	100%
País	EUA		Oferta	Amigável
Compr	JBS SA	JBSS3 BZ		
Setor	Alimentação-Frigoríficos		Moeda	USD
País	Brasil	BRL 9.20	Valor anunciado	1400M
			Valor final	1400M
			Prêmio final	-
Data divulgação		10/05/07		
			Tipo pgto	Dinheiro
			Termos cash	225M
Tipo	Aquisição			

Mdias – Bomgosto

Alvo	Industria de Alimentos Bomgosto Ltda	2758022Z BZ		
Setor	Alimentação-Diversos		% retida	100
País	Brasil		Oferta	Amigável
Compr	M Dias Branco SA	MDIA3 BZ		
Setor	Alimentação-Farinha/grãos		Moeda	BRL
País	Brasil	BRL 18.79	Valor anunciado	595,5
			Valor final	595,5
			Prêmio final	
Data divulgação		08/04/08		
			Tipo pgto	Cash
			Termos cash	595,5
Tipo	Aquisição			

Marfrig – Multiple Targets

Alvo	Multiple targets			
Setor			% retida	100
País				
Compr	Marfrig Alimentos SA	MRFG3 BZ	Accounting Method	
Setor	Alimentação-Frigoríficos		Moeda	USD
País	Brasil	BRL 19.12	Valor anunciado	680
Seller	OSI Group LLC	1533234Z US		
Setor	Alimentação-Frigoríficos			
País	EUA			
Data divulgação		23/06/08	Tipo pgto	Dinheiro e ação
Tipo	Aquisição			

Hypermarcas – Ceil

Alvo	Ceil Comercio e Distribuidora Ltda	2920799Z BZ		
Setor	Cosméticos/artigos toalete		% retida	100
País	EUA			
Compr	Hypermarcas SA	HYPE3 BZ	Accounting Method	
Setor	Prep limpeza e sabão		Moeda	BRL
País	Brasil	BRL 9.73	Valor anunciado	169,2
Seller	Revlon Inc	REV US		
Setor	Cosméticos/artigos toalete			
País	EUA	USD 10.30		
Data divulgação		29/7/2008	Tipo pgto	Cash
Tipo	Aquisição			

BRF – Cotoches

Alvo	Cotoches Ltda	2755983Z BZ			
Setor	Alimentação-Laticínios		% retida		100
País	Brasil		Oferta	Amigável	
Compr	BRF - Brasil Foods SA	BRFS3 BZ			
Setor	Alimentação-Frigoríficos		Moeda	BRL	
País	Brasil	BRL 21.00	Valor anunciado		84,57
			Valor final		84,57
			Prêmio final		-
Data divulgação		03/04/08			
			Tipo pgto	Cash	
			Termos cash		84,57
Tipo	Aquisição				

Ambev – Labatt North

Alvo	Labatt North/South American ops	N/A	% retida	0
Setor	Cervejarias		% vendida	100
País	EUA			
Comprador	Cia de Bebidas das Americas	AMBV4 BZ		
Setor	Cervejarias		Moeda	EUR
País	Brasil	BRL 10.73	Valor anunciado	5879,86
Vendedor	Anheuser-Busch InBev NV	ABI BB		
Indústria	Cervejarias			
País	Belgica	EUR 15.97		
Data de Anúncio		03/03/04	Tipo pgto	Ações e Dívida

Perdigão – Sadia

Alvo	BRF - Brasil Foods SA	BRFS3 BZ			
Industria	Alimentação – Laticínios		% vendida	100	%
País	Brasil	BRL 13.50	Natureza da Oferta	Amigável	
Comprador	Sadia AS	SDIA4 BZ			
Industria	Food-Meat Products		Moeda	BRL	
País	Brasil	BRL 6.00	Valor anunciado	4851,08	M
			Valor Final	4851,08	M
			Prêmio Anunciado	41,22	%
			Prêmio Final	19,54	%
Announced Date		17/07/06			
			Tipo pgto	Cash	
Múltiplos Transação					
Receita		0.78 x			
EBITDA		7.06 x	Dívida Líquida	966,32	M
Enterprise Value		0.97 x			
Ativo Total		1.11 x			

