



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e
Ciência da Informação e Documentação - FACE.
Departamento de Economia

IMPACTOS DA FUSÃO DA SADIA E PERDIGÃO NOS PREÇOS E NA QUANTIDADE DE VENDAS EM BRASÍLIA

Luiz Felipe Galdino Sallaberry

Orientador: Leandro Gonçalves do Nascimento

Brasília
Agosto, 2014.



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e
Ciência da Informação e Documentação - FACE.
Departamento de Economia

IMPACTOS DA FUSÃO DA SADIA E PERDIGÃO NOS PREÇOS E NA QUANTIDADE DE VENDAS EM BRASÍLIA

Luiz Felipe Galdino Sallaberry

Orientador: Leandro Gonçalves do Nascimento

Monografia de conclusão de
curso de Bacharel em Ciências
Econômicas. Universidade de
Brasília – UnB

Brasília
Agosto, 2014

Sallaberry, Luiz Felipe Galdino

Impactos da fusão da Sadia e Perdigão nos preços e na quantidade de vendas em Brasília./ Luiz Felipe Galdino Sallaberry. Brasília – Brasília, 2014, 69 pág. i1

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Economia, 2014
Orientador: Prof. Leandro Gonçalves do Nascimento, Departamento de Economia

1. Fusão e aquisição 2. Sadia e Perdigão 3. Mudanças estruturais 4. Economia industrial

Impactos da fusão da Sadia e Perdigão nos preços e na quantidade de vendas em Brasília

Luiz Felipe Galdino Sallaberry

Banca Examinadora

.....
Orientador: Leandro Gonçalves do Nascimento

.....
Professor Moisés de Andrade Resende Filho

Brasília, Agosto de 2014

Agradecimentos

Gostaria de agradecer aos meus pais por todo o incentivo e por terem investido em minha educação, o que tornou possível hoje, a execução de mais uma etapa de minha vida. Também gostaria de agradecer aos meus amigos por toda força e paciência nesse longo caminho de aprendizado. Em especial, gostaria de agradecer a minha irmã por sempre me ajudar nos momentos difíceis e por estar sempre ao meu lado não me deixando fraquejar. Gostaria também de agradecer ao senhor Moreira e ao Franciélis, que prestaram todo auxílio necessário na obtenção dos dados da organização analisada neste trabalho. E por fim, ao meu orientador Leandro Nascimento por toda dedicação e paciência que tornou a execução desse trabalho possível.

Resumo

Neste trabalho buscamos mostrar os principais resultados da fusão que ocorreu em 2011 entre as marcas Sadia e Perdigão. Primeiramente, o trabalho traz as diferentes formas de fusão, os maiores benefícios e dificuldades atrelados a esse tipo de concentração, e aborda os principais modelos da economia industrial que estudam tais processos. Em seguida, trazemos as mudanças estruturais ocorridas na década de 90 que causaram a grande onda nos processos de fusão e aquisição no Brasil, além de destacarmos os principais marcos dos anos 2000 que afetaram os ritmos desses processos. Por fim, realizamos um estudo de caso em uma rede de supermercados do Centro-Oeste, buscando analisar quais foram as principais mudanças ocorridas nos preços e quantidade de venda pela fusão que criou a Brasil Foods, a maior empresa de alimentos do Brasil.

Palavras-Chave: Fusão e aquisição, Sadia e Perdigão, Mudanças estruturais, Economia industrial.

Abstract

In this paper we tried to show the main results from the merger that happened between Sadia e Perdigão in 2011. Firstly, this paper bring the different kinds of mergers, the major benefits and difficulties linked to this kind of concentration, plus it introduces the main models of industrial economy that study mergers and acquisitions. Secondly, it shows the structural changes occurred in the nineties that created a big wave of mergers and acquisitions all over Brazil, furthermore we featured the biggest moments of the ages 2000 that affected the rhythm of those processes. Finally, we did a case study in a chain of markets in Center-West, trying to analyze which were the main changes in price and quantity of sales that happened by the merger that created Brazil Foods, the biggest company of foods in Brazil.

Keywords: Mergers and acquisitions, Sadia and Perdigão, Structural changes, Industrial economy.

Lista de Quadros

1. Estrutura e Finalidade dos órgãos do SBDC 36
2. Caracterização da Trajetória Histórica da Sadia e da Perdigoão.. 48

Lista de Gráficos

1. Eficiência- X.....	17
2. Evolução Média das Tarifas de Importação Brasileira (em %)	31
3. Evolução dos Níveis de Importação no Brasil (US\$ bilhões)	32
4. Valores das Privatizações de 1991 a 2002 (US\$ bilhões)	33
5. Participação das Privatizações nas Fusões e Aquisições (US\$ Milhões)..	35
6. Tempo de Tramitação médio dos Casos do CADE	37
7. Evolução dos Ingressos Líquidos de IED/PIB no Brasil (em %)	40
8. Evolução dos Número de Fusões e Aquisições no Brasil.....	41
9. Região de Aceitação do Teste t ao Nível de Significância de 5%.....	55

Lista de Tabelas

1. Participação da Sadia e Perdigão nos mercados relevantes de processados – 2008	50
2. Média e Desvio Padrão da Quantidade de Vendas das Marcas.....	57
3. Média e Desvio Padrão do Preço de Vendas das Marcas	57
4. Teste de Igualdade dos Parâmetros de cada Marca	57

Sumário

1. Introdução	13
2. Motivações, tipos e fundamentação teórica das F&As.	14
2.1 Tipos de F&A.....	14
2.2 Motivos para realização das F&As	16
2.3 Teoria da firma e as F&As	18
2.4 Modelos de F&A horizontal.....	21
2.4.1 Modelo de Salant, Switzer e Reynolds (1983).....	21
2.4.2 Redução no custo fixo e variável.	23
2.4.3 Modelo de A.F Daughety (1990).....	26
3. Fusões e aquisições no Brasil de 1990 a 2013	28
3.1 Década de 90.....	30
3.1.1 Abertura Comercial	30
3.1.2 Privatização	32
3.1.3 Estrutura Regulatória.....	35
3.1.4 Liberalização Financeira.....	38
3.2 Anos 2000.....	41
3.2.1 Primeiro Governo Lula.....	42
3.2.2 Segundo Governo Lula.....	43
3.2.3 Governo Dilma	45
4. Estudo de caso: Fusão da Sadia com a Perdigão.....	46
4.1 Histórico das firmas.....	46
4.2 Processo de fusão.....	48
4.3 Base de dados	51
4.4 Metodologia.....	53
4.5 Resultados Esperados.....	55
4.5.1 Modelo de Cournot simples.	55
4.5.2 Modelo de Cournot com diminuição de custos.....	56
4.5.3 Modelo de Stackelberg.....	56
4.6 Resultados Obtidos.....	57
4.7 Análise dos Resultados	60
5. Conclusão	64

6. Referência Bibliográfica	65
--	-----------

1. Introdução

Na década de 90 houve uma onda de fusões e aquisições por todo o mundo motivado principalmente pela intensificação da globalização e do avanço do liberalismo. Na América do sul não foi diferente, a partir de 1990, o Brasil passou por diversas mudanças estruturais que alavancaram o processo das F&A's (fusões e aquisições).

As principais mudanças estruturais que alteraram o ritmo dos processos de fusões e aquisições foram a abertura comercial que trouxeram uma redução das tarifas, as privatizações que geraram mudanças nos processos produtivos e também no patrimônio das firmas, a evolução do sistema regulatório que buscou adequar as leis de livre concorrência com o aumento do poder de mercado das firmas que surgiam e a liberalização econômica, que facilitou a entrada de capital estrangeiro.

As fusões e aquisições podem ser fundamentadas em teorias de diversas ciências, pelo fato de que tais processos geralmente acarretam em mudanças gerenciais, institucionais, econômicas, sociais e jurídicas. Nesse estudo procuramos observar os principais efeitos econômicos positivos e negativos referentes à fusão e aquisição das empresas. Especificamente iremos tratar de um caso referente ao setor alimentício, a fusão da Sadia e Perdigão. Buscamos analisar quais os principais efeitos causados por essa fusão na quantidade ofertada e nos preços de vendas das principais concorrentes (Aurora, Bonasa e Seara) e da própria marca que surgiu da fusão (Brasil Foods).

A literatura aponta como principais benefícios vindos das F&A's a diferenciação dos produtos que permite a firma fusionada cobrar preços maiores por produtos que apenas ela pode produzir, o aumento de eficiência o qual permite aumentar a quantidade produzida ao mesmo tempo em que os custos diminuem, ganhos de conhecimento que melhoram as atividades gerenciais, permite a utilização de novos insumos e dá acesso a novas patentes, e também economias de escala, as quais permitem uma maior produção a partir de uma quantidade menor de insumos.

O trabalho está dividido em quatro capítulos além dessa introdução. O segundo capítulo mostra as principais formas de F&A, suas principais vantagens e desvantagens, além de expor os principais modelos de economia industrial

referentes a tais atos de concentração. O terceiro capítulo expõe as principais mudanças estruturais ocorridas na década de 90 e nos anos 2000 que permitiram o crescimento dos processos de fusão e aquisição no Brasil. No quarto capítulo foi feito um estudo de caso em um supermercado de Brasília no qual avaliamos a variação dos preços de venda e de quantidade vendida de lasanhas após a fusão que gerou a Brasil Foods. Por fim, no último capítulo, realizamos a conclusão, fazendo uma síntese dos principais resultados do presente trabalho.

2. Motivações, tipos e fundamentação teórica das F&As.

Neste capítulo discutiremos as principais formas de fusão e aquisição (F&A), explicitando suas similaridades e principais diferenças, e destacando as maiores motivações que levam as firmas a executarem F&As, e os reais benefícios e desafios advindos desses processos. Por se tratar de uma área conexa de vários ramos do conhecimento, daremos maior enfoque nas F&As na perspectiva da teoria da firma e por meio de modelos de economia industrial.

2.1 Tipos de F&A

De acordo com Minadeo e Camargos (2009), as distinções básicas entre os processos de fusão e de aquisição são como segue. Em uma fusão, pode haver a criação de uma nova firma, que se chama de consolidação, enquanto na aquisição pelo menos uma das empresas envolvidas mantém sua identidade jurídica. Outro fator que diferencia os dois processos é que na fusão geralmente a forma de pagamento utilizada é uma permuta de ações, enquanto na aquisição o pagamento pode ser por meio diretamente de dinheiro, ações, ou títulos. Cumpre notar que o presente trabalho lidará apenas com o conceito econômico de fusão e aquisição de forma a representar um ato de combinação de empresas, não levando em consideração as possíveis diferenças entre ambos os processos, visto que tais diferenças não comprometem os resultados econômicos esperados.

Em termos de classificação das F&As, Minadeo e Camargos (2009) notam que elas podem ser classificadas em domésticas, quando envolve apenas empresas originárias do país no qual ocorreu o processo, ou cross-border (transfronteiriças), quando envolve empresas que têm sedes em países diferentes.

Com respeito às formas de negociação, temos essencialmente dois tipos: amigável (friendly takeover) ou hostil (hostile takeover) (HIRSCHEY 1986). A primeira pode ser definida como uma mudança na propriedade corporativa sem que ocorra uma mudança no controle administrativo, enquanto a segunda resulta na substituição da administração da firma adquirida.

Além de diferenças na nomenclatura nos processos de combinação de empresas podem-se observar também diferentes tipos de F&As. Segundo Weston e Brigham (2000); a F&A pode ocorrer entre diferentes tipos de firmas, podendo ser entre empresas da mesma atividade econômica o que é chamado de fusão ou aquisição horizontal, entre empresas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, como fornecedores ou distribuidores, que é chamado de fusão ou aquisição vertical. Pode ainda ocorrer uma conglomeração, que consiste em F&A entre empresas de ramos diferentes.

A concentração horizontal tem como principais vantagens aumentar a participação de mercado, aumentar o poder de barganha, e reduzir os custos. Isso ocorre, pois a empresa adquiridora está comprando uma concorrente, e por consequência o poder de mercado se amplia, permitindo assim um aumento nos preços. Outro fator a ser destacado é que a empresa agrega os conhecimentos da empresa concorrente, podendo levar a melhorias no processo produtivo, e aumentando, dessa forma, a capacidade de inovação das firmas.

A concentração vertical tem o intuito de diminuir a quantidade de processos produtivos, reduzir os custos indiretos e de coordenação das atividades de distribuição com o objetivo de incremento de sinergias, e melhorias ou inovações que podem ser transferidas ou partilhadas entre as unidades de negócio. Tais melhorias são causadas pela melhora na relação entre clientes e fornecedores, internalizando o processo produtivo, e minimizando a burocracia e os custos de contrato. Além disso, a produção se torna mais ágil, e se dificulta o acesso dos concorrentes aos produtos que eram produzidos pela empresa adquirida, gerando então aumento nos custos e consequentemente aumento dos preços das firmas concorrentes.

A concentração do tipo conglomerado traz como principais vantagens uma diminuição da vulnerabilidade a crises e um aumento na diversidade de investimentos possíveis de serem realizados. Com a compra ou fusão de empresas de ramos diferentes a empresa se torna mais estável por diminuir sua dependência de um produto só, tornando menos prejudiciais eventos como escassez de insumos, ou mudanças nos gostos dos consumidores. Além do fato de ampliar o leque de investimentos, pois com a compra de empresas de ramos distintos sua capacidade produtiva também se diversifica tornando possível a produção de uma maior gama de produtos e permitindo investimentos em novos setores.

2.2 Motivos para realização das F&As

É importante conhecer os motivos que afetam diretamente a decisão de se fundir ou comprar outras empresas.

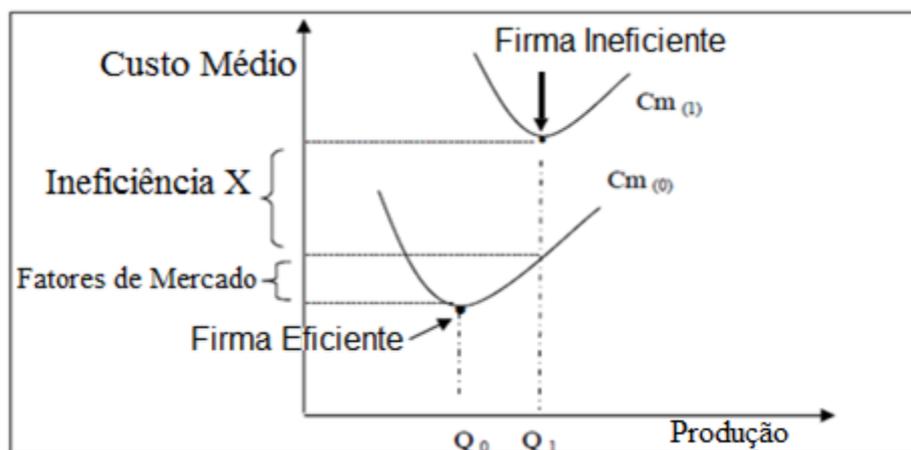
Segundo Firth (1980), os dois principais motivos para F&A das firmas seriam a busca constante pela maximização das taxas de lucro, ou seja, as firmas engajarão em processo de F&A se resultar em aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, advindos de aumento da rentabilidade, seja pela criação de poder de mercado seja por criação de sinergias, ou substituição de gestores ineficientes. Outra razão é a maximização da utilidade gerencial: os maiores cargos dentro das firmas buscam maximizar sua utilidade (redução da chance de ser despedido, aumento dos salários, e de sua influência e poder na firma) em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas.

De acordo com Besanko (2000), uma empresa pode fixar preços mais altos de produtos com maior grau de diferenciação, já que os concorrentes não oferecem um bem que seja substituto direto ao da empresa diferenciadora, e os consumidores estão dispostos a pagar preços mais elevados pelo benefício único que tal bem pode oferecer. Deste modo, a empresa apropria-se de um maior excedente do consumidor e, simultaneamente, obtém uma maior margem de lucro. A diferenciação resultante da fusão advém, muitas vezes, do acréscimo da variedade de produtos oferecida, baseando-se no *cross-selling* (venda cruzada) de novos produtos a uma base de clientes existente, isto é, assenta na suposta preferência do consumidor por *one-stop shopping*. Ou seja, a oferta de diferentes serviços ou produtos de forma

conjunta acaba por atrair consumidores por facilitar e reduzir os custos de procura e de transação. Alguns clientes podem estar dispostos a pagar mais pela conveniência de poder ter acesso a vários serviços, por exemplo, serviços bancários e de seguro, num único local (Dermine, 1999).

