

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES E AQUISIÇÕES – FATORES QUE INFLUENCIAM SEU
DESEMPENHO, APLICAÇÃO AOS CASOS JBS FRIBOI, MARFRIG E BRF
BRASIL FOODS.

Filippo Michalka Mascarello

No. de matrícula: 711879

Orientador: Prof. Luiz Roberto Cunha

Rio de Janeiro, 22 de Junho de 2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES E AQUISIÇÕES – FATORES QUE INFLUENCIAM SEU
DESEMPENHO, APLICAÇÃO AOS CASOS JBS FRIBOI, MARFRIG E BRF
BRASIL FOODS.

Filippo Michalka Mascarello

No. de matrícula: 711879

Orientador: Prof. Luiz Roberto Cunha

Rio de Janeiro, 22 de Junho de 2011

“Declaro que o seguinte trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Agradecimentos:

Agradeço a Deus,

Agradeço a minha Mãe, Denise Michalka Mascarello, pelo apoio durante todo o curso de Economia,

Agradeço a todos os meus amigos do curso de economia, em especial Thales Bitencourt, Laíz Trambaioli e Thiago Di Blasi,

Agradeço ao meu professor orientador, Luiz Roberto Cunha, pelo apoio e pela atenção sempre presentes durante a elaboração deste trabalho,

Agradeço aos professores Vinícius Carrasco, Dimitri Martins e Walter Novaes pela participação na escolha e/ou lapidação do tema deste trabalho,

Agradeço a todos na BroadSpan Capital por participarem do desenvolvimento do meu interesse pelo assunto M&A,

E, por fim, agradeço a todos que participaram direta ou indiretamente da elaboração deste trabalho.

Resumo

O mercado de Fusões e Aquisições (M&A) movimenta bilhões de dólares todo ano ao redor do mundo, por exemplo, entre 1996 e 2001 ocorreram cerca de 74.000 aquisições apenas nos EUA, representando valores que passaram da casa dos trilhões de dólares. No ano de 2010 no Brasil, as transações de M&A bateram o recorde histórico do período pré-crise de 2007, ultrapassando a marca das 699 transações realizadas naquele ano e chegando ao número de 726 transações¹.

Este mercado se sustenta no fato de que as companhias têm grande dificuldade de crescer de forma orgânica e, por conta disso recorrem a aquisições ou alianças para elevar suas vendas, lucros, preços das ações, etc, através das sinergias com as empresas adquiridas.

Apesar de seu tamanho e relevância em todos os setores da economia, a atividade de M&A ainda é bastante incompreendida, mais ainda, existem estudos que mostram que a maioria das fusões e aquisições falham em criar valor ou acabam destruindo valor para a empresa em questão, muitas vezes porque os administradores ignoram ou simplesmente não observam variáveis importantes que podem influenciar no sucesso/falha da operação.

O presente trabalho busca mapear tais variáveis e aplicá-las a exemplos reais de operações de M&A envolvendo empresas conhecidas, para chegar a uma conclusão quanto à execução correta ou equivocada destas operações.

¹ Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010 – 4º Trimestre (KPMG)

Sumário:

1. Introdução	10
2. Conclusões de Estudos Relacionados	11
2.1. Sinergias – Motivação	12
2.2. Sinergias – Dificuldades	13
2.3. Resultados Relacionados a Transações de M&A	16
2.4. Conclusões dos Estudos Analisados	19
3. Setor de Proteínas De Origem Animal	24
3.1. Background – Período de 2001 a 2005	24
3.2. Panorama Atual – Pós 2006 e Expectativas	30
3.3. Panorama Brasileiro	34
3.4. Características do Setor	35
4. Transações Envolvendo as Empresas Seleccionadas	37
4.1. Fatores Centrais à Análise das Transações	37
4.2. Descrição das Empresas Seleccionadas	38
4.2.1. BRF Brasil Foods	38
4.2.2. Marfrig	40
4.2.3. JBS	41
4.3. Descrição das Transações Analisadas	42
4.3.1. BRF Brasil Foods	42
4.3.2. Marfrig	45
4.3.3. JBS	51
4.4. Resultados Encontrados	56
4.4.1. BRF Brasil Foods	56
4.4.2. Marfrig	57
4.4.3. JBS	58
5. Evolução do Valor de Mercado	60
5.1. Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	60
5.2. Valor de Mercado Histórico	64

5.2.1. BRF Brasil Foods	64
5.2.2. Marfrig	65
5.2.3. JBS	67
6. Conclusão	69
7. Referências Bibliográficas	74
8. Anexos	76
8.1. Tabelas de Transações	76
8.2. Taxas de Câmbio Usadas	77
8.3. Sadia e Inalca SpA	77

Tabelas:

Tabela 1 – Fatores a Serem Utilizados na Análise.....	23
Tabela 2 – Fatores a Serem Utilizados na Análise (Continuação)	23
Tabela 3 – Exportação de Frangos	26
Tabela 4 – Abate de Frangos.....	26
Tabela 5 – Exportação de Carne Suína	28
Tabela 6 – Abate de Suínos.....	29
Tabela 7 – Transações BRF Brasil Foods.....	75
Tabela 8 – Transações Marfrig.....	75
Tabela 9 – Transações JBS	76
Tabela 10 – Taxas da Câmbio	76

Gráficos:

Gráfico 1 – Projeção em Dois Estágios.....	63
Gráfico 2 – Projeção em Três Estágios.....	63
Gráfico 3 – Market Capitalization: BRF Brasil Foods	64
Gráfico 4 – Market Capitalization: Marfrig	66
Gráfico 5 – Market Capitalization: JBS.....	67

Figuras:

Figura 1 – Cadeia De Produção: Setor de Proteínas de Origem Animal.....35

1. Introdução

Inicialmente irei mapear os fatores presentes na bibliografia selecionada (doravante a “Bibliografia”) que se aplicam ao objetivo deste trabalho, serão levantadas informações e conclusões já observadas sobre o assunto Fusões e Aquisições. Após este levantamento, as informações serão compiladas da maneira mais simples e dinâmica possível para que possam ser aplicadas de maneira sucinta aos exemplos que serão analisados.

O critério de escolha das empresas a serem avaliadas se baseou em dois fatores principais.