Minerva – Friasa

Alvo	Friasa SA	2941275Z PN	% retida	0	%
Setor	Alimentação-Frigoríficos		% desejada	70	%
País	Paraguai		Oferta	Amigável	
Compr	Minerva SA/Brazil	BEEF3 BZ			
Setor	Alimentação-Frigoríficos		Moeda	USD	
País	Brasil	BRL 8.48	Valor anunciado	4	M
			Valor final	4	M
			Prêmio final	0	%
Data divulgação		08/07/08			
			Tipo pgto	Cash	
Tipo	Aquisição majoritária				
Tipo	Estrangeiro				

Cosan – Esso

Alvo	Esso Brasileira de Petroleo Ltda	2773833Z BZ			
Industria	Óleo & Gas		% vendida	100	%
País	Brasil				
Comprador	Cosan SA Industria e Comercio	CSAN3 BZ			
Industria	Açucar		Moeda	USD	
País	Brasil	BRL 10.09	Valor anunciado	890	M
Vendedor	Exxon Mobil Corp	XOM US			
Industria	Óleo & Gas				
País	EUA	USD 77.61			
Data anunciada		24/04/08	Tipo pgto	Dinheiro	
			Dívida Líquida	175	M

8 Apêndice B

Resumo Variáveis Calculadas para cada empresa.

1.

Ambev - Quilmes				
Dados	**Anterior à F&A**		**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional				
Ebitda (R$ milhões)	2.983		7.446	149,6%
Margem EBIT	41,20%		61,50%	49,3%
Crescimento Vendas Liquidas		21,54%		-
Criacão de Valor				
Q de Tobin	1,873		3,312	76,8%
VM/VP	2,300		5,104	89,0%

2.

JBS - Swift				
Dados	**Anterior à F&A**		**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional				
Ebitda (R$ milhões)	106		212	100,1%
Margem EBIT	7,8%		6,6%	-15,4%
Crescimento Vendas Liquidas		22,53%		-
Criacão de Valor				
Q de Tobin	3,513		2,548	-56,3%
VM/VP	2,437		1,708	-65,5%

3.

Marfrig - Multiple Targets				
Dados	**Anterior à F&A**		**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional				
Ebitda (R$ milhões)	62		158	155,8%
Margem EBIT	10,2%		18,7%	83,3%
Crescimento Vendas Liquidas		53,18%		-
Criacão de Valor				
Q de Tobin	2,130		3,568	-47,0%
VM/VP	2,975		1,892	-36,4%

4.

Mdias - Bomgosto				
Dados	**Anterior à F&A**		**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional				
Ebitda (R$ milhões)	49		89	80,0%
Margem EBIT	15,0%		22,9%	52,7%
Crescimento Vendas Liquidas		46,86%		-

Criacão de Valor			
Q de Tobin	1,996	1,517	-24,0%
VM/VP	2,657	1,827	-50,3%

5.

Hypermarcas - Ceil			
Dados	**Anterior à F&A**	**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional			
Ebitda (R$ milhões)	134	189	40,6%
Margem EBIT	-4,1%	21,6%	426,8%
Crescimento Vendas Liquidas	203,95%		-
Criacão de Valor			
Q de Tobin	3,594	2,063	-42,6%
VM/VP	1,689	3,580	111,9%

6.

BRF - Cotoches			
Dados	**Anterior à F&A**	**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional			
Ebitda (R$ milhões)	14	26	92,2%
Margem EBIT	5,4%	5,3%	-1,9%
Crescimento Vendas Liquidas	511,34%		-
Criacão de Valor			
Q de Tobin	2,473	5,492	122,1%
VM/VP	2,496	1,598	-36,0%

7.

Ambev - Labatt			
Dados	**Anterior à F&A**	**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional			
Ebitda (R$ milhões)	233	800	242,8%
Margem EBIT	25,2%	33,6%	33,2%
Crescimento Vendas Liquidas	197,85%		-
Criacão de Valor			
Q de Tobin	1,568	4,987	218,0%
VM/VP	1,891	3,260	72,4%

8.

Perdigão - Sadia				
Dados	**Anterior à F&A**		**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional				
Ebitda (R$ milhões)	37		160	338,1%
Margem EBIT	6,8%		3,7%	-45,6%
Crescimento Vendas Liquidas		349,06%		-
Criacão de Valor				
Q de Tobin	2,859		1,236	-56,8%
VM/VP	2,753		4,982	81,0%

9.