Outra vantagem que as F&As podem trazer é chamada de eficiência-X (ver, por exemplo, Florez (2002)). Ela se refere à capacidade das empresas de controlar os seus custos em relação a uma situação ideal, ou seja, empregando a menor quantidade de insumos para gerar a mesma quantidade de produto. Para representar de forma mais clara, a figura a seguir representa um exemplo de ineficiência-X de custo entre duas firmas:

Gráfico 1. Eficiência-X



Fonte: Misas e Suescún (1996) com adaptações

Nesse caso uma das firmas não está atuando com tanta eficiência que sua concorrente, isso pode ocorrer por ter tecnologias mais atrasadas, ou até devido fatores de mercado. Segundo Dermine (1999), essa diferença nas eficiências é frequentemente citada como motivação para as fusões domésticas, que podem ser minimizadas pela transferência tecnológica das empresas que estão se unindo.

Uma firma apresenta retornos crescentes de escala quando um aumento nos fatores de produção gera um aumento proporcionalmente maior na produção do bem final. A partir das considerações feitas por Cabo (2003) as fusões e aquisições permitem a obtenção de economias de escala de várias formas. As F&A horizontais possibilitam atribuir uma nova forma de uso à produção por meio da especialização

das unidades de produção permitindo alongar as séries ou, quando a procura não esgota a capacidade instalada, recorrer apenas ao equipamento que acarrete menores custos marginais. Segundo Matos e Rodrigues (2000), ainda que as F&As não sejam entre empresas dos mesmos ramos os retornos crescentes de escala podem vir a partir de um aprimoramento da capacidade financeira e administrativa.

As empresas têm como objetivo aumentar seus rendimentos, e aumentar seus tamanhos. Porém, para executar essa expansão da forma mais coordenada possível é necessário que os gestores escolham a forma de crescimento que será adotada. Conforme Singh e Montgomery (1987), existem duas formas de uma empresa crescer. A primeira é o crescimento interno que é baseado na expansão por meio da construção de novas plantas e desenvolvendo mercados (greenfield investment), que, por um lado, pode ser mais demorado e incorrer em maiores custos do que a aquisição de outra empresa, mas por outro, ser mais controlável, preservar a cultura organizacional e evitar várias outras dificuldades inerentes a um processo de F&A. A segunda é chamada de crescimento externo, que consiste em por meio da fusão ou aquisição de outras empresas, o que proporciona por um lado crescimento rápido, entrada em novos mercados, minimização de barreiras de entrada, internacionalização etc., mas que por outro lado pode resultar na destruição da riqueza dos acionistas devido a erros de avaliação provocados pelo excesso de confiança, prêmios pelo controle e custos de transação muito elevados, além de motivos fundamentados na teoria da agência, entre outros.

Como todo investimento, as F&As também apresentam alguns desafios e riscos. Minadeo e Camargos (2009) destacam: os choques de culturas corporativas; divergências e incompatibilidades de estilos de gestão; conflitos e batalhas políticas pelo poder; dificuldade de entendimento, pela firma adquirente, das rotinas e capacitações da empresa adquirida; saída de pessoas estratégicas; recursos para viabilizar o negócio; perda de foco e de direção; desmotivação dos funcionários diante do risco de dispensa e; inexistência de objetivos; falta de visão do negócio e dos problemas futuros da nova empresa.

2.3 Teoria da firma e as F&As

Segundo Camargos e Barbosa (2003), a atividade fusão e aquisição de empresas ainda não está totalmente assimilada e sedimentada em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. São várias as ciências sociais que possuem como objeto de estudo as F&As, e no presente trabalho buscaremos uma análise com maior viés econômico. Portanto trataremos o processo de F&A como estratégias de crescimento rápido, com objetivo de entrar em novos mercados, defender-se de aquisições indesejadas e aproveitar melhores oportunidades de investimento. Em outras palavras, a F&A é uma estratégia dos gestores das firmas com o principal objetivo de maximizar seus lucros. Essa lógica se enquadra no fundamento principal da teoria econômica das firmas, que é a busca pelo maior lucro, a partir dos menores custos possíveis.

A teoria da firma proposta pelos economistas clássicos tinha como foco central o processo de maximização dos lucros. A partir da racionalidade da eficiência produtiva, o capitalista deveria conseguir a maior quantia de lucro possível a partir da melhor (mais eficiente) alocação de seus recursos produtivos, permitindo então a produção da maior quantidade de bens e serviços. Porém, esta teoria apresenta certas falhas eminentes na questão de ignorar as divergências dos interesses entre gestores e empregados, o que seria apenas tratado um século depois, a partir da teoria da agência.

Outra corrente que desenvolveu a teoria da firma de forma significativa foram os Institucionalistas. Estes pensadores, no início do século XX, passaram a conferir maior importância aos fatores internos de cada empresa, que maximizavam não somente o lucro da firma, mas também determinavam o tamanho da empresa e lhe conferiam capacidade de crescimento. O princípio da racionalidade limitada era o ponto central para determinar as diferenças de desempenho e crescimento de firmas concorrentes. Este princípio afirma que o conhecimento, habilidade e capacidade dos gestores eram os diferenciais de cada empresa, a partir dessa racionalidade limitada era determinado o tamanho da empresa e é o que daria suporte, ou não, a decisão de ocorrer uma fusão ou aquisição.

Segundo Coase (1937), os principais fatores que induziram ao crescimento do tamanho da firma foram: menores custos de organização, ligados principalmente aos custos transacionais; menor probabilidade de o empreendedor cometer erros relacionados à burocracia transacional; e a redução no preço de fornecimento dos

fatores de produção para firmas de maiores portes. Dessa forma o tamanho da firma era determinado principalmente pelos custos de transação e pela capacidade gerencial, sendo que quanto maior a capacidade gerencial do gestor, menor seriam os custos.

A teoria da agência de Jensen e Meckling (1976) também teve extrema importância na análise das F&As. Esta teoria focava principalmente nos fatores que geravam maiores custos às firmas e que decorriam especialmente dos conflitos de interesse entre os agentes (subordinados) e os principais (gestores). Como ambos buscavam a maximização de suas utilidades, porém cada um a partir de sua posição hierárquica na empresa, era de se esperar divergências nas tomadas de decisão. As grandes corporações eram vistas como ambientes permeados pela relação de agência, ou seja, as firmas nada mais eram que relações trabalhistas legitimadas por contratos.

Na década de 1980 o cenário de crise econômica internacional exigiu aperfeiçoamento dos mecanismos de controle da grande quantidade de empresas, visando induzir nos gerentes um comportamento maximizador dos lucros e riqueza dos proprietários, evitando assim o comportamento discricionário dos agentes. Tal enfoque da teoria da firma foi denominado de governança corporativa. Mais uma vez, esse enfoque da teoria da firma estava relacionado ao ambiente empresarial da época e, conseqüentemente, à evolução dos processos de F&A.

Outro modelo que influenciou o modelo clássico da teoria da firma foi o paradigma E-C-D (estrutura-conduta-desempenho), proposto por Mason (1939). Esse modelo se baseia no fato de a estrutura de mercado ter fundamental importância no comportamento das firmas, que conseqüentemente afeta o desempenho das mesmas. No modelo os fatores estruturais são aqueles associados aos aspectos menos mutantes nas empresas como a concentração, as barreiras à entrada, diversificação e verticalização das empresas, diversificação dos produtos e concorrência internacional. Matos e Rodrigues (2000) corroboram com essa visão afirmando que as F&As estão nitidamente relacionadas às estruturas dos mercados, já que modificam o nível de concentração e o poder de mercado das empresas de determinados setores. O aumento no nível de concentração pode levar a maiores preços e produtos com menor qualidade, prejudicando os consumidores e permitindo maiores lucros às firmas. Para Vieira (2007), as boas oportunidades de

negócio, formação de barreiras à entrada de novos competidores, formação de mecanismos de defesa, e os interesses individuais dos gestores como os principais fatores que determinam os bons crescimentos das firmas.

A principal crítica que é feita ao paradigma E-C-D é o fato de se considerar a estrutura do mercado como algo exógena e não considerar a capacidade das próprias firmas em modificarem seus desempenhos e a partir disso aumentarem seus poderes de mercado, afetando conseqüentemente a estrutura do mesmo. Dessa forma, as próprias firmas teriam o poder de alterar a estrutura do mercado a partir de suas condutas, e com isso a estrutura passaria a ser considerado um fator endógeno.

2.4 Modelos de F&A horizontal

Alguns autores partiram de modelos da economia industrial para explicar os efeitos advindos das F&As horizontais. Entre eles analisaremos os modelos de Salant, Switzer e Reynolds (1983), um caso especial tratado por Farrel e Shapiro (1990), e A.F Daughety (1990). Os dois primeiros estudaram os efeitos da fusão horizontal em um modelo de Cournot, enquanto o terceiro o adequou ao modelo de Stalckeberg.

2.4.1 Modelo de Salant, Switzer e Reynolds (1983).

O modelo tenta explicar o paradoxo das fusões, que consiste no fato de que fusões horizontais acabam por trazer maiores despesas para as firmas envolvidas, ao mesmo tempo em que beneficiam as concorrentes. Para demonstrar tal paradoxo foi utilizado um modelo de Cournot simples.

Assume-se que o mercado contém $N > 2$ firmas, os produtos são homogêneos, as firmas agem como competidores em um modelo de Cournot, e possuem custos idênticos. A demanda de mercado é linear e, em sua forma inversa, é dada por:

$$P = A - B * Q = A - B(q_i + Q_{-i}) \quad (1)$$

onde q_i é a produção da firma i , Q é o produto agregado produzido por N firmas, e Q_{-i} é o produto agregado de todas as firmas exceto a firma i , e logo $Q_{-i} = Q - q_i$.

No modelo de Cournot as firmas escolhem seus níveis de produção simultaneamente buscando maximizar seus lucros. Em um modelo não cooperativo, o resultado da produção e do lucro para cada firma é expresso por:

$$q_1^{NC} = q_0^{NC} = \frac{A-c}{B(N+1)}; \pi_1^{NC} = \pi_0^{NC} = \frac{(A-c)^2}{B(N+1)^2} \quad (2)$$

Utilizaremos o subscrito 0 para diferenciar a firma que não participará da fusão (*outsider*), da firma 1 que, quando houver fusão, será uma das participantes (*insider*). E também usaremos o sobrescrito C (*cooperative*) para representar a situação na qual já aconteceu o processo de fusão e NC (*noncooperative*) para representarmos o ambiente anterior a essa fusão. A partir disso será possível comparar os resultados e observar as mudanças nos lucros e nas quantidades de bens produzidos em cada equilíbrio.

Supondo que ocorra uma fusão entre M firmas, e excluindo a possibilidade de que haja a formação de um monopólio, ou seja, $M < N$, a indústria passa a apresentar $N - M + 1$ firmas concorrentes. Uma vez que todas as firmas possuem custos iguais deve-se achar o lucro e a produção de uma determinada firma i para então calcular o lucro ou a produção total.

Considera-se que a tecnologia das firmas é a mesma antes e depois da fusão são iguais, ou seja, as firmas geradas após o processo de fusão são idênticas a qualquer outra do mercado. Então por simetria do problema todas as $N - M + 1$ firmas possuem os mesmo nível de produção (q_m^C) que maximizam seus lucros e conseqüentemente apresentam também os mesmo lucros (π_m^C):

$$q_1^C = q_0^C = \frac{A-c}{B(N-M+2)}; \pi_1^C = \pi_0^C = \frac{(A-c)^2}{B(N-M+2)^2} \quad (3)$$

Comparando os níveis de produção obtidos antes e após as fusões, observa-se que a produção de cada firma não participante é maior no caso em que ocorreu o processo de fusão, ou seja, $q_0^C > q_0^{NC}$. Para as firmas participantes, o produto agregado antes da fusão é $M * (A - c)/B(N + 1)$, e o produto agregado após a fusão é $(A - c)/B(N - M + 2)$. Dessa forma, o nível de produção agregada das firmas participantes é menor que o produto agregado antes da fusão já que $M(N - M + 2) > N + 1$, lembrando que $N > M \geq 2$. Ainda analisando os resultados, observa-se

que a produção agregada após a fusão é menor que a produção anterior a ela, pois $N(A - c)/B(N + 1) > (N - M + 1)(A - c)/B(N - M + 2)$. Uma das consequências da fusão é portanto o aumento dos preços dados aos consumidores, visto que a produção diminuiu. Como esses aumentos nos preços não ocorreram devido a um aumento nos custos do processo produtivo, isso acaba por aumentar também os lucros das empresas não participantes. Eles vendem mais, e a uma margem $P - c$ maior por unidade.

Para uma fusão ser lucrativa é necessário que aumente o lucro agregado das firmas participantes. A partir das equações apresentadas anteriormente, é necessário que:

$$M * \pi_1^{NC} < \pi_1^C \Rightarrow M \frac{(A-c)^2}{B(N+1)^2} < M * \frac{(A-c)^2}{B(N-M+2)^2} \Rightarrow (N + 1)^2 > M(N - M + 2)^2 \quad (4)$$

Observe que para uma fusão horizontal ser lucrativa, ela depende apenas do número de firmas envolvidas no processo de fusão (M) e do número de empresas (N) pertencentes ao mercado em questão, quando consideramos a função demanda linear e os custos marginais constantes. A partir de manipulações na condição (4), os autores do modelo concluíram que pelo menos 80% das firmas precisam participar do processo de fusão para que este processo seja considerado lucrativo, o que é chamada de regra dos 80%.

Por outro lado, ocorrendo fusões entre tantas firmas, a concentração nesse mercado aumentaria consideravelmente, ocorrendo conseqüentemente um aumento do poder de mercado das firmas mais eficientes, levando a um mercado de concorrência imperfeita e conseqüentemente desleal. Dessa forma, o processo de F&A não seria visto pelos órgãos de defesa da concorrência, como uma forma saudável de crescimento. Cabe ressaltar ainda que os processos de F&A gerariam um problema dos caronas, pois as firmas buscariam ter maiores lucros, a partir da fusão de seus concorrentes, sem que elas mesmas participassem do processo. Como foi visto nesse modelo, o lucro e a produção das não participantes aumentariam após a junção de outras firmas, devido principalmente à queda na produção agregada e aumento dos preços ocasionados pela fusão.

2.4.2 Redução no custo fixo e variável.

No modelo de Salant, Switzer e Reynolds, assumimos que os custos das firmas eram todos iguais e que, dessa forma, as fusões na maior parte das vezes não apresentavam aumentos no lucro e no produto das firmas envolvidas, o que chamamos de paradoxo da fusão. Para tentar analisar de outra perspectiva, utilizaremos uma parte específica do estudo feito por Farrel e Shapiro (1990) no qual se assume que os custos entre as firmas variavam entre si.

O mercado nesse modelo possui três firmas de Cournot e a demanda é novamente linear, sendo igual a $P = A - BQ$.

Onde Q é o produto agregado do mercado, o qual, antes da fusão, é dado por $q_1 + q_2 + q_3$. Neste mercado, duas das firmas possuem custos reduzidos, com custos marginais de c , e uma terceira firma possui um custo marginal igual à yc , no qual $y \geq 1$. Então os custos das firmas podem ser expressos como:

$$C_1(q_1) = f + cq_1; \quad C_2(q_2) = f + cq_2; \quad C_3(q_3) = f + ycq_3 \quad (5)$$

Neste momento, consideraremos que $y = 1$, portanto todas as firmas possuem os mesmo custos marginais de c . Então, supõe-se que ocorra uma fusão entre duas firmas, e que essa junção resulte em uma diminuição do custo fixo da nova firma. Dessa forma, o custo fixo da firma gerada é af , com $0 < a < 1$. Uma explicação para essa queda dos custos fixos pode ser atribuída à combinação dos terrenos das fábricas, a eliminação de atividades operacionais desnecessárias, ampliação das funções de P&D, ou diminuição dos custos de transação.

Após a fusão, o custo marginal permanece inalterado, dessa forma pode-se calcular que o lucro agregado das firmas participantes, antes de ocorrer a fusão, é:

$$\pi_{\text{Agregado das participantes pré-fusão}} = \frac{(A-c)^2}{8B} - 2f \quad (6)$$

Considerando que a fusão tenha ocorrido apenas entre duas das firmas, o lucro da firma não participante pós-fusão e o lucro da firma resultante da fusão são respectivamente:

$$\pi_{\text{Não participante}} = \frac{(A-c)^2}{9B} - f \quad \pi_{\text{Firma pós fusão}} = \frac{(A-c)^2}{9B} - af \quad (7)$$

Logo, para que essa fusão seja lucrativa, é necessário que o lucro da firma gerada após a fusão seja maior que o lucro agregado das firmas participantes pré-fusão, ou seja, $(A - c)^2/9B - af > (A - c)^2/8B - 2f$. Para que isso ocorra é necessário que $a < 2 - (A - c)^2/72fB$.

Conclui-se então que as fusões horizontais tendem a ser lucrativas quando os custos fixos são relativamente altos e a fusão permite à firma formada a habilidade de fazer economias substanciais em seus custos. Ainda que a fusão seja lucrativa, cabe ressaltar que os preços do equilíbrio são maiores após a fusão, o que leva a maiores lucros para a firma não participante, gerando então um problema dos caronas, e piorando o bem-estar do consumidor.