O primeiro deles foi relacionado à disponibilidade de informações sobre os movimentos de M&A envolvendo as empresas e sobre estas como um todo. Uma vez que este será um fator de importância central para este trabalho o horizonte de empresas a serem selecionadas foi reduzido a “empresas com ações listadas em bolsa”, já que toda e qualquer informação relevante envolvendo estas companhias deve que ser aberta ao público em geral, tornando-as informações de fácil acesso.

O segundo fator se baseou na eliminação de possíveis variáveis que poderiam vir a dificultar a conclusão sobre o desempenho das fusões e aquisições analisadas. Desta forma o horizonte de empresas a serem selecionadas se reduziu a “empresas pertencentes a um mesmo setor”, uma vez que neste caso as características intrínsecas ao setor em questão incidiriam de maneira bastante semelhante sobre as empresas.

Desta forma, dentro dos critérios destacados acima, as empresas selecionadas foram BRF Brasil Foods (Perdigão), Marfrig e JBS (doravante as “Empresas Selecionadas”), uma vez que todas são listadas na bolsa de valores de São Paulo e pertencem ao setor de “Proteínas de Origem Animal” (doravante o “Setor”). Além disso, estas empresas apresentaram uma forte atividade envolvendo fusões e aquisições recentemente.

Será feita uma análise do Setor para que possam ser observados os fatores relevantes que ocorreram em sua história recente, desta forma teremos uma visão mais clara do panorama em que a tomada de decisão por parte das Empresas Selecionadas ocorreu.

A descrição das transações envolvendo as Empresas Seleccionadas será feita através de dados levantados junto ao MergerMarket (www.mergermarket.com) e posteriormente revisadas de acordo com as informações fornecidas ao mercado pelas Empresas Seleccionadas (fatos relevantes, “press releases”, relatórios anuais e trimestrais, etc). A partir destas descrições destacarei os fatores que se relacionam às conclusões tiradas da Bibliografia para poder analisar seu desempenho.

Por fim será feita uma análise da evolução do “Market Cap” (valor de mercado) das Empresas Seleccionadas, no período em que as transações ocorrem, desta forma será possível observar de maneira clara a evolução deste indicador e em seguida relacioná-lo aos movimentos analisados no período. Nesta parte do trabalho explicarei o método do fluxo de caixa descontado, metodologia mais utilizada pelo mercado para precificar empresas.

O trabalho desenvolvido a seguir tem por objetivo relacionar os principais fatores que influenciam o desempenho de fusões e aquisições à movimentos reais envolvendo empresas reais, para por fim chegar a uma conclusão sobre o desempenho destas fusões ou aquisições.

2. Conclusões de Estudos Relacionados

O capítulo abaixo foi dividido em quatro partes para facilitar seu entendimento, as primeiras duas partes tratam do tema “sinergia”, na terceira parte levanto os principais fatores relacionados a transações de M&A encontrados na Bibliografia, e por fim, na quarta parte separo os fatores que serão usados para a futura análise das transações escolhidas para este trabalho. O tema “sinergia” foi dividido em duas partes devido à sua importância central em qualquer movimento de M&A, a primeira parte trata das sinergias como motivação principal para o engajamento de uma empresa em uma fusão ou aquisição, já a segunda parte trata das dificuldades em efetivamente realizar as sinergias potenciais que motivaram a transação. Na terceira parte deste capítulo destaco a base teórica relacionada aos fatores que exercem influência sobre o desempenho das transações de M&A e na quarta parte mapeio estes fatores de forma sucinta para que possam ser facilmente utilizados na análise das empresas.

2.1. Sinergias – Motivação

O fator determinante para a existência de operações de fusões e aquisições entre empresas é a crença na existência das sinergias, ou seja, a possibilidade de dois negócios distintos valerem mais operando juntos do que valem operando de forma separada.

“The word synergy is derived from the Greek word synergos, which means “working together.” In business usage, synergy refers to the ability of two or more units or companies to generate greater value working together than they could working apart.” (Michael Goold e Andrew Campbell. – 1998)

Companhias se juntam para tomar proveito das sinergias que elas podem gerar ao combinar recursos dos mais variados tipos, como por exemplo, recursos humanos (como capital intelectual), recursos intangíveis (marcas), recursos de tecnologia/pesquisa (patentes), recursos físicos (fábricas, frotas, lojas, etc) e recursos financeiros. Estes recursos são os fatores que guiarão o esforço de fusão/aquisição baseado nas sinergias potenciais da transação.

“Whenever companies have to choose between acquisitions and alliances, they must begin the process by examining key resource-related issues. Companies create three kinds of synergies by combining and customizing resources differently. (...) companies create modular synergies when they manage resources independently and pool only the results for greater profits. (the synergies are modular because modularly interdependent resources generate them.) (...) firms derive sequential synergies when one company completes its tasks and passes on the results to a partner to do its bit. In those cases, the resources of the two companies are sequentially interdependent. (...) companies generate reciprocal synergies by working closely together and executing tasks through a interactive knowledge-sharing process. Not only do firms have to combine resources, but they have to customize them a great deal to make them reciprocally interdependent.” (Jeffrey H. Dyer, Prashant Kale e Harbir Singh – 2004)

Em uma análise mais detalhada dos tipos de sinergias mais comumente buscadas em negócios que envolvem fusões e aquisições ou esforços combinados

entre áreas de grandes empresas, unidades localizadas em regiões distintas, ou até áreas dentro da empresa, temos sinergias vindas de (1) “know-how” compartilhado, onde o valor é criado ao confrontar diferentes formas de se conseguir o mesmo resultado para que a melhor forma seja adotada ou para que surja uma terceira forma que supere as duas iniciais, (2) recursos tangíveis compartilhados, onde as empresas compartilham ativos ou recursos, como por exemplo fábricas ou laboratórios de pesquisa, (3) maior poder de negociação, a empresa resultante da fusão/aquisição tem maior poder de negociação com clientes, credores, fornecedores, etc, do que as empresas envolvidas no processo de fusão/aquisição teriam ao negociar de forma separada, (4) estratégias coordenadas, onde as vantagens são obtidas quando duas unidades, empresas, áreas de uma empresa, etc, alinham suas estratégias podendo assim reduzir a concorrência entre elas e ganhar “market share” sobre concorrentes, (5) integração vertical, empresas podem se beneficiar do controle sobre o fluxo de produtos e matérias primas entre unidades pertencentes à uma cadeia verticalmente integrada, aumentando a velocidade em que os produtos são fabricados, a capacidade de produção utilizada e também obter melhores condições dentro de uma mercado específico, e (6) criação de novas unidades de negócios, que no caso não se aplica muito à fusões e aquisições, mas sim a movimentos dentro de uma mesma empresa onde a experiência de diferentes unidades de negócios é combinada para a criação de uma nova unidade.