Minerva - Friasa				
Dados	**Anterior à F&A**		**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional				
Ebitda (R$ milhões)	56		124	121,8%
Margem EBIT	9,1%		5,7%	-37,4%
Crescimento Vendas Liquidas		205,73%		-
Criacão de Valor				
Q de Tobin	1,956		3,589	83,5%
VM/VP	2,653		3,589	35,3%

10.

Cosan - Esso				
Dados	**Anterior à F&A**		**Posterior à F&A**	**Variação**
Sinergia Operacional				
Ebitda (R$ milhões)	149		200	33,7%
Margem EBIT	21,4%		4,2%	-80,4%
Crescimento Vendas Liquidas		420,70%		-
Criacão de Valor				
Q de Tobin	3,873		2,562	-33,8%
VM/VP	1,625		3,543	118,0%

9 Apêndice C

TESTES DOS POSTOS SINALIZADOS DE WILCOXON

$H_0: P_1 = P_2$

$H_A: P_1 \neq P_2$

Ou seja, testa-se a hipótese nula contra a alternativa de que as distribuições diferem em localização.

Estatística do Teste:

$$T^+ = \sum_{i=1}^{n} R_i \quad (se\ R_i > 0)$$

Para construção da Região Crítica, utilizou-se a tabela de distribuição de Wilcoxon T^+ (Tabela IX, pág. 506 – BUSSAB e MORETIN).

$$w_c = \frac{n(n+1)}{2} - w_{0,1} \Leftrightarrow w_c = \frac{10(10+1)}{2} - 15 \Leftrightarrow w_c = 40$$

Os valores $T^+{}_{obs}$ para os vários testes foram calculados no Excel. As tabelas abaixo mostram os resultados.

EBITDA				
P1	P2	D=P2-P1	POSTO |D|	POSTOS SINALIZADOS
2.983	7.446	4.463	10	10
106	212	106	7	7
62	158	96	6	6
49	89	39	2	2
134	189	55	4	4
14	26	12	1	1
233	800	567	9	9
37	160	123	8	8
56	124	68	5	5
149	200	50	3	3
			T+	55
			W CRITICO	40

Margem EBIT				
P1	P2	D=P2-P1	POSTO |D|	POSTOS SINALIZADOS
0,4120	0,6150	0,2030	9	9
0,0780	0,0660	-0,0120	4	-4
0,1020	0,1870	0,0850	8	8
0,1500	0,2290	0,0790	6	6
-0,0410	0,2160	0,2570	10	10
0,0540	0,0530	-0,0010	5	-5
0,2520	0,3358	0,0838	7	7
0,0680	0,0370	-0,0310	3	-3
0,0910	0,0570	-0,0340	2	-2
0,2140	0,0420	-0,1720	1	-1
			T+	40
			W CRITICO	40

Q de Tobin				
P1	P2	D=P2-P1	POSTO |D|	POSTOS SINALIZADOS
1,8732	3,3120	1,4389	7	7
3,5130	2,5481	-0,9649	4	-4
2,1299	3,5680	1,4381	6	6
1,9958	1,5170	-0,4788	5	-5
3,5940	2,0630	-1,5310	2	-2
2,4728	5,4920	3,0192	9	9
1,5682	4,9870	3,4188	10	10
2,8590	1,2360	-1,6230	1	-1
1,9560	3,5890	1,6330	8	8
3,8730	2,5620	-1,3110	3	-3
			T+	40
			W CRITICO	40

VM/VP				
P1	P2	D=P2-P1	POSTO |D|	POSTOS SINALIZADOS
2,3000	5,1038	2,8038	10	10
2,4370	1,7084	-0,7286	4	-4
2,9750	1,8916	-1,0834	1	-1
2,6570	1,8269	-0,8301	3	-3
1,6890	3,5798	1,8908	7	7
2,4963	1,5978	-0,8985	2	-2
1,8907	3,2598	1,3691	6	6
2,7530	4,9820	2,2290	9	9
2,6530	3,5890	0,9360	5	5
1,6250	3,5430	1,9180	8	8
			T+	45

W CRITICO *	40

Como todos $T^{+}{}_{obs} \epsilon RC$, com 10% de significância rejeitamos H_0, ou seja, há evidências de que as médias das populações pós evento são superiores, indicando que há ganhos de sinergias operacionais e ganho de valor ao acionista nas transações analisadas.