Outro modelo de Farrell e Shapiro tem o intuito de verificar se possíveis mudanças nos custos *variáveis* originados a partir de uma fusão trariam melhores resultados para as firmas envolvidas na fusão, quando mantidos os mesmo parâmetros dos modelos anteriores.

Supõe-se novamente uma economia no modelo de Cournot com apenas três firmas, onde as funções de custos são iguais à equação (5), porém nesse caso, para fins de simplificação, consideraremos que o custo fixo é nulo ($f = 0$). Assumindo que $\gamma > 1$, observa-se que a firma 3 apresenta um maior custo marginal em seu processo produtivo, então uma fusão entre a firma 3 e qualquer uma das outras firmas resultaria em melhorias produtivas, visto que as operações poderiam ser transferidas para as fábricas da firma mais eficiente, ou então, o processo produtivo poderia ser readaptado a partir do acesso à novas tecnologias que a fusão traria.

Pode-se observar então que a produção e o lucro das três firmas antes da fusão são respectivamente:

$$q_1^{NC} = q_2^{NC} = \frac{(A-2c+yc)}{4B}; q_3^{NC} = \frac{(A-3yc+2c)}{4B} \quad (8)$$

$$\pi_1^{NC} = \pi_2^{NC} = \frac{(a-2c+yc)^2}{16B}; \pi_3^{NC} = \frac{(A-3yc+2c)^2}{16B} \quad (9)$$

É possível mostrar que o preço do equilíbrio antes da fusão é $P^{NC} = (A + 2c + yc)/4$, e as firmas 1 e 2 produziram uma maior quantidade que sua rival de maior

custo. Nota-se que a firma 3 apenas produz se q_3^{NC} é positivo, e isso apenas ocorre caso $y < (A + 2c)/3c$, de outro modo, a firma nem operaria neste mercado.

Supondo que ocorra uma fusão entre as firmas 2 e 3, e que $y > 1$, fica claro que a produção será totalmente transferida para as fábricas da firma 2. Dessa forma, o mercado após a fusão passa a ter duas firmas idênticas com produção de $(A - c)/3B$, lucro de $(A - c)^2/9B$, e com o preço por unidade de $(A + 2c)/3$.

Então para que a fusão apresente aumento no lucro agregado das firmas participantes é necessário que o lucro da firma pós-fusão seja maior que o lucro agregado das firmas participantes antes da fusão, ou seja, $(A - c)^2/9B > [(A - 2c + yc)^2/16B + (A - 3yc + 2c)^2/16B]$, que pode ser simplificado para:

$$\left(\frac{A+2c}{3c} - y\right) \left(y - \frac{A+14c}{15c}\right) > 0 \quad (10)$$

Como já foi visto, o primeiro membro entre parênteses é positivo, pois caso contrário, a firma 3 nem estaria no mercado. Já o segundo membro é positivo quando $y > (A + 14c)/15c$. Concluindo, a fusão entre firmas de custos marginais diferentes será lucrativa apenas quando os custos da firma ineficiente forem “grandes suficientes”. Porém, cabe lembrar que, geralmente, as F&As aumentam o nível dos preços, o que causa uma diminuição do bem-estar dos consumidores.

2.4.3 Modelo de A.F Daughety (1990)

Conforme vimos anteriormente, realizar fusões com intuito de aumentar a eficiência através de uma queda nos custos, não é uma tarefa simples. Buscando explicações com o intuito de derrubar o paradoxo das fusões, podemos supor que as fusões geram firmas líderes de Stackelberg, visto que a capacidade produtiva da firma gerada é maior que a das concorrentes e isso poderia gerar um maior poder de mercado.

Supõe-se novamente uma economia com uma demanda linear $P = A - BQ$, onde existem $N + 1$ firmas, e cada firma possui um custo marginal de c . Analisando tal mercado sob a ótica do modelo de Cournot observa-se que:

$$q_i = \frac{(A-c)}{B(N+2)}; Q = \frac{(N+1)(A-c)}{B(N+2)}; P = \frac{A+(N+1)c}{N+2}; \pi_i = \frac{(A-c)^2}{B(N+2)^2} \quad (11)$$

No modelo de Stackelberg, a firma líder tem a vantagem de decidir sua produção antes de seus concorrentes, que são chamados de seguidores. Diferentemente do modelo de Cournot, no qual as escolhas são feitas simultaneamente, neste modelo as escolhas são sequenciais, e dessa forma, as empresas seguidoras “adaptam” seus níveis de produção a partir das escolhas da firma líder.

Supondo agora que duas firmas realizem uma fusão e surja desse processo uma empresa líder, o mercado apresentará agora $F = N - 1$ firmas seguidoras e uma líder, ou seja, o mercado será composto de N firmas. Para acharmos o equilíbrio analisamos primeiro a decisão de produzir das firmas seguidoras. Portanto temos que a produção agregada de todas as firmas é $Q = Q^L + Q^F$ e a produção de cada firma seguidora f é:

$$q_f = \frac{A-c}{BN} - \frac{Q^L}{N} \quad (12)$$

Lembrando que todas as firmas seguidoras possuem os mesmos custos de produção, a produção agregada das firmas seguidoras é $Q^F = q_f * (N - 1)$.

A produção total da firma líder é igual a $Q^L = A - c/2B$, visto que só há uma firma líder nesse modelo, este valor acaba por ser também a produção agregada das firmas líderes, ou seja, $Q^L = q_l$.

Analisando o nível de produção da firma líder necessário para maximizar seu próprio lucro observa-se que a produção escolhida pela firma seria a mesma que em uma economia onde apenas existisse uma única firma, um monopólio. A partir disso, a produção e o nível de preços da economia no equilíbrio são:

$$Q^L = \frac{A-c}{2B}; Q^F = \frac{(N-1)(A-c)}{2BN}; Q = \frac{(2N-1)(A-c)}{2BN}; q_f = \frac{A-c}{2BN}; P = \frac{A+(2N-1)c}{2N} \quad (13)$$

Por fim, o lucro da firma líder (firma gerada após a fusão), o lucro de cada firma seguidora e a produção agregada da economia são:

$$\pi^L = \frac{(A-c)^2}{4BN}; \pi_f = \frac{(A-c)^2}{4BN^2} \quad (14)$$

Comparando o resultado obtido na equação (11) na qual apresentamos o lucro e o nível de produção das firmas em um modelo de Cournot simétrico, e o lucro

da firma líder da equação (14), fica claro que, garantida a hipótese da fusão gerar uma firma líder de Stackelberg, conseguimos acabar com o paradoxo das fusões, ou seja, o processo de fusão gera um aumento no lucro das firmas envolvidas. Ao mesmo tempo, as firmas seguidoras, ou não participantes do processo de fusão, apresentaram piores resultados com o processo de F&A, o que fez com que acabasse o problema dos caronas presente no modelo de Cournot.

Outro resultado importante do processo de fusão é a diminuição dos preços de equilíbrio, como podemos ver comparando as equações (11) e (13). Portanto o processo de F&A passa a gerar um aumento no bem estar do consumidor, ao mesmo tempo em que garante um aumento do lucro das firmas participantes.

3. Fusões e aquisições no Brasil de 1990 a 2013

A partir de 1990 o Brasil passou por diversas mudanças significativas em seu ambiente econômico, passando de uma economia fechada e baixa competitividade para uma economia aberta e globalizada. Essa mudança de perfil permitiu um maior acesso a novas matérias-primas, sobretudo a máquinas e equipamentos mais tecnológicos e eficientes, o que gerou um crescimento na economia e principalmente na concorrência.

O processo de globalização também permitiu um aumento no número de F&A em todo o mundo, especialmente no Brasil. As empresas buscavam a todo custo vantagens competitivas sobre seus rivais entre elas: ganhos em escalas de produção; atuação em outras regiões geográficas; surgimento de novos produtos; e busca de sinergias financeiras e tecnológicas. Dessa forma as últimas décadas foram marcadas por um número crescente de fusões e aquisições em vários setores da economia brasileira.

O modelo econômico brasileiro pós-guerra foi fortemente voltado para o desenvolvimento da indústria interna, o chamado Modelo de Substituição de Importações (MSI). O governo protegia em excesso as indústrias brasileiras, com forte controle de importações, altos impostos sobre bens externos, e constantes subsídios para as firmas domésticas. Como consequência disso, as indústrias brasileiras se tornaram frágeis, pouco competitivas no cenário mundial e sofrem, em excesso, com a defasagem dos processos produtivos.

A partir de 1990, o Brasil passou por grandes mudanças econômicas, como a adoção do plano Real como novo plano de governo. O plano Real pode ser dividido em três partes: a primeira foi um reajuste fiscal, que buscava acabar com um dos principais pilares da inflação brasileira da época, a segunda fase foi a criação de um padrão estável de valor chamado de Unidade Real de Valor (URV), e a fase final foi estabelecer as regras de emissão e lastreamento do Real de forma a garantir sua estabilidade.

Segundo Cano (2002), a partir do plano Real foram criadas condições favoráveis para o investimento direto estrangeiro (IDE), houve uma estabilização dos níveis de preços, expansão de mercado interno, aceleração dos processos de privatização, e uma piora na fragilidade das empresas brasileiras, o que facilitou a compras destas por empresas estrangeiras.

Dentre as mudanças estruturais ocorridas na década de 90 as que mais afetaram o ritmo dos processos de fusões e aquisições foram a abertura comercial que trouxeram uma redução das tarifas, as privatizações que geraram mudanças nos processos produtivos e também no patrimônio das firmas, a evolução do sistema regulatório que buscou adequar as leis de livre concorrência com o aumento do poder de mercado das firmas que surgiam e a liberalização econômica, que facilitou a entrada de capital estrangeiro.

Os anos 2000 também apresentaram novas mudanças para economia brasileira, mas que não afetaram de forma absoluta a estabilidade e credibilidade nacional. Após oito anos no poder, o mandato do presidente Fernando Henrique chega ao final e então é eleito como seu sucessor o presidente Luiz Inácio Lula da Silva.

Em seu primeiro mandato, o que de fato se observou foi uma conduta bem próxima do candidato tucano, ou seja, o tripé macroeconômico continuou sendo a base das políticas econômicas. A economia apresentou bom crescimento, a estabilidade se manteve, e assim Lula garantiu sua reeleição.

Em seu segundo mandato, a política de superávit fiscal entrou em cheque. Os gastos do governo começaram a aumentar sob o pretexto de se tratar de medidas anticíclicas, buscando diminuir os efeitos da crise externa, porém tais gastos não

foram acompanhados por um aumento das receitas públicas. Em 2010, passada a crise, apresentamos um crescimento do PIB de 7,5%, mostrando que realmente os efeitos negativos no Brasil foram consideravelmente brandos.

No ano de 2010, a primeira presidente do sexo feminino foi eleita, Dilma Roussef. A “presidenta” teve como um dos fatos mais marcantes de seu governo a redução da taxa SELIC, a preocupação com superávit primário deu lugar à uma política econômica desenvolvimentista com crescente gasto públicos, e um câmbio que buscava trazer uma maior competitividade as firmas nacionais.

As mudanças que ocorrem externamente e internamente no Brasil afetam as tomadas de decisão das firmas e conseqüentemente os processos de F&A. Dessa forma, nesse capítulo trataremos com maior detalhe as mudanças estruturais que ocorreram no início dos anos 90 na economia brasileira, e também abordaremos as principais políticas econômicas dos anos 2000 e como os processos de F&A se comportaram durante essas duas décadas.

3.1 Década de 90

3.1.1 Abertura Comercial

A abertura econômica foi o marco inicial das grandes mudanças estruturais ocorridas no início da década de 90. Segundo Markward (2001), em 1993, quando o processo de abertura econômica estava quase consolidado, as privatizações e a desregulamentação econômica começavam a engatinhar. Com o aumento da importação e a vinda de empresas estrangeiras para o mercado brasileiro, as firmas, que antes eram protegidas pelo governo por meio de subsídios e alíquotas para importação, tiveram que se adaptar às novas concorrentes caso quisessem continuar no mercado.

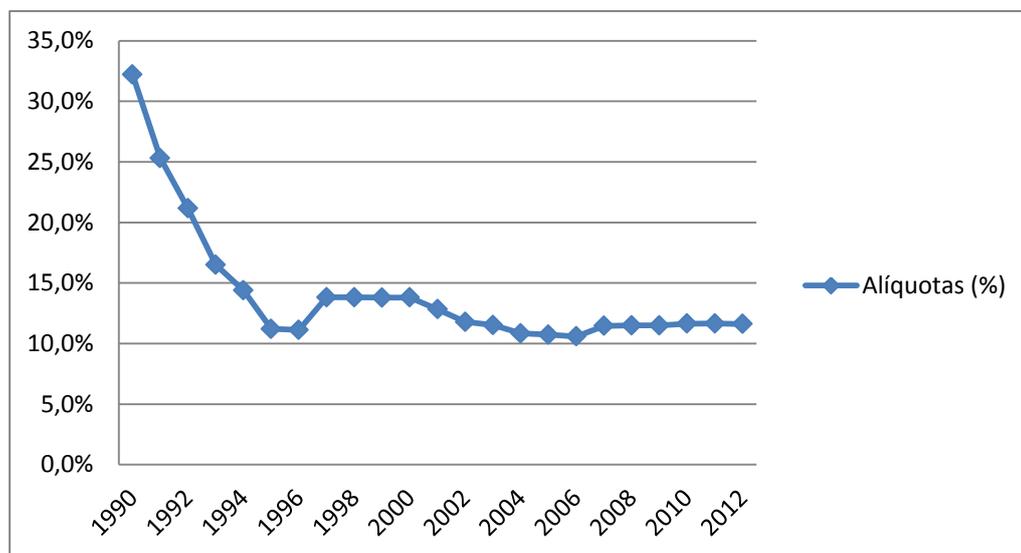
As empresas passaram a se preocupar com eficiência produtiva e ampliação de capacidade tecnológica para acompanhar a chegada das firmas estrangeiras que no início da década de 90 eram muito mais adaptadas a livre concorrência. Muitas das firmas nacionais não conseguiriam continuar atuando no mercado sem a proteção do governo e então, por meio de F&A, se uniram às empresas externas. As principais vantagens das estrangeiras é que estas apresentavam produtos diferenciados e formas mais eficientes de produção. Dessa forma, Almeida (1999)

afirma que a abertura econômica gerou uma reorganização do mercado com a entrada de diferentes indústrias de diferentes países.

Segundo Silber (2002), as principais medidas que inseriram o Brasil competitivamente no mundo ocorreram em 1990 com a criação da nova Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), quando houve a eliminação dos regimes especiais de importação, dos controles administrativos de importação, e também extinguiram a exigência de financiamento compulsório das importações.

A abertura comercial também levou a uma desverticalização do processo produtivo, restringiu as atividades produtivas que utilizavam fatores de capital menos eficientes que os internacionais, também fomentou a modernização dos parques industriais e aumentou os ganhos de escala da indústria brasileira, conforme a produtividade dos fatores de produção evoluíam. No gráfico abaixo observa-se a evolução das alíquotas de importação desde 1990.

Gráfico 2. Evolução média das alíquotas de importação brasileira (em %)

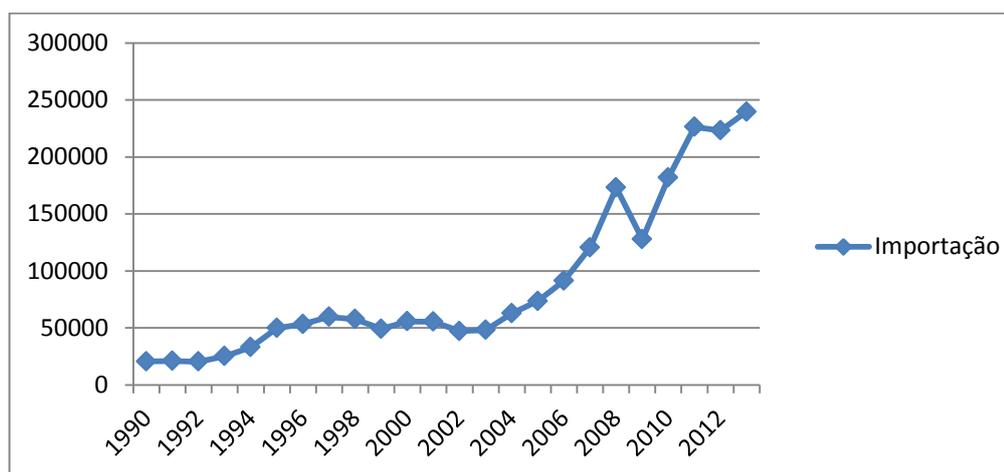


Fonte: CGAM/ DEINT/ SECEX/ MDIC

Analisando o gráfico acima se pode observar que durante os anos 90 houve uma acentuada queda nas alíquotas de importação no Brasil, passando de 32,2% em 1990 para 11,6% em 2010. Enquanto que no século XXI a média das alíquotas se manteve estável por volta de 10%, mostrando a constância da política econômica nesse sentido dos últimos governos.