2.2. Sinergias – Dificuldades

O processo de perseguição de sinergias faz parte do ciclo de operação de qualquer empresa envolvida em um processo de fusão/aquisição, porém os resultados efetivos, para serem devidamente alcançados necessitam de ações cuidadosas e calculadas de acordo com as características de cada processo e com o tipo de sinergia que se tenta alcançar. Este processo é muitas vezes complexo e os responsáveis por ele acabam não o executando de forma apropriada, seja por inaptidão ou por uma interpretação errônea dos fatos, acabando assim por destruir valor ao invés de criá-lo.

“In our years of research into corporate synergy, we have found that synergy initiatives often fall short of management's expectations. (...) Simply put, many synergy efforts end up destroying value rather than creating it.” (Michael Goold e Andrew Campbell. – 1998)

Um dos fatores mais comuns em processos em que a consolidação de sinergias dá errado e acaba por destruir valor é quando os agentes (empresas, administradores, gerentes, etc), ao identificar a sinergia em potencial acabam por focar sua avaliação de forma mais intensa no efeito positivo em que a ação terá para a companhia do que nos potenciais efeitos colaterais negativos (muitas vezes nem considerando tais efeitos) o que acaba por prejudicar a análise sobre como agir, muitas vezes levando-os a agir de forma errada, tomando decisões cujo potencial negativo supera o potencial positivo.

“In evaluating the potential for synergy, corporate executives tend to focus too much on positive knock-on effects while overlooking the downsides.” (Michael Goold e Andrew Campbell. – 1998)

Existem quatro fatores que tendem a prejudicar a habilidade dos agentes em tornar real os fatores positivos relacionados a uma fusão, aquisição, aliança, etc, eles são relacionados a (1) viés da sinergia, que leva os agentes a sobrevalorizar os benefícios e subestimar os custos gerados pelas sinergias; (2) viés da matriz (empresa mãe), onde existe a crença de que as sinergias serão “capturadas” apenas incentivando e convencendo as unidades de negócios a trabalhar juntas; (3) viés das habilidade, onde se acredita que todo o know-how necessário para se realizar a sinergia será encontrado dentro da estrutura existente, e (4) viés do “upside”, onde os executivos se concentram tão fortemente no benefício potencial da transação, que acabam não prestando atenção nos malefícios.

“Because executives view the achievement of synergy as central to their jobs, they are prone to four biases that distort their thinking. First comes the synergy bias, which leads them to overestimate the benefits and underestimate the costs of synergy. Then comes the parenting bias, a belief that synergy will only be captured by cajoling or compelling the business units to cooperate. The parenting bias is usually accompanied by the skills bias -- the assumption that whatever know-how is required to achieve synergy will be available within the organization. Finally, executives fall victim to the upside bias, which causes them

to concentrate so hard on the potential benefits of synergy that they overlook the downsides. In combination, these four biases make synergy seem more attractive and more easily achievable than it truly is.” (Michael Goold e Andrew Campbell. – 1998)

A avaliação do potencial financeiro que uma determinada ação, no caso a compra de outra empresa ou a fusão com outra empresa, tem sobre a companhia em questão tende a ser deficiente uma vez que nem sempre leva em conta os custos de oportunidade de tal ação.

O problema de não se levar em conta os custos de oportunidade que o esforço, tempo e dinheiro colocados neste processo terão sobre a companhia é que muitas vezes tal processo pode até trazer efeitos positivos, porém este mesmo esforço, tempo e dinheiro poderiam trazer resultados melhores se aplicados em outras atividades, fazendo com que o resultado líquido desta ação seja negativo. Este é um fator muito difícil de analisar corretamente, uma vez que não existe certeza quanto aos resultados que uma ou outra ação terá na realidade, porém continua sendo importante nas análises estratégicas, especialmente em operações de fusão/aquisição, uma vez que estas geralmente envolvem grandes quantidades de esforço (financeiros, organizacionais, etc) e tempo por parte das empresas envolvidas.

“The estimated financial benefits don't always tell the whole story, though. They rarely take into full account the opportunity costs of a synergy program, particularly the costs that result from not focusing management's time and effort elsewhere. The difficulty lies in knowing when the opportunity costs are likely to be greater than the benefits.” (Michael Goold e Andrew Campbell. – 1998)

As sinergias existem e têm potencial real de trazer benefícios para empresas, porém estas devem ser cuidadosamente estudadas e suas consequências potenciais rigorosamente medidas, uma vez que a procura pelas sinergias também carrega o potencial de causar mal se executada de maneira equivocada.

“Synergy's upsides are real, but so are its downsides. And the only way for managers to avoid the downsides is to rid themselves of the biases that cloud their thinking. When it comes to synergy, executives would be wise to heed the

physicians' creed: First, do no harm.” (Michael Goold e Andrew Campbell. – 1998)

2.3. Resultados Relacionados a Transações de M&A

Estudos recentes chegaram a conclusões sobre os motivos da existência de um número relativamente grande de fusões e aquisições que falham em gerar o valor que fora esperado das mesmas, conclusões estas que incluem desde fatores psicológicos até fatores mais gerais e operacionais, revelando também uma interconexão entre estes fatores em alguns casos.

O processo de fusão/aquisição de empresas pode ser dividido em três fases distintas, onde em cada uma delas existem fatores que afetam o desempenho da transação em questão, as fases são: (1) Pré combinação, (2) Combinação e (3) Pós combinação.