Segundo Silber (2002), entre 1995 e 1998, houve uma reversão parcial na abertura comercial advinda de uma maior proteção da produção doméstica de bens duráveis, especialmente automóveis, eletrônicos, calçados, tecido e brinquedos motivados pela forte valorização do Real.

Gráfico 3. Evolução dos níveis de importação no Brasil (US\$ bilhões).



Fonte: Elaboração própria

Com a abertura comercial, as importações passaram de um patamar de US\$ 20 bilhões ao ano em 1990 para mais de US\$ 240 bilhões em 2013, o que mostra, portanto, que a PICE alterou as regras do jogo econômico e transformou o Brasil em uma economia mais aberta.

Kume (1996) afirma que, além da abertura comercial, ocorreu uma redução também nos níveis de proteção às atividades competitivas e, após vários anos de proibições às importações que possuíam substituto nacional, as firmas brasileiras se viram expostas à concorrência internacional. Portanto, a reorganização dos mercados provocou uma alteração no comportamento das empresas que, após a liberalização comercial, passaram a preocupar-se com a aquisição de capacidade tecnológica e eficiência produtiva.

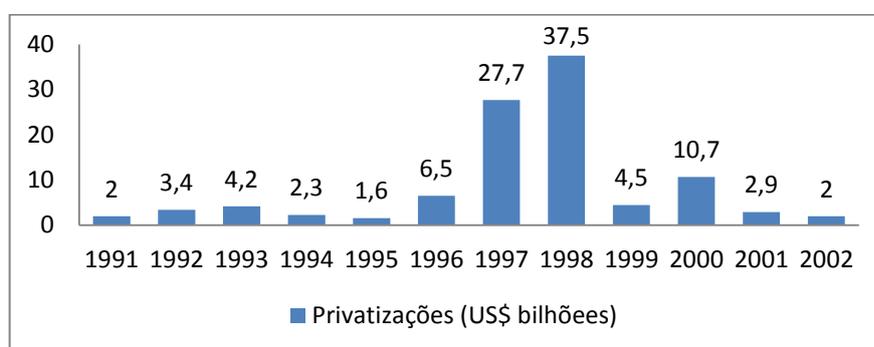
3.1.2 Privatização

Outro ponto que teve grande influência nas F&A's foi o regime de privatizações ocorridas principalmente no governo de Collor e Fernando Henrique Cardoso. A privatização se tornou parte integral das reformas econômicas

realizadas pelo governo a partir da lei nº 8.031, de 1990 quando foi criado o Programa Nacional de Desestatização - PND.

No gráfico abaixo observa-se que a partir de 1995 houve um aumento significativo das privatizações explicado principalmente pelo o fim dos monopólios das telecomunicações, de distribuição de gás por duto, do setor petrolífero, além da eliminação da distinção entre empresas nacionais e internacionais, que acabou por estimular a privatização dos setores de mineração e geração de eletricidade.

Gráfico 4. Valores das Privatizações de 1991 a 2002 (US\$ bilhões)



Fonte: BNDES

Entre 1990 e 1994, o governo federal desestatizou 33 empresas, sendo 18 empresas controladas e 15 participações minoritárias da Petroquisa e Petrofértil. Com essas privatizações o governo adquiriu uma receita de US\$ 8,6 bilhões que, acrescida de US\$ 3,3 bilhões de dívidas que foram transferidas ao setor privado, alcançou o resultado de US\$ 11,9 bilhões. Sendo que 33% das aquisições foram feitas por empresas nacionais, 25% por instituições financeiras e apenas 5% por investidores estrangeiros, neste período.

Em 1995 com a eleição de FHC, o processo de privatização ganha maior destaque no programa econômico, passando a fazer parte integrante do Programa de Governo, e o Conselho Nacional de Desestatização – CND, que é criado em substituição à Comissão Diretora. De 1995 até 2002, a participação do capital estrangeiro atingiu 53% do total arrecadado com todas as privatizações realizadas no Brasil, enquanto que as empresas nacionais responderam por 26% da receita e cabendo 7% às entidades do setor financeiro nacional.

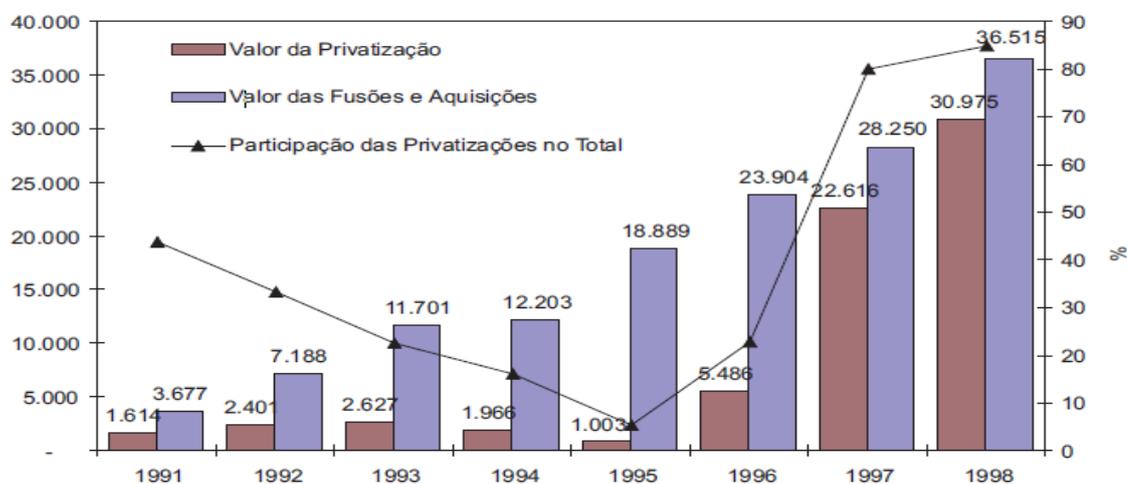
Segundo Fábio Giambiagi (2005), a privatização transferiu para o setor privado empresas deficitárias ou empresas superavitárias com níveis inadequados de investimentos. Dessa forma, juntamente com a abertura comercial, a privatização tornou possível que empresas do exterior pudessem comprar empresas nacionais, trazendo então para a indústria nacional métodos produtivos e modelos de gestão mais eficientes.

O auge das privatizações nos anos 1997 e 1998 geraram grandes aumentos nos fluxos de investimento externo direto para o Brasil, o que contribuiu para o financiamento do déficit em conta corrente. Justamente pela maior participação do setor privado tornou o Brasil mais propício a este tipo de investimentos, visto que países com grandes intervenções governamentais na economia são vistos como destinos de maior risco, dado o descontrole fiscal e o atraso tecnológico que o protecionismo estatal traz.

As privatizações tinham dois papéis fundamentais na economia na década de 90, o primeiro era de garantir a estabilidade da inflação, através de diminuição de custos e do déficit fiscal, e o segundo era o de aumentar a participação do setor privado nas atividades produtivas. Neste período, o governo federal arrecadou aproximadamente US\$ 87 milhões em forma de receita e dívidas transferidas, segundo dados do BNDES.

A partir do gráfico abaixo se observa a influência das privatizações no número de F&A. A partir de 1995 houve uma explosão no número casos de fusões e aquisições no mercado brasileiro, período no qual o governo brasileiro havia começado a privatizar empresas públicas. Em 1998, o número de F&A chega ao auge de US\$ 36.515, mostrando um aumento de 93,5% quando comparado a 1995.

Gráfico 5. Participação das Privatizações nas Fusões e Aquisições (US\$ Milhões)



Fonte: Siffert Filho e Silva (1999, p. 384).

3.1.3 Estrutura Regulatória

Todo tipo de F&A tende a aumentar o nível de concentração do mercado e também eleva o poder de mercado das firmas envolvidas. Disso resultam melhorias de economia de escala, de escopo e reduções em custos. Mas ao mesmo tempo tem reflexos negativos que devem ser minimizados, regulamentados e fiscalizados. Segundo Gama (2005), cabe aos órgãos regulamentadores realizarem uma análise de custos e benefícios gerados pelos atos de concentração no bem estar social, e a partir do resultado aprovar ou reprovar a concentração.

O sistema de defesa da concorrência vem sofrendo diversas mudanças desde o início do século passado, e a partir de sua evolução o processo de F&A teve que se adaptar a novas regras e regulamentações.

A legislação de defesa da concorrência foi criada em 1938 e previa que qualquer tipo de F&A que visasse impedir a concorrência era considerado ilícito. Em 1960, foi criado o Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência – CADE, com o intuito de reprimir abusos do poder econômico por parte das empresas de maior influência.

Em 1994, foi promulgada a lei 8.884 que discorria sobre as competências dos três órgãos da administração pública responsáveis pela concorrência: a Secretaria

de Defesa Econômica - SDE, do Ministério da Justiça, a Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE, do Ministério da Fazenda e o CADE, que também foi transformado em autarquia vinculado ao Ministério da Justiça. Esses três órgãos em conjunto formavam o SBDC, o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência.

O quadro a seguir resume a finalidade e a estrutura de cada um dos órgãos do SBDC.

Quadro 1. Estrutura e finalidade de cada órgão do SBDC.

	Estrutura	Finalidade
SDE	A SDE é composta por dois departamentos, o Departamento de Proteção e Defesa do Consumidor, responsável pela defesa dos consumidores, e o Departamento de Proteção e Defesa Econômica, que é responsável pela adoção de medidas processuais, especificamente quanto à matéria relativa à prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica.	Formular, implementar e supervisionar as políticas de proteção e defesa da ordem econômica, no âmbito da livre concorrência e da defesa dos direitos do consumidor.
CADE	O CADE é formado por um Plenário composto por um presidente e seis conselheiros escolhidos pelo Presidente da República.	Orientar, formular e apurar os abusos de poder econômico, exercendo papel tutelar na prevenção e repressão dos abusos cometidos por empresas com poder de mercado.
SEAE	A SEAE possui três esferas de atuação: Promoção e Defesa da Concorrência; Regulação Econômica; e Acompanhamento de Mercado.	Auxiliar a SDE, enviando estudos e relatórios que enfocam principalmente os aspectos econômicos das operações apresentadas e das condutas investigadas.

Fonte: CADE (2007)

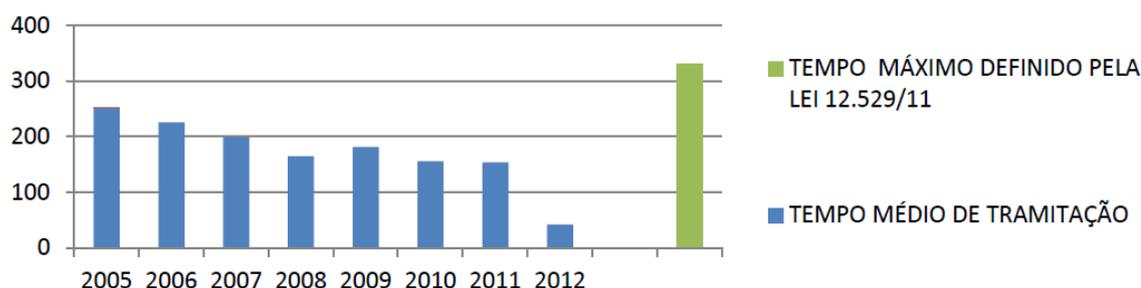
Muitas críticas foram feitas ao conselho nas últimas décadas. Segundo Carvalho (2013), havia constantemente grandes estoques de casos a serem julgados pelo CADE geradas pelas grandes mudanças relacionadas à globalização ocorridas entre 1990 a 2011. Ao mesmo tempo, críticas referentes às interpretações confusas, lentidão para concluir seus processos, e legislação com pontos obscuros se multiplicavam. Cano (2002) ainda aponta que apesar de possuir maior autonomia no início dos anos 90, o CADE apenas conseguiu impor algumas restrições aos processos de F&A, porém não houve nenhum processo de fusão e aquisição que foi realmente interrompido pelo órgão durante esse período. A ineficiência do CADE foi atribuída aos interesses do governo federal, que a partir da onda de privatização e

entrada de capital externo, acreditava que todas as F&A acabariam por trazer melhorias produtivas.

Para reestruturar o SBDC, a lei nº 12529/2011 foi promulgada e entrou em vigência em 29 de maio de 2012. Essa norma excluiu a SDE do sistema de defesa da concorrência. Enquanto que a Seae foi mantida no sistema com a competência de realizar trabalhos que promovam a concorrência. Já o CADE foi o que sofreu maiores mudanças, passando então ser formado por três organismos diferenciados. O primeiro é o Departamento de Estudos Econômicos, cuja principal função é fornecer pareceres iniciais que auxiliam na aplicação da legislação antitruste, além de contribuir com estudos de alta complexidade que buscam suprir a necessidade de pesquisas que favoreçam o melhor entendimento de áreas específicas do mercado. O segundo setor é a Superintendência-Geral, que após a nova lei, passou a exercer as antigas funções da SDE de aplicação e análise dos atos de conduta e concentração. O terceiro é o Tribunal Administrativo de Defesa Econômica que é responsável pelo julgamento em última instância administrativa dos casos de conduta e atos de concentração.

Destaca-se que essas mudanças no SBDC são bastante recentes, mas ainda assim pode-se ver no gráfico abaixo que houve uma melhora na eficiência no tempo de tramitação dos casos analisados pelo CADE.

Gráfico 6. Tempo de tramitação médio dos casos do CADE.



Fonte: CADE (2013)

Segundo Carvalho (2013), essa melhoria no processo de avaliação dos atos de concentração ocorreram principalmente devido a maior autonomia da Superintendencia-geral, pois agora a maioria dos atos é concluída em rito sumário, e

não existe mais a necessidade de remessa para qualquer outro órgão vinculado a outros Ministérios. Dessa forma, a análise, seja do processo administrativo, seja do ato de concentração, se processará inteiramente e exclusivamente dentro do próprio CADE.

3.1.4 Liberalização Financeira

Os anos de 1990 se caracterizaram por livres movimentos de capitais e taxas de câmbio flexíveis, ou seja, prevaleceu o regime de globalização financeira. Segundo Corazza (2004), no ambiente interno, o desenvolvimento econômico foi diretamente influenciado pelas forças de mercado, consequência direta da prática de abertura financeira.

Durante parte do século XX as transações financeiras domésticas foram extremamente regulamentadas por meio de limites às taxas de juros, regras para operações dos bancos e outras instituições financeiras, limites aos tipos de negócios realizados por instituições financeiras e normas para proteger os investidores das manipulações no mercado por agentes financeiros. Dessa forma a ideia de liberalização financeira ganhou força quando surgiu o temor de que sistemas financeiros controlados apresentavam menos rendimentos de seus poupadores, e que o mercado levava a melhores alocações de recursos que o governo.

Segundo Marion e Vieira (2010), a liberalização financeira criou um ambiente favorável para as empresas internacionais, uma vez que diminuiu as restrições ao uso do sistema financeiro nacional e estimulou a entrada de capital estrangeiro, levando então a um aumento do número de fusões e aquisições no mercado brasileiro.

Dentre as medidas que o governo brasileiro tomou no início da década de 90 a favor da liberalização econômica podemos citar:

- a) início da concessão de financiamentos do BNDES, a partir de 1991, para empresas multinacionais (EMNs); b) redução do poder regulatório do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), responsável pela aprovação de acordos de transferência de tecnologia; c) fim da Lei de Informática em 1992; d) autorização, em 1991, para que as EMNs passem a usar lucros financeiros para constituir aumento de capital registrado; e) permissão, em 1991, para pagamento de royalties das EMNs para suas matrizes; f) redução do Imposto de Renda sobre remessas; g) autorização de remessas de dividendos associadas a capital ainda em vias de registro

no Banco Central do Brasil (CANUTO, 1993 apud NONNENBERG, 2003, p. 30).

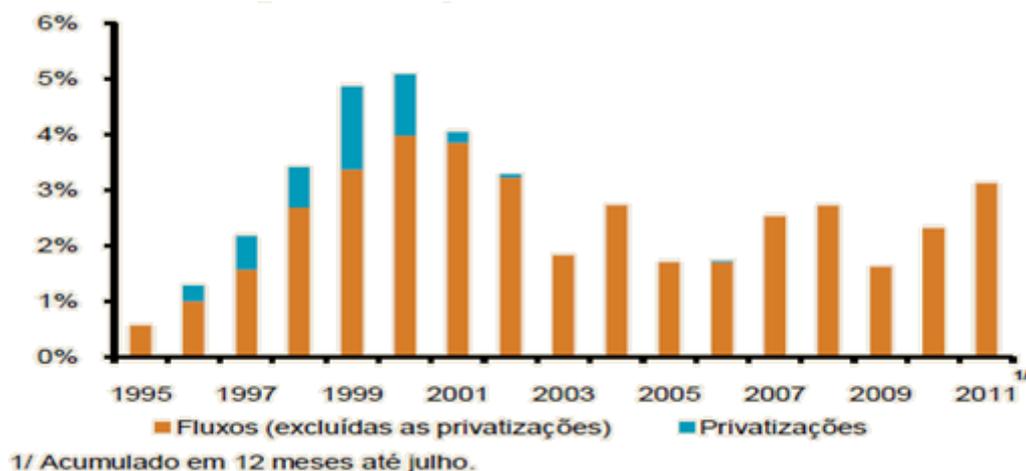
Em 1996, no governo de FHC, a participação de capital externo no sistema financeiro brasileiro foi reconhecida oficialmente como interesse nacional, sendo por meio de novas instituições ou para reforço de capitais já existentes. De acordo com Knorst (2007), a relevância dos fluxos de IED para o Brasil encontra-se no fato deste ser capaz de dinamizar a economia do país. Este fator é importante diante da pouca capacidade que o Estado tem de investir, além de facilitar ao país o acesso à tecnologia de ponta, a financiamento externo e a canais de comercialização externos.

O conceito de investimento direto estrangeiro do Fundo Monetário Internacional considera as instituições em que o investidor, que resida em outra economia, possua 10% ou mais das ações ou tenha poder de voto. Dessa forma a relação entre o investidor e a instituição receptora deve ser de longo prazo e implicar um grau de influência significativo.

Segundo Aoun et al (2008), o IDE pode assumir várias formas como investimentos *greenfield*, comércios intrafirmas e interfirmas e também fusões e aquisições. O predomínio de cada forma de investimento varia conforme a estrutura econômica de cada país e também da percepção de estabilidade econômica que o investidor tenha. Por exemplo, o processo de fusões e aquisições foi o principal motor de fluxos de investimento direto estrangeiro no mundo durante a década de 90, segundo a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (Unctad).

Observa-se no gráfico abaixo como se comportou o fluxo de investimento direto estrangeiro (IED) desde 1995.

Gráfico 7. Evolução dos Ingressos líquidos de IED/PIB no Brasil (em %)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Os fluxos mundiais de investimento direto vêm crescendo nas duas últimas décadas, chegando a uma média anual de 2,7% do PIB anual de 1995 até 2011. O pico ocorreu em 2000 com 5,1% do valor do PIB daquele ano, devido principalmente o aumento considerável das privatizações, e uma das baixas mais acentuadas ocorreu em 2009 devido a grande crise financeira iniciada no segundo semestre de 2008.

Segundo Miranda e Martins (2000) a partir da década de 90 a principal forma de expansão das indústrias para novos mercados foi a partir de fusões e aquisições não sendo mais apenas por meio de construção de novas plantas e instalações de novas filiais. Isso vem acontecendo devido às desregulamentações das economias, das alterações dos padrões tecnológicos de alguns setores econômicos, e também devido à expansão das privatizações principalmente na América Latina, permitindo a formação de consórcios nacionais e internacionais em áreas afins.

Aoun et al (2008) destaca que a partir dos dados do censo de 2000, houve uma nova configuração do IDE no Brasil. Os investimentos *greenfield* apresentaram uma queda significativa em virtude da grande incerteza quanto ao período eleitoral brasileiro e a instabilidade econômica mundial no início dos anos 2000, e então o IDE passa a se concentrar mais no ramos dos serviços e também nas aquisições de empresas.

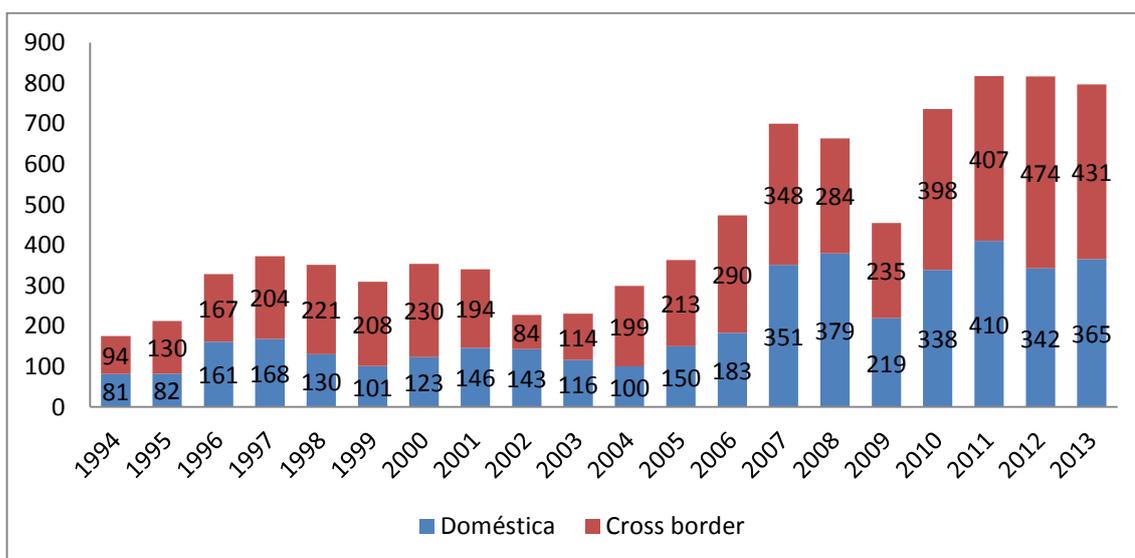
A crise mundial de 2008, particularmente a crise do Euro e o baixo crescimento dos países em desenvolvimento, mudou a atitude dos investidores por todo o mundo. A queda da demanda mundial e a pressão concorrencial fizeram com que os recursos fossem voltados para o fechamento da balança de pagamento das empresas e para a preservação dos ganhos das acionistas, ao invés de investimentos externos e planejamentos de crescimento (Unctad 2013).

A Unctad relatou que os países em desenvolvimento absorveram mais IDE que os países desenvolvidos no ano de 2012, chegando a 52% do IDE mundial, fato que até hoje nunca havia ocorrido. Os países em desenvolvimento também geraram aproximadamente um terço do IDE global, dando continuidade a essa tendência crescente e destacando a evolução dos países mais “pobres” em relação aos considerados países de primeiro mundo.

Portanto os esforços feitos pelos governos na década de 90 para promover uma maior liberdade do sistema financeiro brasileiro buscou aumentar a entrada de capital externo, o que até então era extremamente baixo. Essa entrada de capital ocorreu principalmente na forma de fusões e aquisições transfronteiriças elevando consideravelmente a presença de empresas exteriores no mercado brasileiro.

3.2 Anos 2000

Gráfico 8. Evolução do número de fusões e aquisições no Brasil.



Fonte: KPMG

3.2.1 Primeiro Governo Lula

Em 2002 houve uma queda relevante no número de F&A no Brasil passando de 340 do ano anterior para 227. Nesse ano ocorreu a eleição para presidente do Brasil, no qual Luiz Inácio Lula da Silva, candidato oposicionista, estava concorrendo contra o José Serra, candidato aliado ao então presidente Fernando Henrique Cardoso. Existia nesse período um temor grande em relação ao candidato oposicionista por sua posição radical em relação ao pagamento da dívida externa brasileira e ao recente processo de abertura comercial que o país vinha tendo nos últimos anos.

Werneck (2008, p. 19) mostra os impactos na economia com o andamento da provável vitória de Lula, de Março para Julho a taxa de câmbio nominal desvalorizou 41,6%, passando de R\$2,4/US\$ para R\$3,4/US\$ e o risco-Brasil alcançou mais de 2400 pontos. Dessa forma, os investidores estavam inseguros em depositar seus recursos no Brasil, e conseqüentemente houve uma redução na entrada de capital estrangeiro que limitou o avanço das F&A.

Com esses impactos na economia o Partido dos Trabalhadores passou a adotar uma abordagem menos radical, segundo Werneck (2008), os líderes do partido, para garantir a vitória de Lula no segundo turno, lançaram uma nova campanha buscando convencer o mercado financeiro e a opinião pública, afirmando que manteriam as políticas macroeconômicas que o governo passado tinha estabelecido.

Em 2003, Lula toma posse e realmente o que se observa durante todo seu primeiro mandato é uma conduta muito próxima a de Fernando Henrique, mantendo o superávit fiscal, buscando manter a inflação próxima à meta e mantendo a taxa de câmbio livre, ou seja, cumprindo sua promessa de manter o tripé econômico. Em consequência, entre 2003 e 2006 observou-se uma redução da vulnerabilidade econômica e também houve um crescimento nos processos de F&A tanto domésticas quanto transfronteiriças.

A implementação da PITCE (Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior) durante o primeiro mandato do governo Lula também contribuiu para o aumento das F&A. De acordo com documentos oficiais as principais metas da linha

de ação horizontal da PITCE era ampliar a modernização industrial, incentivar a inovação e o desenvolvimento tecnológico, além de ampliar a capacidade produtiva e melhorar o ambiente institucional. Segundo Cano (2010), a partir dessa nova lei houve um esforço para desonerar o investimento, a produção e as exportações. Para isso o governo zerou o IPI para bens de capital, foi estabelecida isonomia tributária entre produtos importados e produzidos no Brasil, e as compras de máquinas e equipamentos se tornaram isentas do PIS/Pasep e Cofins para empresas que exportassem pelo menos 80% de sua produção. Apesar das medidas tomadas, os resultados apontaram que o conjunto de iniciativas realizado nessa política foi feito de forma descompassada e não articulada, dessa forma a PITCE não foi capaz de reverter problemas estruturais e nem influenciar significativamente o nível de investimentos (CANO, 2010).

Segundo Laplane e Sarti (2006), o principal benefício trazido pela nova política industrial foi o estímulo à inovação, que diante o que havia sido visto em governos anteriores, foi considerado um avanço. Dessa forma, a estabilidade econômica e os estímulos a inovação apoiaram o aumento das F&A's no Brasil entre 2003 e 2006, tanto doméstica quando transfronteiriça.

3.2.2 Segundo Governo Lula

O início do segundo mandato do Governo Lula continuou a apresentar um crescimento econômico inercial, pelo bom momento que a economia vivia nos últimos anos. Porém, o que também se observou foi um abandono da política de superávit primário, chegando ao ponto da então ministra-chefe da casa civil, Dilma Rousseff, anunciar de forma inequívoca, em entrevista à imprensa, que preocupações com contenção de dispêndio haviam sido deixadas para o próximo mandato presidencial e que o grande mérito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) era ter feito o País romper com a tradição de contenção fiscal.

Parte dessa mudança de mentalidade foi devido à troca do Ministro da Fazenda Antônio Palocci por Guido Mantega. O gasto do governo evoluiu em uma velocidade muito maior que seus ganhos aumentaram, grande parte devido à criação do Programa de Aceleração do Crescimento. Esse programa prometeu um maior crescimento do PIB e a eliminação dos gargalos estruturais da economia

brasileira por meio de obras de infraestrutura, aprimoramento do ambiente institucional, e melhora do clima de investimento a partir de renúncias fiscais. Foram gastos no primeiro quadriênio do programa R\$ 657 bilhões. Para sustentar este aumento dos gastos estatais em investimentos a dotação orçamentária do Projeto Piloto de Investimento (PPI) foi elevada de 0,15% do PIB para 0,5% nesse mesmo período.

No primeiro ano do segundo mandato observou-se que o número de F&A realmente cresceu, devido principalmente aos últimos anos positivos que a economia brasileira vinha passando. Porém de 2008 a 2009 vemos que houve uma queda acentuada no processo de fusões e aquisições principalmente por causa da crise financeira mundial. Tanto as empresas nacionais quanto as internacionais passaram por um momento de grande hesitação, no qual o risco do investimento externo, ou até mesmo operações de financeiras dentro do país tornaram-se ações de grande risco. As transações voltam ao habitual apenas em 2010, período no qual a economia volta se reerguer devido principalmente aos bons níveis de reserva financeira adquiridos no início da década.

Apesar das mudanças no discurso econômico do governo a partir de 2006 (relativas ao abandono do superávit primário), tais mudanças apenas passaram a ser efetivas em meados de 2008, quando a economia brasileira sentiu realmente efeitos da crise. Para Werneck (2010), o Brasil pôde enfrentar com sucesso a grande crise de 2008 graças a suas reservas internacionais de mais de US\$ 200 bilhões e um sistema financeiro sólido. Além desses pontos, o autor destaca a importância da consolidação do arcabouço de regras e instituições afirmando que estas ajudaram a diminuir a incerteza em relação à estabilidade econômica brasileira.

Outro fator que ajudou o Brasil durante a crise foi a nova política industrial iniciada em maio de 2008, a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP). Segundo Cano (2010):

“Bem formulada, a PDP avançou ao ampliar o conjunto de instrumentos e de setores contemplados e ao tentar aprofundar a capacidade de planejamento, coordenação e gestão da política. Apoiou-se em medidas horizontais, porém sem abrir mão, corretamente, de políticas

setoriais, de modo a considerar diferenças e objetivos distintos entre os setores e exercer a necessária definição de prioridades.”

Dessa forma o papel da Política Industrial assumiu, assim, caráter estratégico como instrumento de estímulo ao desenvolvimento do país. Para executar seu objetivo principal foi necessária a coordenação dos esforços públicos e privados em direção aos interesses mais emergenciais do país. Os agentes produtivos tiveram que tomar decisões de investir e inovar mesmo em ambientes permeados de incerteza.

Governo Dilma

No ano de 2011 é eleita a primeira presidente mulher no Brasil, Dilma Rousseff, graças principalmente a seu padrinho político o ex-presidente da república Luiz Inácio Lula da Silva. Durante o período de candidatura a candidata petista afirmou que seu governo buscaria ser uma continuação do governo Lula na questão das políticas econômicas.

No governo Dilma, Alexandre Tombini assumiu a presidência do Banco Central Brasileiro, enquanto o Ministério da Fazenda permaneceu sob o controle de Guido Mantega. A posse de Tombini marcou o fim das discordâncias entre o Banco Central e o Ministério da Fazenda, ambos se voltaram então, para o mesmo ideal desenvolvimentista da presidente Dilma. Como meta de seu governo, a então presidente, declarou que para o Brasil se desenvolver era necessário “equacionar as três amarras do país: taxa de juros alta, câmbio e impostos”.

A taxa básica de juros brasileira (Selic) durante o governo Dilma sofreu uma diminuição consistente entre julho de 2011 até janeiro de 2013, passando de aproximadamente 12,5% para perto de 7,1% ao ano. Essa trajetória resultou então, em uma diminuição do diferencial entre as taxas de juros domésticas e internacionais. Devido à crise europeia com início em setembro de 2011, e buscando diminuir a incerteza internacional, a política econômica apostou em outros instrumentos em paralelo a redução da Selic para estimular a reativação da demanda privada. Entre os meses de novembro e dezembro de 2011, foi revertida parte das medidas restritivas ao crédito de caráter macroprudencial e o Ministério da

Fazenda reduziu de 3% para 2,5% a alíquota de IOF sobre as operações de crédito ao consumo.

A política monetária do governo Dilma suavizou a volatilidade do câmbio em busca de controlar a inflação que vinha em ritmo crescente durante o primeiro ano de seu mandato, e também atenuou o acúmulo de reservas em busca de manter o equilíbrio e reduzir a vulnerabilidade externa que se acentuou no período da crise do Euro. A política cambial passou então a ter o propósito de conter a deterioração da indústria brasileira.

No ano de 2011, a crise na economia europeia se intensifica e rapidamente se espalha para o restante do mundo. No Brasil não foi diferente. No ano de 2010 o PIB brasileiro vinha em uma crescente atingindo 7,5% de crescimento, porém, nos três primeiros anos de governo da presidente o que se observa é uma média muito inferior de apenas 2,06%. Conforme a crise se desenvolvia, a demanda externa diminuiu, a concorrência internacional se acirrou, e explicitou os limites da reafirmação da estratégia governamental de estimulação a demanda.

Do ponto de vista das fusões e aquisições observa-se no gráfico 8, que durante o mandato de presidente Dilma o número de F&A se manteve constante. Os agentes produtivos não se abalaram com o grande nível de incerteza advindos das crises internacionais que ocorreram no período, grande parte devido ao estímulo concedido a demanda que foi originado pela redução dos juros, e também pela política cambial que buscou tornar a indústria interna mais competitiva. Enquanto que no âmbito internacional, as medidas anticíclicas tomadas pelo Banco Central Europeu ajudaram no sentido de diminuir a incerteza internacional que principalmente a Europa se via mergulhada.