“precombination phase, as the deal is conceived and negotiated by executives and then legally approved by shareholders and regulators; (...) combination phase, as integration planning ensues and implementation decisions are made; (...) postcombination phase, as the combined entity and its people regroup from initial implementation and the new organization settles in.” (Mitchel L. Marks, Philip H. Mirvis e Leo F. Brajkovich – 2001)

Existe um problema que geralmente ocorre na fase (1) e que pode vir a prejudicar, se não inviabilizar, o andamento das fases posteriores. Quando neste estágio inicial da transação os responsáveis pela mesma tendem a ter uma visão focada majoritariamente para a análise financeira das empresas, com seu foco voltado exclusivamente para os números e resultados da mesma, negligenciando fatores não financeiros importantes que podem vir a ter um peso considerável sobre as chances de sucesso da operação. O que se deve buscar é uma análise mista de fatores financeiros (sem de forma alguma diminuir a importância destes últimos) e estratégicos voltados de forma clara para as sinergias que se busca alcançar, mesmo antes de começar as negociações, onde estas devem ser baseadas em fundamentos claros e pré-determinados para que os possíveis contratemplos sejam minimizados.

“In the precombination phase, a financial tunnel vision predominated in the typical disappointing cases. Buyers concentrated on the numbers: what was the target worth; what price premium, if any, to pay; what was the tax implications were; and how to structure the transaction. The decision to do a deal was typically framed in terms of the combined balance sheet of the companies, projected cash flows, and hoped-for return on investment. (...) In the successful cases, by contrast, buyers brought a strategic mindset to the deal. They positioned financial analyses in a context of an overachieving aim and intent. Successful buyers also had a clear definition on specific synergies they sought in a combination and concentrated on testing them well before momentum built and any negotiations commenced. (...) This does not mean that the financial analyses were neglected or that they were any less important to success. To the contrary, what put combinations on the road toward success was both an in-depth financial understanding of a proposed combination, and a serious examination of what it would take to produce desired financial results.” (Mitchel L. Marks, Philip H. Mirvis e Leo F. Brajkovich – 2001)

A importância da separação de cada uma destas fases e dos fatores intrínsecos a cada uma delas vem da necessidade de se minimizar os riscos inerentes ao movimento de fusão/aquisição. Movimentos como estes são muitas vezes custosos, tanto em recursos como em tempo, e seu fracasso pode vir a causar bastante estrago.

Antes de avançar em alguma direção, a companhia deve ter bastante claro o que está acontecendo no mercado, é necessária uma visão macro e micro das conseqüências que fatores externos podem exercer sobre o desempenho da fusão/aquisição (incertezas sobre o produto ou tecnologia que vem sendo avaliado, grau de aceitação que este produto, tecnologia ou serviço terá no mercado e/ou quanto tempo levará para este ser amplamente aceito), como também de possíveis concorrentes que possam estar interessados em seguir pelo mesmo caminho escolhido pela companhia, aumentando assim a dificuldade de tal movimento, e com isso seus riscos.

“Before entering into an acquisition or alliance, companies should break down the uncertainty that surrounds the collaboration’s outcome into two components. First, managers must evaluate the uncertainty associated with the

technology or product it is discussing with the potential partner. (...) Second, the company should assess if consumers will use the technology, product, or service and how much time it will take to gain widespread acceptance. Based on the answers – of lack thereof – the company can estimate if the degree of uncertainty that clouds the collaboration’s end result is low, high, or somewhere in between. (...) companies would be wise to check if they have rivals for potential partners before pursuing a deal. If there are several suitors, a company may have no choice but to buy a firm in order to preempt the competition. Still companies should avoid taking over other firms when the degree of business uncertainty is very high.” (Jeffrey H. Dyer, Prashant Kale e Harbir Singh– 2004)

Em paralelo deve ser feita também uma análise relativa a outros fatores que podem influenciar a transação em questão (estes fatores podem ser tanto causas como conseqüências e devem ser antecipados), fatores intrínsecos e de natureza mais psicológica, e talvez incerta, do que os fatores de mercado citados acima, mas que podem causar tanto mal quanto estes se não forem devidamente abordados.

“Successful acquirers know what they are looking for and conduct a thorough due diligence to ensure that they get what they want. Their screening of candidates covers the obvious strategic and financial criteria, but extends also to include human and cultural elements that can undermine an otherwise sound deal. (...) A thorough assessment of combination candidates also covers less tangible matters. First, it reveals the motives of the sellers in an acquisition or partners in a merger. (...) Second, thorough screening gets below the top leadership and considers the mindsets of the two management teams.” (Mitchel L. Marks, Philip H. Mirvis e Leo F. Brajkovich – 2001)

Partindo agora para uma divisão entre os tipos de transações, suas características e a melhor forma de proceder em vias de maximizar a sua geração de valor, existem três fatores que são cruciais para o desempenho de uma fusão/aquisição, são eles o potencial de combinação entre as partes em questão, sua integração organizacional e por fim a resistência por parte dos empregados.

“Further, to the extent that combination potencial, organizational integration, and employee resistance are the key antecedents to M&A success (...)” (Rikard Larsson e Sydney Finkelstein – 1999)

Aquisições geralmente ocorrem entre empresas com operações similares ou complementares (com diferentes graus de complementaridade entre as respectivas operações), e envolvem diversos fatores capazes de influenciar seu desempenho de forma direta ou até de forma indireta, através da influência exercida sobre outros fatores relevantes. Nem sempre quanto maior a similaridade entre as empresas maior será o potencial de sucesso da operação, transações entre empresas com operações complementares podem vir a ter um resultado melhor do que operações entre empresas semelhantes, isso ocorre pois transações entre empresas semelhantes tendem se basear em sinergias operacionais, que são realizadas muitas vezes com a eliminação de esforços repetitivos, acarretando na demissão de funcionários. Dado que esta consequência é conhecida, e muitas vezes temida, pelos funcionários das empresas em questão observamos uma maior resistência dos mesmos e com isso uma maior dificuldade em realizar as sinergias potenciais.

“Independently of any similarities between joining firms, the presence of complementary operations increases the probability of acquisition success by boosting synergy realization. (...) “economies of fitness” arising from complementary operations – and not just “economies of sameness” arising from similar operations – are important components of what makes acquisitions work. (...) Such relationship makes sense when one considers that firms often seek to realize synergies from overlaps in production and marketing by downsizing (Larsson 1990). In contrast combining complementary operations is likely to be seen as much less threatening to employees (Walter 1985). To the extent those suppositions are correct, they provide further support to the idea that complementary acquisitions can be an effective approach to realizing synergies.”
(Rikard Larsson e Sydney Finkelstein – 1999)

2.4. Conclusões dos Estudos Analisados

Diante dos fatores apresentados acima, os autores chegam a conclusões bastante claras quanto aos diversos tipos de operações que podem existir dentro de um contexto de fusão, aquisição ou aliança, derivando a partir daí as ações mais adequadas a serem tomadas pelos responsáveis pela coordenação destes movimentos, visando o sucesso da operação.