4. Estudo de caso: Fusão da Sadia com a Perdigão

4.1 Histórico das firmas

A empresa Sadia S.A foi criada em 1944, em Santa Catarina por Atílio Fontana a partir da compra de um frigorífico que estava em falência. No início de suas atividades, a empresa explorou os subprodutos da carne suína, porém até o fim da década de 90 já possuía um portfólio muito mais diversificado com massas, pizzas, sobremesas, margarinas e alimentos à base de peixe e vegetais. Nessa

mesma década, seu parque fabril chegou a mais de doze fábricas devido à aquisição de diversas firmas menores. Em 1994, a companhia comemorou seu cinquentenário, fechando o ano com um faturamento de US\$ 2,9 bilhões e uma receita de exportação de mais de meio bilhão de dólares. Nos anos 2000, a Sadia intensificou sua relação com o exterior com a abertura de filiais na Argentina, no Uruguai e no Chile e escritórios comerciais na Itália, na Inglaterra, Emirados Árabes, Japão, Paraguai e na Bolívia, e em 2001, foi eleita a marca mais valiosa do setor de alimentos no Brasil pela consultoria inglesa Interbrand.

A Perdigão S.A foi fundada pelas famílias Brandalise e Ponzoni em 1934 a partir da compra de um abatedouro de suínos, na cidade de Videira, também em Santa Catarina. De forma similar à Sadia, diversificou sua linha de produtos alimentícios durante todo o século passado, deixando de apenas produzir carne suína e passando a produzir alimentos semi-prontos, prontos congelados e de conveniência, chegando a inovar no mercado sendo a primeira marca a ofertar pizza congelada. A empresa permaneceu sob administração familiar até 1994, ano no qual seu controle acionário foi vendido para um consórcio de fundo de pensão. Nos anos 2000 adquiriu o controle do frigorífico Batavia e da marca Batavo consolidando sua participação no mercado de lácteos, e em 2007 foi escolhida a melhor empresa do setor de consumo e varejo da América Latina em governança corporativa, segundo IR Magazine.

No quadro abaixo podemos ver uma síntese da evolução histórica dessas duas grandes empresas brasileiras do ramo alimentício.

Quadro 2. Caracterização da trajetória histórica da Sadia e da Perdigão.

PERÍODO	CARACTERIZAÇÃO DA TRAJETÓRIA HISTÓRICA
Décadas de 40 e 50	Período de formação das empresas
Décadas de 60 e 70	Período de Consolidação e Diversificação das empresas e internacionalização da Sadia
Décadas de 80	Diversificação territorial e de produtos da Perdigão e Expansão das atividades da Sadia
Décadas de 90	Crise financeira e fim do Controle familiar da Perdigão; Sedimentação no mercado internacional e Reestruturação estratégica da Sadia
De 2000 a 2008:	Diversificação e Internacionalização da Perdigão; Modernização e capacitação da gestão Sadia
2009	Fusão da Sadia S.A e Perdigão S.A com a criação da Brasil Foods S.A. (BRF)

Fonte: Taffarel et al. (2009)

4.2 Processo de fusão

No ano de 2009, a empresa Perdigão iniciou um processo de incorporação da empresa Sadia. Segundo o CADE, incorporação é um ato societário pelo qual um ou mais agentes econômicos incorporam, total ou parcialmente, outros agentes econômicos dentro de uma mesma pessoa jurídica, no qual o agente incorporado desaparece enquanto pessoa jurídica, mas o adquirente mantém a identidade jurídica anterior à operação. Os conselheiros do CADE classificaram como uma incorporação o ato de concentração que ocorreu entre a Sadia e a Perdigão, porém em seus relatórios, pareceres e votos se referem ao processo como fusão. Dessa forma, nesse trabalho consideraremos que o processo ocorrido entre a Sadia e a Perdigão é igual ao de uma fusão ou aquisição, uma vez que os efeitos econômicos desses atos são extremamente parecidos.

No dia 8 de julho de 2009, o Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (CADE) assinou com a empresa Perdigão um Acordo de Preservação da Reversibilidade da Operação (APRO), garantindo que, caso a fusão não fosse aprovada, as empresas teriam condições de desfazer a operação sem grande impacto para o mercado, consumidores e funcionários.

O processo recebeu, em 8 de junho de 2011, o parecer da Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), parecer da Procuradoria do CADE e entrou na pauta da 492ª Sessão Ordinária de Julgamento. Na ocasião, o conselheiro relator

do caso, Carlos Ragazzo, votou contra a união das empresas alegando que as sinergias geradas pelo processo não seriam suficientes quando comparadas às deficiências geradas aos mercados afetados. Outro ponto levantado pelo conselheiro foi a questão da barreira à entrada de novas firmas no mercado. Para que uma entrante absorva eventuais vendas originadas pela fusão são necessários grandes alcances de escala, capacidade ociosa para aproveitar o momento de adaptação da nova firma, e uma estrutura produtiva de grande amplitude. Para o relator tais atributos não estavam presentes em nenhuma concorrente à época. Do ponto de vista do consumidor, Ragazzo afirmou que a fusão traria um aumento dos preços extremamente elevados, que gerariam inflação, comprometendo a renda da classe mais pobre da população. A seguir está um trecho do voto do conselheiro, relatando o nível de concentração do mercado de alimentos refrigerados:

“A verdade, que foi demonstrada ao final deste voto de forma muito clara, é que, nos mercados em questão, apenas a Sadia oferece real concorrência à Perdigão, e apenas a Perdigão oferece real concorrência à Sadia. Essa concorrência teria fim com a efetivação do presente ato de concentração.”

Após o voto de Ragazzo, o conselheiro Ricardo Ruiz pediu vista do ato de concentração, alegando:

“Diante dessa minha preliminar percepção da complexidade do caso, pedi vista na Sessão Ordinária de Julgamento nº 492, do dia 8-6-2011, para melhor ajuizar o extenso, elaborado e detalhado voto do conselheiro-relator, a fim de avaliar as implicações concorrenciais da fusão.”

Do dia 8 de junho de até 13 de julho, ocorreram doze reuniões entre os conselheiros, as requerentes e suas principais concorrentes buscando um acordo que atendesse todos os lados. No dia 13 de julho de 2011 ocorreu o julgamento final, e por 4 votos a 1 a fusão foi aceita, com restrições, e assim a nova empresa passou a se chamar Brasil Foods (BRF), a maior empresa de processados do Brasil. O acordo aprovado pelo CADE previa um Termo de Compromisso de Desempenho (TCD), em outras palavras, para que a fusão fosse aceita era necessário que algumas medidas fossem tomadas por parte da BRF para garantir que a livre concorrência não fosse ameaçada, e que os consumidores não fossem prejudicados. Tais medidas foram necessárias devido o altíssimo poder de mercado obtido pela BRF após a fusão. O CADE constatou que a BRF responderia por mais de 50% dos principais mercados de alimentos processados, sendo que poucas concorrentes no Brasil possuíam mais de 10% de *market share*. Na visão do

conselho, esse falta de concorrência foi originada pela falta de empresas que possuam estrutura, escalas de produção e marcas competitivas.

Tabela 1. Participação da Sadia e Perdigão nos mercados relevantes de processados – 2008

Grupo	Segmento	Mercado relevante	Perdigão (%)	Sadia (%)	Share conjunto (%)	HHI	Δ HHI
<i>Congelados</i>	Pratos prontos congelados	Lasanhas e pratos prontos	30-40	50-60	80-90	>7.000	>3.000
		Pizzas congeladas	30-40	30-40	60-70	>4.000	>2.000
	Pratos semiprontos congelados	Hambúrgueres	30-40	30-40	70-80	>5.000	>2.000
		Kibes e almôndegas	30-40	30-40	70-80	>6.000	>3.000
		Empanados de frango	30-40	30-40	70-80	>6.000	>3.000

Fonte: Voto do conselheiro Carlos Emmanuel Ragazzo no caso da fusão da Sadia com a Perdigão¹.

As principais medidas do TCD previam que os produtos da marca Perdigão fossem suspensos por até cinco anos, dependendo do tipo de produto². Além disso, a Batavo que havia sido comprada pela Perdigão em 2007, teve que suspender suas vendas de produtos derivados de carne processada ficando então restrita à produtos lácteos por quatro anos. A BRF ficou ainda proibida de criar novas marcas que buscassem substituir as que estavam sendo suspensas no prazo de cinco anos, procurando assim evitar que a empresa implementasse uma estratégia de “mimetização”, por meio da criação uma marca com características semelhantes à que foi suspensa. A BRF também assinou um Contrato de Permuta de Ativos e Outras Avenças junto à Marfrig (dona da marca Seara), no qual permutou os seguintes ativos:

- As marcas: Rezende, Wilson, Texas, Tekitos, Patitas, Escolha Saudável, Light Ellegant, Fiesta, Freski, Confiança, Doriana e Delicata, e direitos de propriedade intelectual relacionados.

¹ O número do caso é 08012.004423/2009-18

² Pernil, presunto, paio, tender e linguiça ficaram suspensos por 3 anos, salames por 4 anos, e lasanha, pizzas, quibes, almondegas, e frios saudáveis por 5 anos.

- Os centros de distribuição das seguintes cidades: Bauru, Brasília, São José dos Pinhais, Ribeirão Preto, Cubatão, Salvador, Duque de Caxias e Campinas.
- As seguintes unidades produtivas: Carambeí, Brasília, São Gonçalo, Salto Veloso, Bom Retiro do Sul, Lages, Duque de Caxias, Várzea Grande, Valinhos e Excelsior.
- Contratos de fornecedores: Deverá ser cedida toda a carteira de contratos com produtores integrados de aves e de suínos, atualmente utilizada para garantir o suprimento específico das unidades de produção citadas acima.

Tais alienações equivaleram a 792 mil toneladas de diversos tipos de alimentos, o que equivaleu a 12,5% do total de produção (5,8 milhões de toneladas) da BRF do ano de 2011. Cabe ressaltar que tais proibições de vendas das marcas Perdigão e Batavo foram exclusivamente destinadas ao mercado brasileiro, evitando causar qualquer prejuízo a estratégia da empresa no exterior.

4.3 Base de dados

Este trabalho busca analisar se houve mudanças no mercado de pratos prontos congelados após a criação da Brasil Foods. Como foi visto nesse capítulo, o CADE tomou algumas ações buscando proteger a livre concorrência em todos os mercados afetados pela união das duas grandes empresas de congelados do Brasil, a Sadia e a Perdigão. Para verificar se houve ou não efeitos econômicos na organização do mercado, utilizamos dados fornecidos por uma organização que atua na venda por varejo em Brasília.

Por questões éticas e de sigilo financeiro não iremos expor qual o nome da organização que forneceu os dados para esta pesquisa. Mas para garantir a seriedade da pesquisa e veracidade dos dados iremos destacar algumas das principais características da instituição em questão.

Esta “organização” está entre as maiores redes de supermercados do Centro-Oeste, possuindo um total de quinze lojas por todo o Distrito Federal e entorno, onde está situada desde a década de 1970, completando então mais de quarenta anos de atuação no varejo candango. Segundo dados da Associação Brasileira de Supermercados (Abras) a organização está entre as 100 maiores redes de

supermercado do Brasil, e sua receita chegou quase a meio bilhão no ano de 2012. Hoje, possui cerca de 3.000 colaboradores distribuídos em 20.000 metros quadrados de área de venda e atendem cerca de 40.000 clientes por dia.

Os fatores utilizados para verificar se houver uma real mudança no mercado foram os preços de venda e quantidade vendida. Para fins de simplificação e objetivação, e por se tratar de empresas com vasta gama de produtos, escolhemos a lasanha à bolonhesa de 600g como o produto que irá representar a produção cada marca. A amostra temporal foi de janeiro de 2008 até dezembro de 2014, ao passo que sua periodicidade foi mensal.

Como após a fusão a Brasil Foods teve que suspender a venda de vários produtos de duas das suas principais marcas, Perdigão e Batavo, os dados coletados que representarão a BRF serão as vendas e os preços da sua marca Sadia. Além disso, queremos analisar como suas concorrentes foram afetadas pela fusão, e para isso, obtemos também os dados referentes às suas principais rivais Bonasa, Aurora e Seara. Buscando evitar discordâncias nos dados observados devido compras ou vendas de novas lojas, foram analisados apenas os dados referentes a uma loja. A loja escolhida foi a da região administrativa do Gama, cidade satélite de Brasília, pelo fato de apresentar uma maior constância nos dados, grande variedade de produtos, e ser a loja com maior faturamento.

Antes de efetuar as regressões e aplicar os testes, foi necessário obter os preços de venda reais de cada produto, uma vez que a inflação variou durante todo o período estudado. Para isso utilizamos o índice de preços *IPCA – alimentação e bebidas* para obter os valores reais dos preços de venda. O IPCA é o índice de preços ao consumidor amplo, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e, atualmente, é o índice oficial para medir a inflação do país. Ele é calculado a partir do consumo pessoal das famílias cujo rendimento varia entre 1 e 40 salários mínimos. A pesquisa é realizada em estabelecimentos comerciais, domicílios e concessionárias de serviços públicos e em seu cálculo são atribuídos pesos a cada categoria de custo das famílias. A partir de 2012, o IPCA passou a ter novos pesos em cada segmento buscando se adaptar às mudanças de hábitos de consumo captadas pela Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) 2008-2009. As categorias com maior peso após a mudança passaram a ser são alimentação,

transporte, habitação e saúde. Como nosso objetivo era obter os preços reais das lasanhas, precisávamos realmente de um índice que apresentasse a evolução da inflação justamente no setor de alimentação, dessa forma utilizamos o *IPCA – alimentação e bebidas*, que é um índice específico que captura com maior precisão as variações dos preços do setor alimentício, uma vez que dá um peso maior para os custos de alimentação das famílias que o do IPCA comum.

4.4 Metodologia

A partir das informações comerciais da “organização” foi possível fazer uma regressão linear utilizando como variável dependente os preços de venda e quantidade vendida de lasanha à bolonhesa de 600g desde janeiro de 2008 até dezembro de 2013. Em ambos os casos usamos como variáveis explicativas duas *dummies*, *não_fusão* e *fusão*, e consideramos o intercepto (β_0) igual à zero, para evitar colinearidade perfeita. A variável *dummy fusão* assumiu o valor de 1 para todo o período de tempo após a fusão, de agosto de 2011 (já que a fusão ocorreu no dia 11 de julho, consideramos o mês subsequente) até dezembro de 2013 e 0 para o período anterior a fusão, enquanto que *não_fusão* assumiu o valor 1 para o período anterior da fusão (de janeiro de 2008 até julho de 2011) e 0 para o período posterior. Através das regressões queremos observar como se comportaram os preços de venda e quantidade vendida da Sadia, antes e depois da fusão, e também analisar como esse processo atingiu suas principais concorrentes, Seara, Aurora e Bonasa.

Após realizar a regressão, aplicamos o teste t de *Student* para testar a igualdade dos parâmetros. Em outras palavras, queremos testar se β_1 é igual a β_2 , ou seja, o parâmetro que multiplica a variável *não_fusão* é igual ao parâmetro relacionado à *fusão*. Caso os parâmetros sejam diferentes podemos afirmar que houve uma quebra estrutural. Caso contrário, temos indícios que não houve mudanças significativas no período em questão. Para isso devemos realizar um teste de hipótese considerando a hipótese nula (H_0): $\beta_1 = \beta_2$ e a hipótese alternativa (H_1): $\beta_1 \neq \beta_2$. Já que são apenas dois parâmetros podemos utilizar um teste t para observar qual das hipóteses é verdadeira. A estatística do teste t possui a seguinte forma:

$$t = \frac{(\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2) - (\beta_1 - \beta_2)}{ep(\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2)}$$

O teste segue uma distribuição com $n - k$ graus de liberdade, sendo n o tamanho da amostra, e k o número de parâmetros estimados. $\hat{\beta}_1$ e $\hat{\beta}_2$ são os parâmetros estimados, enquanto que β_1 e β_2 são os parâmetros populacionais. O erro padrão de $(\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2)$ é calculado a partir da seguinte fórmula:

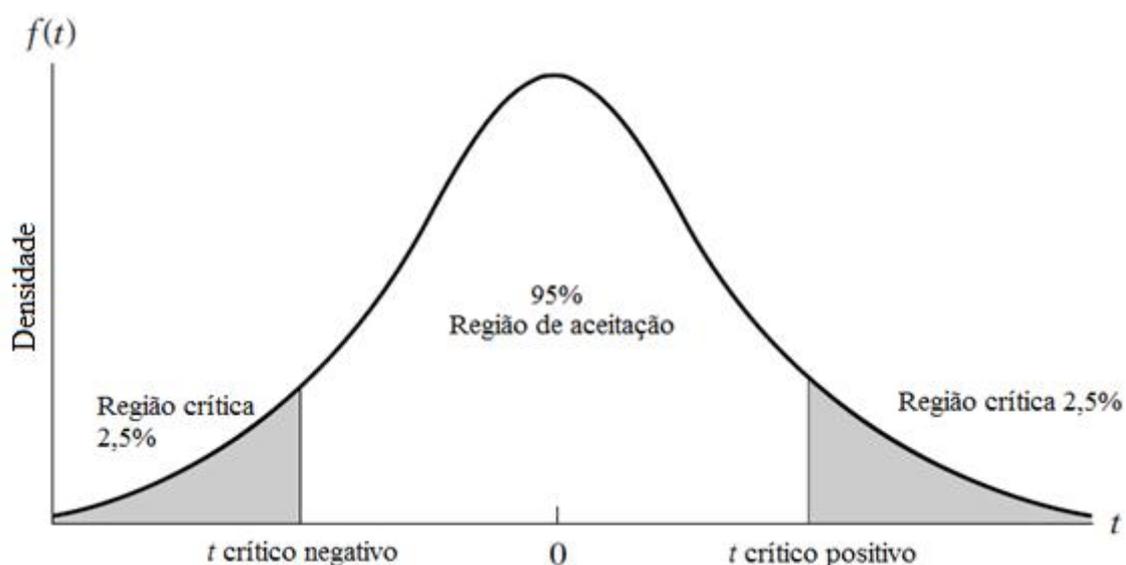
$$ep(\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2) = \sqrt{var(\hat{\beta}_1) + var(\hat{\beta}_2) - 2cov(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2)}.$$

Substituindo a hipótese nula ($\beta_1 = \beta_2$) e a expressão acima no teste t obtemos:

$$t = \frac{(\hat{\beta}_1 - \hat{\beta}_2)}{\sqrt{var(\hat{\beta}_1) + var(\hat{\beta}_2) - 2cov(\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2)}}$$

Após substituir os valores devemos calcular a estatística t . Ao calcularmos o valor de t para nossa hipótese, devemos comparar se este valor excede ou não os valores críticos obtidos pela tabela da estatística t em determinado nível de significância. Caso esse valor seja maior devemos refutar a hipótese nula, caso contrário não devemos rejeitá-la. Outra forma de analisarmos os resultados é por meio do p -valor da estatística t . O p -valor é a probabilidade de estatística t ser igual ou mais “extrema” do que o observado, sob a hipótese de H_0 ser verdade. Quanto menor for o p -valor, maiores são as chances de refutarmos H_0 . Como nossa hipótese se trata de uma alternativa bilateral (também chamada de bi-caudal) o p -valor que encontramos é a probabilidade do valor t calculado não estar entre os valores críticos, como podemos ver no gráfico abaixo. Em nosso estudo utilizaremos um nível de significância de 5%. Dessa forma quando o p -valor for menor que 0,05 iremos refutar a hipótese nula. Portanto, ressaltamos que ambos os caminhos, tanto análise do p -valor quanto a comparação dos valores da estatística t , levam ao mesmo resultado.

Gráfico 9. Região de aceitação do teste t ao nível de significância de 5%



Fonte: Livro do Gujarati página 131, com adaptações.

4.5 Resultados Esperados

4.5.1 Modelo de Cournot simples.

Segundo o modelo de Salant et al., o mercado é composto por n firmas, todas idênticas, e a concorrência ocorre por meio de um modelo simples de Cournot. A partir de uma fusão entre 2 concorrentes, o que de fato ocorre é que o mercado fica com $n-1$ firmas pois a firma que irá surgir do ato de concentração continua a ser idêntica às suas concorrentes. Dessa forma, os resultados esperados são de que, com a fusão da Sadia com a Perdigão, haveria um aumento na quantidade de vendas das concorrentes paralelamente a uma diminuição na quantidade ofertada da firma recém-fusionada, o que chamamos de o paradoxo da fusão. Observamos também que a produção agregada após a fusão é menor que a produção anterior a ela, ou seja, o aumento visto na produção das firmas não-participantes seria menor que a diminuição na oferta das firma fusionada. Concomitantemente, seria esperado um aumento dos preços, visto que a produção agregada diminuiu. Como esses aumentos não ocorreram devido a um aumento nos custos do processo produtivo,

isso acaba por aumentar também aumentar os lucros das empresas não participantes. Eles vendem mais, e a uma margem $P - c$ maior por unidade.

4.5.2 Modelo de Cournot com diminuição de custos.

Considerando que a fusão possa gerar uma melhora efetiva no processo produtivo, podemos supor que a união de duas grandes firmas geram diversos tipos de sinergia como a diminuição nos custos variáveis. Segundo estudos de Farrell e Shapiro, uma queda nos custos variáveis advindos de um processo de fusão horizontal, como o da Sadia e Perdigão, geraria uma variação no preço de equilíbrio dos mercados em questão. Supomos que em uma economia as firmas apresentam uma diferença em seus custos, dessa forma quando ocorrer a fusão entre uma firma de custo maior e outras de custo menor, a produção será totalmente transferida para as fábricas da firma mais eficiente, ou suas fábricas serão adaptadas para o uso da tecnologia de menor custo. Para explicar a redução dos custos marginais podemos citar como possíveis sinergias do processo de fusão a redução de ineficiências, melhoria da capacidade produtiva, aprimoramentos no processo de gestão, capacitação da mão-de-obra e maior margem de negociação com fornecedores. Dessa forma, segundo esse modelo, as fusões geralmente aumentam os preços e diminuem a produção, principalmente se a fusão não gerar sinergias. Para que ocorra uma queda nos preços e um aumento na produção é necessário que ocorra uma considerável economia de escala ou de grandes aprendizados, como aprender novas técnicas produtivas, novas patentes, ou melhorias nas habilidades gerenciais.

4.5.3 Modelo de Stackelberg.

O último modelo estudado foi o de A.F. Daughety, no qual propõe que fusões horizontais podem gerar firmas líderes, ou seja, passamos de um modelo de Cournot simples para um modelo de Stackelberg. O que leva uma firma a se tornar uma líder é um fator incerto, mas se tratando das duas maiores firmas de alimentos congelados do Brasil, que juntas atingem 80% do market share de diversos setores do mercado alimentício, parece ser um pressuposto bastante razoável supor que a fusão da Sadia com a Perdigão irá criar uma empresa líder nos principais setores em que atuar. No modelo de Stackelberg as firmas líderes escolhem a quantidade que irão ofertar antes de suas concorrentes, as firmas seguidoras. Por sua vez as

firmas seguidoras concorrem entre si a partir de um modelo de Cournot simples. Assim, considerando que todas as empresas possuem custos iguais, é de se esperar que em um mercado onde ocorreu a fusão de duas firmas, e no qual a firma resultante da fusão atua como uma líder de mercado, a produção desta firma tende a aumentar (seu nível de produção se iguala à de uma firma monopolista) ao mesmo tempo em que o preço cai, gerando ainda assim um aumento no lucro. Porém isso não reflete para suas concorrentes, que diante dessas circunstâncias são obrigadas a diminuir sua produção e conseqüentemente seus lucros. Este modelo acaba então com o paradoxo das fusões, que tratamos no modelo de Cournot simples, já que permite explicar como um processo de fusão gera um aumento na produção e no lucro das firmas envolvidas.

4.6 Resultados Obtidos

Tabela 2. Média e desvio padrão da quantidade de vendas das marcas

Marca	Quantidade		Desvio Padrão Pré-Fusão	Desvio Padrão Pós-Fusão
	$\hat{\beta}_1$	$\hat{\beta}_2$		
Aurora	131,32	164,14	86,58	85,73
Bonasa	148,41	175,75	138,50	133,52
Sadia	271,05	705,38	139,94	186,62
Seara	88,08	213,48	96,31	141,40

Software utilizado foi o Eviews versão 7.2.

Tabela 3. Média e desvio padrão do preço de vendas das marcas

Marca	Preço de Venda		Desvio Padrão Pré-Fusão	Desvio Padrão Pós-Fusão
	$\hat{\beta}_1$	$\hat{\beta}_2$		
Aurora	6,55	7,67	0,51	0,67
Bonasa	5,57	6,00	0,87	0,66
Sadia	7,93	8,79	0,64	0,98
Seara	6,91	7,25	0,64	0,46

Software utilizado foi o Eviews versão 7.2.

Tabela 4. Teste de igualdade dos parâmetros de cada marca

Marcas	Teste de Hipóteses			
	P-valor - Quantidade vendida	Variação	P-valor - Preço de venda	Variação
Aurora	0,1274	Nenhuma	0,0000	Positiva
Bonasa	0,4300	Nenhuma	0,0335	Positiva

Sadia	0,0000	Positiva	0,0000	Positiva
Seara	0,0001	Positiva	0,0206	Positiva

Software utilizado foi o Eviews versão 7.2.

Os resultados do teste t aplicado ao modelo em que a variável dependente era a quantidade de lasanhas vendida da marca Sadia foi de não aceitação da hipótese nula. O t calculado a partir do teste (12,09) foi maior que o t crítico da tabela (1,99) a partir de uma amostra com 70 graus de liberdade, com nível de significância de 5%. Como podemos também ver, o p-valor foi de 0,00% logo temos fortes tendência a rejeitar H_0 . Dessa forma podemos afirmar com um nível de segurança de 95% de que os parâmetros não são iguais, ou seja, a fusão que criou a Brasil Foods de fato causou mudanças na quantidade vendida de lasanha da marca Sadia. O teste realizado utilizando o preço de venda como variável dependente também nos levou a rejeitar a hipótese nula. O t obtido a partir do modelo foi de 4,53, o que de fato é maior que o t crítico 1,99 observado na tabela, com 70 graus de liberdade e nível de significância de 5%. O que nos leva novamente a afirmar que os parâmetros são diferentes. A fusão realmente afetou o preço de venda das lasanhas para a organização em questão. Observando os resultados da tabela 4.1 podemos ver que a alteração na quantidade foi na realidade, um aumento da quantidade vendida da marca Sadia. Comparando o $\hat{\beta}_1$ com $\hat{\beta}_2$, observamos que a média de vendas anterior à fusão era de 271 unidades, enquanto que posteriormente, foi de 705. Ou seja, a variação das vendas entre os dois subperíodos foi positiva. Da mesma forma, a variação observada nos preços de venda foi no sentido de um aumento no valor dos produtos para a organização em questão. A média dos preços anterior à fusão era de R\$ 7,93, enquanto que posteriormente foi de R\$ 8,79, lembrando que tais valores representam os valores reais.

Para as outras marcas analisaremos apenas o p-valor para evitar repetições e tornar a análise dos dados mais ágil. Porém, como já foi dito anteriormente, ambos os processos, tanto análise do p-valor quanto a comparação dos valores da estatística t , levam ao mesmo resultado.

Realizamos os mesmos testes tanto para o preço de venda quanto para a quantidade para marca Aurora, só que agora o teste t possui 65 graus de liberdade,

enquanto que mantemos o nível de significância em 5%. Os resultados observados foram que os parâmetros não apresentaram diferenças quando utilizamos como variável dependente a quantidade de lasanha vendida. Apesar da diferença nas médias de quantidade de vendas entre os dois subperíodos, antes da fusão era de 131 e passou para 164, não podemos afirmar que houve realmente um aumento na quantidade vendida, uma vez que os desvios padrões foram relativamente altos (aproximadamente 85 unidades tanto antes quanto após a fusão). O p-valor observado foi de 0,1274. Portanto não devemos rejeitar a hipótese nula e consideramos que não houve uma mudança estrutural, em outras palavras, a fusão não afetou de forma significativa a quantidade de vendas de lasanha a bolonhesa da marca Aurora. Quanto ao preço de venda, o preço médio antes da fusão era de R\$ 6,55 enquanto que após o ato foi para R\$ 7,67, os desvios padrões são relativamente baixos (0,51 antes e 0,67 após a fusão), temos assim fortes indícios de que os preços aumentaram após a fusão. Realizando o teste, obtivemos um p-valor de 0,00, logo nós refutamos a hipótese de igualdade dos parâmetros. Podemos, assim afirmar que a fusão entre Sadia e Perdigão gerou mudanças significativas nos níveis de preços, que no caso da marca Aurora foi no sentido de um aumento dos preços de venda.

O teste t realizado para a marca Bonasa possui 60 graus de liberdade e adotamos, mais uma vez, um nível de significância de 5%. O primeiro teste foi realizado no modelo de quantidade de vendas e o p-valor encontrado foi de 0,43, e logo muito acima de 0,05. Portanto o resultado foi de que nós não devemos rejeitar H_0 , ou seja, a fusão não gerou mudanças significativas nas vendas de lasanha da marca Bonasa. Similarmente ao caso da Aurora, as médias de vendas entre os dois subperíodos foram diferentes (era de 148 e foi para 175), porém por causa dos seus altos desvios padrões não podemos afirmar, com grande segurança, que as vendas variaram. O teste realizado para preços de venda por sua vez nos levou a refutar a hipótese de igualdade dos parâmetros. O p-valor de 0,03 nos dá grandes indícios de que houve uma quebra estrutural, e que de fato os preços de venda antes e após a fusão são diferentes. A variação observada nos preços de venda dos dois subperíodos foi positiva, a média anterior a fusão era de R\$ 5,57 enquanto que após foi de R\$ 6,00. Logo, podemos afirmar que a fusão que resultou na criação da BRF gerou um aumento nos níveis de preço da marca Bonasa.

Para Seara, realizamos novamente o teste t de Student, com 63 graus de liberdade e com 5% de significância, para verificar se os efeitos da fusão apresentaram reais mudanças na quantidade vendida de lasanhas e no preço de venda. Os resultados obtidos reforçam que a quantidade de lasanhas vendidas após a fusão mudou significativamente, observando que o p-valor no modelo em que a variável dependente era a quantidade vendida foi de apenas 0,0001, levando então à rejeição da hipótese nula de igualdade dos parâmetros. No caso da Seara, a variação dos parâmetros foi no sentido positivo, a média da quantidade vendida de lasanhas passou de 88 para 213 após a fusão. Ao realizarmos o teste no modelo de preço de venda o que se observa também é um forte indício de que devemos refutar a hipótese nula já que p-valor é igual a 0,02, ou seja, a mudanças geradas pelas fusões afetaram os preços de venda dessa marca. A variação novamente foi positiva, antes da fusão a média do preço de venda era de R\$ 6,91 e após o ato subiu para R\$ 7,25. Portanto, a fusão provocou um aumento tanto da produção, quanto dos preços de venda da marca Seara.

4.7 Análise dos Resultados

Diante dos resultados retratados observa-se que dentre as quatro maiores marcas de lasanha do Centro-Oeste, a Sadia e Seara apresentaram uma evolução na quantidade vendida após a fusão que formou a BRF, ao passo que a Aurora e a Bonasa permaneceram com suas vendas inalteradas. Diferentemente, o que observamos com os preços de venda foi um aumento generalizado em todas as quatro marcas. O que para muitos pode ser bastante ilógico uma vez que as vendas aumentaram, era de se esperar que esse fenômeno tenha sido motivado justamente por uma queda nos preços.

Os modelos estudados nesse trabalho consideram que as firmas produzem apenas um único bem (são monoprodutoras), e esse bem é homogêneo, ou seja, não há diferenciação dos produtos. As marcas estudadas nesse trabalho são claramente multiprodutoras (produzem diversos tipos de alimentos), logo é de se esperar que os resultados obtidos se diferenciem dos esperados a partir dos modelos econômicos. Outro fator importante a ser destacado é de que nesses modelos de economia industrial, a demanda depende exclusivamente do preço do produto em questão, porém, como podemos ver nos resultados, outros fatores

influenciam nas decisões dos consumidores. Por exemplo, as marcas Seara e Sadia que apesar do aumento de seus preços, apresentaram um aumento em sua demanda. Ainda cabe ressaltar que os modelos de A.F Daughety (1990) e Sallantz et al. (1983) pressupõem que o mercado seja composto de firmas idênticas. O que claramente não ocorre no mercado de lasanhas visto nesse estudo de caso. As firmas estudadas possuem custos, métodos produtivos e níveis de eficiência.

Apesar de que em nosso estudo o mercado não esteja em situação de Cournot simétrica, tentaremos explicar parte desse aumento da produção da Sadia, utilizando o modelo de Farrell e Shapiro, uma vez que esse modelo explica as variações de custos entre as firmas participantes e não-participantes da fusão. Esse modelo demonstra que as fusões horizontais podem gerar ganhos de sinergia e de conhecimento, levando então a uma redução nos custos. Como vimos anteriormente, as fusões horizontais podem levar a uma melhora produtiva a partir dos conhecimentos compartilhados entre as duas antigas firmas, como por exemplo, formas de produção mais econômicas, acesso a insumos diferenciados, e meios de gerenciamento mais eficientes. Ao mesmo tempo, as fusões podem resultar em ganhos de escala, ou seja, a firma pode passar a produzir uma quantidade maior de bens e produtos a partir de uma quantidade menor de insumos. Contudo, os resultados do modelo destacam que para que ocorra um aumento da produção é necessário que ocorra ganhos de escala ou aprendizados *suficientemente grandes* para garantir um aumento da produção, e não somente o desenvolvimento de *qualquer* sinergia. Além disso, o poder de mercado e a elasticidade da demanda do produto têm grande influência nos resultados da fusão. Quanto maior for o poder de mercado da firma e quanto mais inelástica for a demanda, maiores são as chances de a fusão resultar em ganhos produtivos para firma fusionada.