Diante da ótica de realização de sinergias levantado por Rikard Laarson e Sydney Finkelstein temos três fatores que podem ser destacados para análise que será feita neste trabalho, são eles:

(I) Natureza das Atividades – Fusões ou aquisições envolvendo empresas com atividades complementares apresentam maior potencial para a realização de sinergias do que operações envolvendo empresas com atividades semelhantes. (este fator também exerce influência indireta sobre o desempenho da transação através do fator “Resistência dos Empregados”, conforme destacado mais a frente)

“(...) the presence of complementary operations increases the probability of acquisition success by boosting synergy realization.” (Rikard Larsson e Sydney Finkelstein – 1999)

(II) Resistência dos Empregados – A resistência dos empregados é um dos fatores determinantes para o sucesso ou fracasso de uma operação de fusão ou aquisição envolvendo um dado número de firmas, quanto maior for a resistência observada maior será a probabilidade de a operação não conseguir realizar suas sinergias potenciais. Além disso, existem fatores que afetam o desempenho das fusões e aquisições de forma indireta através da influência exercida sobre o fator “Resistência dos Empregados”, são eles: (a) Similaridade entre as operações: Neste caso quanto maiores forem as similaridades entre as empresas envolvidas na operação maior será a resistência dos empregados, uma vez que em movimentos envolvendo companhias bastante semelhantes é de se esperar que as sinergias sejam realizadas através da eliminação de ações duplicadas, inclusive envolvendo cortes no pessoal (principalmente da firma alvo), por outro lado a combinação de operações complementares tende a ser vista de forma muito menos ameaçadora pelos empregados das empresas, diminuindo sua resistência à operação. (b) Similaridades de gestão: Quanto maior a similaridade entre a gestão das firmas envolvidas no processo, menor será a resistência dos empregados devido a uma menor necessidade de adaptação. (c) Transações cross-border: Em transações envolvendo empresas em países diferentes a resistência dos empregados é significativamente menor se comparada às transações domésticas com características semelhantes.

“The third major antecedent to M&A success, employee resistance, was negatively associated with synergy realization. (...) similarity tends to be a stronger predictor of employee resistance than complementarity (...) findings suggests that employee resistance is engendered more by strategic similarities between merging firms than by differences. Such relationship makes sense when one considers that firms often seek to realize synergies from overlaps in production and marketing by downsizing. (...) management style similarity reduces employee resistance (...) cross-border M&A (marginally) reduced employee resistance, (...) For example, combination potential may be more complementary – and hence less threatening – in cross-border combinations than in domestic M&A with overlapping operations.” (Rikard Larsson e Sydney Finkelstein – 1999)

(III) Tamanho Relativo – Transações envolvendo empresas muito diferentes em porte (onde a “compradora” é uma empresa bastante grande e a “comprada” é uma empresa pequena) tendem a oferecer menor potencial de combinação. Transações envolvendo empresas não muito diferentes em porte tendem a oferecer um maior potencial para sinergias.

“(...) combination potential was higher when the target was larger in relation to the bidder company. (...) bigger acquisitions do better because they offer greater synergy potential, not because managers pay more attention to the integration process when targets are larger.” (Rikard Larsson e Sydney Finkelstein – 1999)

De acordo com a análise feita por Jeffrey H. Dyer, Pashant Kale e Harbir Singh as transações podem ser divididas entre aquisições, alianças envolvendo capital e alianças não envolvendo capital, sendo sua escolha baseada nos fatores citados a seguir:

(IV) Tipos de Sinergias Buscadas e Natureza dos Recursos – Companhias em processos de fusão ou aquisição devem levar em conta os tipos de sinergias que procuram extrair da operação e a partir daí escolher qual seria o caminho mais adequado a se seguir. Quando uma operação envolve ativos de natureza mais “intangível” (como por exemplo, a capacidade de programação dos empregados de uma firma que produz aplicativos para computadores), é baseada no potencial de sinergias modulares (geradas por recursos independentes que ao serem

combinados geram um melhor resultado, como no caso de uma companhia aérea e um site de viagens) e na existência de uma quantidade pequena de recursos redundantes, deve-se entrar em uma aliança sem capital; quando a operação em questão envolve ativos de natureza mais “tangível” (como por exemplo, fábricas e máquinas) e é baseada em sinergias seqüenciais (geradas por atividades que fazem parte de uma mesma cadeia produtiva), alianças com capital são o melhor caminho; e quando as sinergias buscadas são recíprocas (geradas através do trabalho conjunto das firmas) e se observa um grande quantidade de recursos redundantes, deve-se avançar para uma aquisição.

“To sum up, when companies want reciprocal synergies or have large quantities of redundant resources, whether the assets are hard or soft, they must think in terms of acquisition. At the other end of the spectrum, when businesses desire synergies from sequential interdependence and are combining mostly soft assets, equity alliances may be the best bet. When companies want to generate modular or sequential synergies, and the assets that will create them are mostly hard, like factories, they can choose contractual alliances.” (Jeffrey H. Dyer, Prashant kale e Harbir Singh – 2004)

(V) Incerteza – Quando a análise do potencial de geração de valor da operação é difícil de ser feita, as firmas devem ser mais cautelosas no que diz respeito a fusões e aquisições, por exemplo, quanto maior for o nível de incerteza relativo à operação menor deverá ser o “envolvimento” entre as firmas, neste caso o melhor a se fazer seria então uma aliança sem capital, porém quando a incerteza relativa a operação é pequena, as firmas em questão devem partir para uma fusão ou aquisição.

“When companies estimate that collaboration’s outcome is highly or moderately uncertain, it should enter into a nonequity or equity alliance rather than acquire the would-be partner. An alliance will limit the firm’s exposure since it has to invest less money and time than it would in an acquisition” ()

(VI) Concorrência – Se o grau de concorrência pela firma alvo for grande, deve-se avançar para um movimento de aquisição para não se perder a oportunidade para um concorrente, porém caso a competição seja pequena ou até inexistente, o caminho mais seguro seria optar por uma aliança, como forma de “teste”, podendo levar à uma aquisição no futuro.

“There’s a well-developed market for M&A in the world, so companies would be wise to check if they have rivals for the potential partners before pursuing a deal. If there are several suitors, a company may have no choice but to buy a firm in order to preempt the competition. Still, companies should avoid taking over other firms when the degree of business uncertainty is very high. Instead, the company should negotiate an alliance that will let it pick up a major stake at a future date after some of the uncertainty has decreased.” (Jeffrey H. Dyer, Prashant kale e Harbir Singh – 2004)

Para a análise que será feita neste trabalho, sobre os casos das empresas JBS, Marfrig e Brasil Foods BRF, serão utilizados os seis fatores destacados acima de acordo com a disponibilidade de informações sobre as aquisições. As duas tabelas abaixo ilustram de forma dinâmica tais fatores, para que estes sejam relacionados mais facilmente às fusões/aquisições analisadas, eles foram criadas tendo como base apenas as conclusões retiradas da bibliografia analisada.

Fatores a Serem Utilizados na Análise

Nº	Fator Relevante	Maior Potencial de Realização de Sinergias	Menor Potencial de Realização de Sinergias
I	Natureza das Atividades	Complementar	Semelhantes
II	Resistência dos Empregados	Menor	Maior
III	Tamanho Relativo	Maior	Menor

Elaboração do autor a partir de Larsson e Sydney Finkelstein – 1999

Fatores a Serem Utilizados na Análise (Continuação)

Nº	Fator Relevante	Aquisição	Aliança
IV	Recursos e Sinergias	Muitos recursos redundantes; "Hard Assets"	Poucos recursos redundantes; "Soft Assets"
V	Incerteza	Baixa	Alta
VI	Concorrência	Alta	Baixa

Elaboração do autor a partir de Jeffrey H. Dyer, Prashant kale e Harbir Singh – 2004

3. Setor de Proteínas De Origem Animal

Abaixo temos uma descrição do setor de proteínas de origem animal, setor de atuação das empresas selecionadas. As primeiras duas partes desta análise setorial foram elaboradas através da divisão do setor entre seus três principais subsetores (Frango, Suíno e Bovino), e também entre dois períodos distintos. Considerei esta metodologia como mais adequada uma vez que simplifica muito o entendimento das informações, além disso, a divisão em dois períodos foi baseada na mudança no panorama do Brasil no setor, onde na primeira parte observamos a evolução do Brasil para uma posição de liderança no setor, na segunda parte observamos a manutenção e o fortalecimento do país como um dos líderes neste mercado. O objetivo desta divisão foi capturar e esclarecer os ocorridos neste momento de mudança. Na terceira parte deste capítulo destaco a situação atual do Brasil neste setor. Por fim, na quarta parte, destaco brevemente algumas características do setor importantes para a análise que será feita neste trabalho.

3.1. Background – Período de 2001 a 2005

Frango – Os maiores produtores de carne de frango neste período foram EUA, China, União Européia (“UE”), Brasil, México, Índia e Tailândia, que juntos representaram cerca de 84% do mercado mundial, além disso, ao olharmos os quatro maiores produtores (EUA, China, UE e Brasil), tínhamos uma participação de cerca de 76% em relação a todo o mercado mundial de carne de frango.

O consumo mundial de carne de frango havia crescido substancialmente em relação aos anos anteriores, orientado em parte por uma maior preocupação em relação à dieta/saúde ao redor do mundo e também por um maior esforço por parte dos produtores em oferecer produtos processados de maior valor adicionado. Os maiores consumidores de carne de frango neste período foram EUA, China, UE, Brasil, México, Rússia e Japão, representando cerca de 80% do consumo mundial, além disso, os quatro maiores consumidores (EUA, China, UE e Brasil) possuíam uma participação de cerca de 70% da demanda mundial de carne de frango.

Nestes anos o Brasil ultrapassou pela primeira vez na história os EUA como maior exportador de carne de frango² após um crescimento anual composto (CAC) de cerca de 23%, contra um CAC de 8% negativo por parte dos EUA, prejudicado principalmente pela gripe aviária que causou uma queda de 11% nas exportações de 2003 para 2004. As exportações de Tailândia e China observaram um CAC de 16% e 20% negativos respectivamente, prejudicados também pela gripe aviária que causou uma queda nas exportações de 51% na Tailândia e 35% na China de 2003 a 2004. Neste mesmo período as exportações da UE ficaram praticamente estagnadas.

Os maiores importadores de carne de frango foram Rússia, Japão, UE, China e Arábia Saudita, sendo a Rússia o maior importador mundial, mesmo depois de apresentar um declínio considerável a partir de 2001 com um CAC de 12% negativo até 2004 (causado principalmente por um consumo interno em queda e pelo sistema de cotas que foi imposto visando aumentar a produção interna), outro país que apresentou queda nas importações foi o Japão, com um CAC de 11% negativo no período (causado principalmente por uma queda no consumo e também por barreiras impostas pelo governo buscando proteção contra a gripe aviária, levando a carne de frango a ser parcialmente substituída pela carne suína). A Arábia Saudita apresentou um crescimento baixo e consistente nas importações com um CAC na casa de 3%, enquanto que a UE apresentou um CAC de 14% (em grande parte devido à entrada de dez novos países no bloco), a China apresentou uma queda seguida de uma rápida recuperação, o que a tornou uma das principais responsáveis pelo crescimento das importações mundiais de frango no período.

No cenário apresentado acima o Brasil já figurava em posição de destaque, com os produtores brasileiros apresentando um das estruturas mais baratas (devido em grande parte a investimentos para a integração de pequenos produtores à cadeia produtiva, que respondem por cerca de 70% da produção total) entre os produtores mundiais, com baixos custos de matérias primas, condições climáticas favoráveis e produção integrada verticalmente, mais do que compensando a

² Credit Suisse – Sadia e Perdigão Initiating Coverage 2004

infraestrutura fraca e os altos custos de transporte³. Além disso os produtores nacionais foram bastante beneficiados pela alta qualidade e alta segurança dos produtos brasileiros, o que fez com que o país não fosse atingido pela gripe aviária que assolou o mundo e embaralhou o mercado, isso fez o Brasil apresentar ganhos substanciais de “market share” nos anos de 2004 e 2005. Os maiores exportadores brasileiros de carne de frango foram Sadia (23%), Perdigão (21,2%), Seara (16%) e Frangosul (14,4%), com participação conjunta de cerca de 75% nas exportações totais.