Observando os resultados da tabela 4.3, podemos supor que a fusão gerou efetivamente evoluções no processo produtivo, e a partir disso, a Sadia aumentou sua produção e também seu lucro. Seus concorrentes foram pressionados a manter ou diminuir suas produções, pois não podiam competir com a nova firma, uma vez que seus custos eram tão maiores. (Novamente lembramos que para o aumento da produção se efetivar são necessários ganhos de escala ou de conhecimentos relativamente altos.) Como a produção cresceu e os custos diminuíram, outro

resultado esperado por esse modelo é de uma diminuição dos preços. Mas então surgem algumas perguntas: por que os níveis de preço de todas as marcas aumentaram? Por que a produção da Seara, que não se uniu com nenhuma outra firma, aumentou?

Podemos explicar os resultados obtidos a partir da suposição de que há uma diferenciação dos produtos. Apesar de os produtos analisados nesses testes serem todos lasanhas à bolonhesa, o que de fato observamos é que para o consumidor eles não são bens substitutos perfeitos pois mesmo com preços acima de suas outras concorrentes, as marcas da Sadia e Seara conseguiram ampliar seu número de vendas. Ou seja, a maior parte dos consumidores prefere pagar mais caro por uma lasanha das marcas Sadia ou Seara a comprar o “mesmo” produto das marcas Bonasa ou Aurora. Mesmos bens com formas de produção e insumos similares, aos olhos dos clientes, são diferentes. Parte dessa predileção vem da confiança e hábitos dos consumidores. Por já comprarem uma determinada marca há bastante tempo, não se sentem seguros a arriscar comprar de outras, mesmo sendo mais baratas, uma vez que a qualidade das marcas dominantes já está assegurada.

Na teoria neoclássica as firmas em concorrência perfeita são tomadoras de preços, e não conseguem por si só alterar os níveis de preço. Porém, no caso de oligopólio, as firmas deixam de ser tomadoras de preços e passam a ser price makers por causa das diferenças de poder de mercado e o baixo número de concorrentes. Supondo que os custos de produção da marca Sadia caíram por causa da fusão, o aumento dos preços deve se entendido como resultado do aumento do markup³ da firma. Esse aumento do markup é permitido justamente pela diferenciação dos produtos e pela baixa elasticidade-preço da demanda. Pois quanto mais inelástica for a demanda de um produto, menor será a variação da demanda a partir de uma variação no preço, permitindo então, as firmas a elevarem seu markup. Como foi dito anteriormente, apesar de todos os produtos serem lasanhas, para o consumidor eles não parecem ser bens substitutos perfeitos (existe diferenciação dos bens), o que nos ajuda a supor que a demanda não seja muito elástica. Esses fatores permitem às firmas dominantes fixarem preços acima de seus custos sem resultar em uma queda da demanda, e manter conseqüentemente seus altos lucros.

³ Markup é a diferença entre os preços da mercadoria e seu efetivo custo.

Dessa forma, podemos explicar o motivo de os aumentos dos preços tanto da marca Sadia quanto da Seara não gerarem uma diminuição da quantidade demandada.

O aumento da produção da marca Seara pode ser explicado principalmente devido à atuação do CADE no processo de fusão da Brasil Foods. Pois como já citamos nesse capítulo, diversas unidades produtivas, centros de distribuição, contratos com fornecedores, e até marcas da BRF foram repassadas para Seara. Essa medida foi necessária para garantir a concorrência leal no mercado de alimentos e também evitar um controle exacerbado no controle dos preços por uma única firma. Ou seja, o objetivo principal era evitar que os consumidores saíssem prejudicados desse ato de concentração. Os resultados da tabela 4.3 nos dão indícios de que os acordos selados junto à BRF levaram efetivamente a um aumento na produção da Seara. Porém, o que também se observa é que tais acordos não foram suficientes para proteger os consumidores, pois tanto os preços da BRF quanto os da Seara aumentaram após a fusão.

Já os aumentos dos preços por parte das firmas Aurora e Bonasa podem ser justificados por causa das barreiras a entrada de novas firmas no mercado. Existem poucas firmas que oferecem lasanha à bolonhesa nos mercados da “organização” em que foram retirados os dados. Juntando essa situação com a falta de entrada de novas firmas no mercado, até as marcas de menor poder de mercado podem aumentar seus preços sem prejudicar seus lucros. Os consumidores então precisam escolher se irão comprar lasanhas com preços cada vez mais altos, ou então irão interromper as compras dessa massa. Esse foi justamente um dos pontos principais de preocupação do CADE quando aprovaram a fusão da Sadia, se em um prazo de três anos haveria possibilidade de outras empresas do mesmo setor entrarem no mercado brasileiro e oferecerem concorrência significativa à BRF. À primeira vista, lasanhas não são produtos que necessitem de alto nível tecnológico para sua produção, o que facilitaria a entrada de pequenos e médios produtores. Mas o que observamos é que as barreiras são muito mais complexas que isso. Segundo o voto do conselheiro Ragazzo, devemos analisar não apenas se há oportunidades de vendas a serem preenchidas por uma nova entrante, mas também se existe espaço para que ela possa se manter no mercado por meio da conquista de market-share e do estabelecimento de marca diferenciada. Ou seja, o fato de as marcas, já estarem

consolidadas no hábito dos consumidores torna-se, uma real barreira às novas firmas, prejudicando o crescimento do mercado, e permitindo um constante aumento dos preços pelas maiores marcas.

5. Conclusão

O presente trabalho buscou mostrar quais foram os principais resultados da fusão que envolveu as marcas Sadia e Perdigão no ano de 2011. Por se tratar da concentração de duas gigantes do setor alimentício e ter causado impactos não somente no Brasil, mas também internacionalmente, tivemos que realizar algumas simplificações. Para isso, analisamos as variações dos preços de venda e da quantidade de lasanhas à bolonhesa vendida, em um dos maiores supermercados de Brasília. Nesse estudo consideramos as quatro maiores produtoras de lasanha de Brasília, as marcas Aurora, Bonasa, Sadia e Seara.

Os modelos estudados no primeiro capítulo supõem que a competição seja ditada como em um modelo de Cournot (modelos de Sallantz et al, e Farrell e Shapiro) ou de Stalckeberg (modelo de A.F Daughety), porém quando analisamos problemas de economia do mundo real os resultados obtidos se diferem em muito dos esperados pelos modelos microeconômicos. Em nosso trabalho não foi diferente. Todos os modelos analisados esperam que a fusão traga uma diminuição da oferta e conseqüentemente aumentos dos preços (paradoxo da fusão), ou que gere um aumento na produção e uma queda nos preços. O que observamos foi que, a partir da fusão, houve um aumento dos preços de venda de todas as marcas em questão. Quanto à produção, a Sadia e Seara aumentaram sua quantidade de vendas, enquanto a Aurora e a Bonasa mantiveram suas vendas inalteradas. Ou seja, nenhum dos modelos consegue explicar com totalidade os resultados obtidos. Isso ocorre pelo fato de que esses modelos microeconômicos consideram que as firmas antes da fusão apresentavam uma situação de simetria, mas o que foi observado é que na realidade as quatro marcas possuíam market-share distintos.

Para explicar os resultados tivemos que mostrar que os mercados de alimentos no Brasil atuam de uma forma muito distante dos modelos de oligopólio da economia industrial. Para uma total adequação aos modelos seria necessário que ambas as firmas produzissem bens idênticos e que não existisse diferenciação dos

produtos. Mas o que observamos é que os produtos de cada firma, apesar de semelhantes, não são idênticos e nem podemos considerá-los substitutos perfeitos. Esses fatores unidos às barreiras a entrada de novas marcas, ao grande poder de mercado de algumas firmas, e à intervenção dos órgãos defensores da concorrência geram resultados tão diferentes.

O fato de estarmos fazendo uma generalização dos resultados da fusão por apenas analisarmos um produto específico podem também ter influenciado os resultados. O setor alimentício é extremamente amplo e diversificado, passando desde produtos lácteos até pratos prontos congelados. Cada produto possui elasticidades preço-demanda distintas, o que dificulta uma generalização dos resultados obtidos de lasanhas para os outros tipos de alimentos. Então para uma análise mais profunda sobre os efeitos reais causados pela fusão, outros estudos podem ser feitos a partir da variação dos preços e quantidades de vendas de outros produtos. A questão setorial pode ser expandida também, analisamos apenas uma loja de uma rede de supermercados de Brasília, em outros estudos podem avaliar como as variações afetaram os consumidores em outras regiões do Brasil.

6. Referência Bibliográfica

ALMEIDA, E. S. **Mudança institucional e estrutural na economia brasileira do início dos anos noventa.** Análise Econômica, Porto Alegre, n.31, 1999.

AOUN, S. et al. **Dinâmica das fusões e aquisições no investimento direto estrangeiro: especificidade das indústrias de alimentos e bebidas no Brasil, 1996-2006.** Informações Econômicas. São Paulo, 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Evolução dos Fluxos de Investimento Estrangeiro Direto.** Relatório de inflação de Setembro. 2011.

CABO, P. **As Fusões no Sistema Integrado de Crédito Agrícola Mútuo Português.** Dissertação de mestrado. Universidade do Minho, Braga, 2003.

CADE. **Parecer da ProCade nº 196/2011.** Ato de concentração nº 08012.004423/2009-18. Partes Perdigão S.A e Sadia S.A. 2011.

CAGNIN et al. **A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012)**. Novos Estudos nº 97. Centro Brasileiro de Análise e Planejamento, 2013.

CAMARGOS, M. e COUTINHO, E. **A teoria da firma e fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces**. Revista de Administração Contemporânea, Curitiba, v. 2, p. 273-295, 2008.

CANO, M. **O recente processo de fusões e incorporações na economia brasileira**. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2003.

CANO, W e Silva, A. L. **Política industrial do governo Lula**. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2010.

CANO, W. **Uma agenda nacional para desenvolvimento**. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2010.

CARVALHO, J. M. **A nova lei da concorrência e o impacto de suas mudanças nas análises de atos de concentração pelo CADE**. Revista de Defesa da Concorrência, nº 2. 2013.

CARVALHO, M. **Fusões e Aquisições no Sector Bancário: Homogeneização ou diferenciação dos Produtos Bancários**. Dissertação de Mestrado. Universidade do Minho, Braga, 2007.

COASE, R. **The nature of the firm**. *Economica*, v. 4, p. 386-405, 1937.

CORAZZA, G. **A inserção do Brasil na globalização financeira**. In: CONGRÈS INTERNATIONAL MARX, 2004, Paris, 2004.

DAUGHETY, A. F. **Beneficial Concentration**. *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 5, p. 1231-1237, American Economic Association, 1990.

DERMINE, J. **The Economics of Bank Mergers in the European Union, a Review of the Public Policy Issues**. INSEAD, Fontainebleau. 1999.

FARRELL, J.; SHAPIRO, C. **Association Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis**. *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 1, p. 107-126. American Economic Association, 1990.

FIRTH, M. **Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm.** The Quarterly Journal of Economics, v. **94**, p. 235-260. 1980.

FLOREZ, A. **Sistema Bancário Colombiano: Somos Eficientes a Nível Internacional?** Archivos de Economía, Working Paper n.º 02-190, Banco de la República. 2002.

GAMA, M. M. **A teoria antitruste no Brasil: fundamentos e estado da arte.** Texto para discussão n. 257. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2005.

GIAMBIAGI, F. et al. **A economia brasileira contemporânea 1945 -2004.** Elsevier. Rio de Janeiro, 2005.

GUJARATI, D. **Econometria Básica.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

JENSEN, M. e MECKLING, W. **Theory of the firm: managerial behavior agency, costs and ownership structure.** Journal of Financial Economics, v. 3, p. 305-360. 1976.

KNORST, A. S. **Reestruturação patrimonial de empresas no Brasil e na Argentina (1990-1999).** 2007. Dissertação (Mestrado em Integração Latino-americana). Universidade Federal de Santa Maria, Santa Maria, 2007.

KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2013 – 4º trimestre.** 2013.

KUME, H. **A política de importação no Plano Real e a estrutura de proteção efetiva.** Texto para discussão n. 423. Brasília: IPEA, 1996.

LAPLANE, M.; SARTI, F. **Prometeu acorrentado: o Brasil na indústria mundial no início do século XXI.** In: CARNEIRO, R. (Org.). A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula. São Paulo. Editora Unesp, 2006.

MARION, P. J. E VIEIRA, G. **Fusões e Aquisições (F&A) de empresa no Brasil (1990-2006).** Revista Administração. Santa Maria: Universidade Federal de Santa Maria, 2010.

MARKWALD, R. A. **O impacto da abertura comercial sobre a indústria brasileira: balanço de uma década.** Revista Brasileira de Comércio Exterior, Rio de Janeiro, 2001.

MATOS, P. e RODRIGUES, V. **Fusões e Aquisições: Motivações, Efeitos e Política**. Principia, Cascais. 2000.

MINADEO, R. e CAMARGOS, M. **Fusões e Aquisições no Varejo Alimentar: uma análise das estratégias de entrada e de crescimento do Carrefour e Wal-Mart no mercado brasileiro**. Revista de Ciências da Administração, v. 11, p. 102-135, 2009.

MIRANDA, J. C. e MARTINS, L. **Fusões e Aquisições de empresa no Brasil**. Economia e Sociedade, 2000. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2000.

NONNENBERG, M. J. B. **Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no Brasil: as décadas de 1970 e 1990**. Texto para discussão n. 969, Rio de Janeiro: IPEA, ago. 2003

OLIVEIRA, L. F. **Análise da concentração no mercado doméstico de aviação civil entre 2001 e 2012**. Trabalho de conclusão de curso. UFRGS, Porto Alegre, 2012.

PEPALL, L.; RICHARD, D.; NORMAN, G. **Contemporary Industrial Organization: A Quantitative Approach**. New Jersey John Wiley & Sons, Inc., 2011.

ROCHA, F., PIRES, L. e BUENO, S. **Dinâmica da concentração de mercado na indústria brasileira, 1996-2003**. Economia e Sociedade, v. 19, p. 477-498, 2010.

ROSENBERG, G., FONSECA, M. e D'AVILA, L. **Análise comparativa da concentração industrial e de *turnover* da indústria farmacêutica no Brasil para os segmentos de medicamentos de marca e genéricos**. Economia e Sociedade, v. 19, p. 107-134, 2010.

SALANT, S. W.; SWITZER S.; REYNOLDS, R. J. **Losses from Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium**. The Quarterly Journal of Economics, Vol. 98, No. 2, p. 185-199. Oxford University Press, 1983.

SIFFERT, N. F.; SILVA, C. S. **As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças**. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. A economia brasileira nos anos 90. Rio de Janeiro: BNDES, p. 375-410, 1999.

SILBER, S. D. **Mudanças estruturais na economia brasileira (1988-2002): abertura, estabilização e crescimento.** São Paulo: PROLAM/USP, 2002.

SILVA, C.. **O impacto do anúncio de fusões e aquisições nas rendibilidades das empresas: estudo empírico para o mercado norte americano.** Dissertação de Mestrado em Finanças. Universidade do Minho. Braga, 2011.

SINGH, H. e MONTGOMERY, C. **Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance.** Strategic Management Journal, v. 8, p. 377-386. 1987.

TAFFAREL et al. **Sadia S.A. e Perdigão S.A.: análise da trajetória histórica e do desempenho que antecederam o seu processo de fusão.** Revista Eletrônica de Ciência Administrativa (RECADM), p. 59-69. Paraná, 2009.

TUROLLA, F.; LOVADINE, D. e OLIVEIRA, A. **Competição, Colusão e Antitruste: estimação da conduta competitiva de companhias aéreas.** Revista Brasileira de Economia, v. 60, p. 425-459, 2006.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT. **World Investment Report 2013: Global value chains: Investment and trade for development.** United Nations, 2013.

WERNECK R. **A deterioração do regime fiscal no segundo mandato de Lula e seus desdobramentos.** Rio de Janeiro. Departamento de Economia da PUC-Rio, 2010.

WERNECK R. **Setting up a modern macroeconomic-policy framework in Brazil, 1993-2004.** Rio de Janeiro. Departamento de Economia PUC-Rio, 2008.

WOOLDRIDGE, J. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna.** São Paulo: Thomson Learning, 2007.