Exportação de Frangos

Mil Toneladas

	2000	2001	2002	2003	Participação (2003)
Sadia	260,4	335,2	367,0	441,7	23,0%
Perdigão	193,3	232,7	315,5	407,5	21,2%
Seara	155,6	214,6	264,2	307,7	16,0%
Frangosul	117,6	214,3	265,5	276,4	14,4%
Outros	179,8	252,5	387,8	488,9	25,4%
Total	906,8	1249,3	1599,9	1922,0	100,0%

Fonte: ABEF

No mercado interno, a produção de produtos com maior valor adicionado vem aumentando significativamente em detrimento de carne de frango fresca, observamos também um aumento no consumo interno e um aumento do consumo per capita nos anos anteriores. A produção nacional estava concentrada na região Sul (cerca de 87%), com Sadia (12,9%), Perdigão (11,5%), Seara (6,6%), Frangosul (6,4%) e Avipal (5,9%) representando cerca de 43% da produção total.

Abate de Frangos

Milhões de Cabeças

	2001	2002	2003	Participação (2003)
Sadia	438,0	451,6	479,9	12,9%
Perdigão	349,1	380,0	427,4	11,5%
Seara	199,9	220,2	246,2	6,6%
Frangosul	224,9	250,8	237,8	6,4%
Avipal	151,3	166,9	214,0	5,8%
Outros	2084,7	2148,4	2108,5	56,8%
Total	3448,0	3618,0	3713,7	100,0%

Fonte: ABEF

³ Credit Suisse – Sadia e Perdigão Initiating Coverage 2004

A produção de aves no Brasil em 2003, cerca de 7,8 milhões de toneladas, representava 43% da produção total de carnes.

Suínos – Os maiores produtores mundiais de carne de suína foram, respectivamente, China, UE e EUA, que respondiam juntos por 85% da produção mundial, sendo seguidos de longe por Brasil, Canadá e Rússia. A produção da China apresentou um CAC de aproximadamente 4% neste período, enquanto que a UE e EUA observaram 1% e 2,4% respectivamente. A produção brasileira cresceu a uma taxa maior do que a dos países citados acima, com um CAC de 5% (devido em grande parte à alta dos preços da carne de porco devido ao aumento na demanda mundial causada pela gripe aviária e pela doença da vaca louca que assolaram os mercados mundiais de carne de frango e de carne bovina), porém continuando muito inferior à produção dos países líderes.

Os maiores consumidores de carne de porco foram China, UE e EUA, que representaram cerca de 84% do consumo mundial do produto, seguidos por Japão, Rússia e Brasil, com outros 8% do mercado mundial.

UE, Canadá, EUA, Brasil e China foram, respectivamente, os maiores exportadores mundiais de carne de porco, sendo os quatro primeiros (UE, Canadá, EUA e Brasil) responsáveis por cerca de 87% das exportações mundiais totais. O maior exportador mundial, a UE apresentou CAC de 3% desde 2001 (em grande parte devido à entrada de grandes produtores no bloco) e observou perda de mercado para China e EUA. Canadá apresentou CAC de cerca de 10% de 2001 a 2004, desacelerando em 2005, os EUA também apresentaram CAC de cerca de 10%, devido basicamente à substituição de frango por porco, causada pela gripe aviária. O desempenho das exportações brasileiras foi o melhor entre os principais exportadores, com um CAC de cerca de 19%, levado por maiores importações da Rússia e do Oriente Médio.

Os maiores importadores de carne suína foram Japão, EUA, Rússia e México, com participação conjunta de 71% nas importações mundiais, seguidos de perto por Hong Kong e Coréia do Sul. O Japão, maior importador mundial de carne suína, apresentou um CAC de 4,7% no período (devido à baixa produção doméstica e aos hábitos da população de consumir carne de porco, também sofrendo influência da gripe aviária). As importações dos EUA apresentaram

CAC de cerca de 5% no período, permanecendo estagnada nos anos seguintes devido a concorrência com a carne de frango, a Rússia apresentou evolução semelhante no período, porém com um CAC de cerca de 4% negativo, influenciado pelo sistema de cotas. Outros países que apresentaram crescimento relevante foram México (CAC de 12%), Hong Kong (CAC de 7%) e Coréia do Sul (CAC de 18%).

A produção Brasileira de carne suína neste período apresentou uma boa competitividade (embora não ao nível da carne de frango), sendo os custos de produção um dos menores do mundo (este setor ainda estava em desenvolvimento naquele período). A demanda mundial estava diminuindo devido à maior produção interna dos países e barreiras comerciais mais fortes, tornando a incerteza neste mercado relativamente alta naquele período e levando os produtores a procurar oportunidades de crescimento em novos mercados⁴. Os maiores exportadores nacionais de carne suína em 2003 foram Sadia (21.3%), Seara (17,9%), Perdigão (13,6%) e Aurora (10,4%).

Exportação de Carne Suína

Mil Toneladas

	2000	2001	2002	2003	Participação (2003)
Sadia	22,8	40,9	81,2	104,6	21,20%
Seara	35,2	66,6	122,7	88,1	17,90%
Perdigão	14,2	38,2	64,2	66,8	13,50%
Aurora	6,7	22,7	41,1	51,2	10,40%
Riosulense	3,4	20,2	50,4	47,3	9,60%
Frangosul	5,4	10,5	25,8	34,5	7,00%
Outros	40,3	66,1	90,5	99	20,10%
Total	127,9	265,2	475,9	491,5	100,00%

Fonte: ABIPECS

Em relação ao mercado interno a competição com a carne de frango causou efeitos adversos sobre o mercado de carne suína, porém a menor produção observada em relação aos anos anteriores ajudou a diminuir o impacto desta competição sobre as empresas produtoras, uma vez que a queda na demanda foi

⁴ Credit Suisse – Sadia e Perdigão Initiating Coverage 2004

compensada pela queda na oferta, mantendo os preços constantes. A produção de carne suína foi destinada majoritariamente ao mercado interno (80%), e as maiores produtoras no ano de 2003 foram Sadia (11,3%), Perdigão (8,1%), Aurora (7,2%), Seara (4,7%) e Riosulense (3%).

Abate de Suínos

Milhões de Cabeças

	2001	2002	2003	Particip. (2003)
Sadia	3.6	3.9	3.9	11.3%
Perdigão	2.4	2.8	2.8	8.1%
Aurora	1.9	2.4	2.5	7.2%
Seara	1.5	1.8	1.6	4.7%
Riosulense	0.8	1.0	1.0	3.0%
Others	24.7	25.9	22.7	65.7%
Total	34.9	37.7	34.5	100.0%

Fonte: ABIPECS

Bovinos – Os maiores produtores de carne bovina eram EUA, UE, Brasil e China, respondendo juntos por cerca de 69% da produção mundial no ano de 2005, seguidos por Argentina, Índia, México e Austrália com outros 18,5% de participação conjunta na produção mundial. Neste período o Brasil apresentou um CAC de cerca de 6%, além disso, no ano de 2005 o Brasil passou a UE como segundo maior produtor de carne bovina do mundo, uma vez que a UE ficou estagnada. Neste mesmo período EUA apresentou CAC de 1% negativo enquanto que a China apresentou forte CAC de 6,7%.

Os maiores consumidores de carne bovina foram EUA, UE, China e Brasil, representando também cerca de 69% do consumo mundial em 2005, sendo seguidos por Argentina, México e Rússia com mais 14% de participação conjunta. Neste período observamos um CAC na produção brasileira de cerca de 2,3%, UE, EUA e China apresentaram CACs de 2,8%, 0,6% e 6,7% respectivamente.

As exportações mundiais de carne bovina foram lideradas por EUA, Brasil, Austrália e Argentina, com uma participação considerável nas exportações mundiais totais. Neste período se observou uma grande reviravolta neste panorama, onde em 2001 tínhamos a Austrália como líder em exportações, seguida por EUA, Canadá e UE, porém em 2005 passamos a observar um cenário completamente diferente, com a liderança passando para as mãos brasileiras, após

observarmos um CAC de 30,3% no período, seguido por Austrália, Argentina e Canadá, com os EUA figurando apenas na 9ª posição, após observar um CAC de 23,7% negativo no período (causado majoritariamente por choques negativos ocasionados pelo “mal da vaca louca”).

Quanto às importações, os países líderes EUA, Rússia, UE e Japão, com uma participação de cerca de 73% no total de importações de carne bovina. A Rússia foi o país que apresentou o melhor desempenho neste período, com um CAC de 9,2%, enquanto que os EUA observou um período de crescimento e outro de queda neste intervalo, terminando com um CAC de 2,6%.

Este período foi marcado por um crescimento considerável para a indústria brasileira de carne bovina, onde a produção observou um dos maiores crescimentos mundiais e as exportações cresceram a uma taxa impressionante, levando o Brasil da 5ª posição entre os exportadores mundiais para a primeira posição, com uma larga vantagem em relação ao segundo colocado. Neste período também observamos uma mudança no panorama das exportações de carne bovina brasileiras, onde em 1999 o percentual de carne processada no total de exportações chegava a 48% e em 2005 este número representou apenas 15%, mais marcante ainda é o crescimento no percentual da produção total que era destinada ao mercado externo, passando de 8% em 2000 para 22% em 2005, aliando isto ao crescimento considerável na produção nacional temos uma figura ainda mais impactante. As condições climáticas e operacionais também foram favoráveis para as empresas do setor, que apresentaram um crescimento considerável neste período.

3.2. Panorama Atual – Pós 2006 e Expectativas

Frango – Os países líderes na produção de carne de frango em 2010 foram EUA, China, Brasil e UE, com participação conjunta de 66% no mercado mundial, figura semelhante à observada no ano de 2005, porém com uma participação relativamente menor destes países no total mundial. Para 2011 espera-se um cenário positivo para estes países, com os EUA, líder de mercado, sendo beneficiado pelo aumento na demanda interna (favorecida pela substituição do consumo de carne bovina por frango, devido a questões como preço e disponibilidade) e, em menor força, nas exportações, embora este progresso possa

ser adversamente impactado pelo aumento previsto no preço dos grãos. Os outros grandes produtores também deverão apresentar crescimento, baseados tanto na demanda interna como nas exportações⁵.

Entre os maiores consumidores ainda vemos EUA, China, UE e Brasil, com participação conjunta de 58% no mercado mundial. O consumo deste produto em seus maiores mercados vem sendo bastante beneficiado pela substituição de outras carnes pela carne de frango, devido ao seu ganho de competitividade relativa.

As exportações devem apresentar crescimento de cerca de 3% em 2011, onde os principais exportadores no ano de 2010 foram Brasil e EUA, com participação conjunta de 73% nas exportações mundiais. A expansão nas exportações será guiada pelo crescimento na demanda de mercados desenvolvidos e também de mercados emergentes.

Entre os maiores importadores de carne de frango destacamos Japão, UE e Arábia Saudita, que possuem participação de cerca de 27% em 2010, figura que difere de 2005 com a queda nas importações por parte da Rússia, que passou de maior importador do produto para a quinta posição.

Neste panorama vemos ainda um grande destaque para o Brasil, sendo este o maior exportador, o terceiro maior produtor e também o quarto maior consumidor de carne de frango, situação esta que se consolidou entre 2002 e 2006 e deverá se manter para o ano de 2011. A produção brasileira é guiada pela grande demanda interna e também pela grande exportação, principalmente para países do Oriente Médio (Arábia Saudita, Emirados Árabes e Iraque), Ásia (China) e também países emergente, que deverão servir de combustível para as exportações. O consumo brasileiro per capital anual de carne de frango aumentou em cerca de 5kg de 2006 a 2010, ultrapassando a marca de 40kg⁶.

Suínos – O panorama da produção de carne suína não apresentou mudanças significativas em relação ao período previamente analisado, com China, UE e EUA como líderes absolutos em participação na produção mundial com uma participação conjunta de cerca de 81% em 2010. Destaque para a China, com

⁵ USDA – Livestock and Poultry: World Markets and Trade oct 2010

⁶ USDA – United States Department of Agriculture

cerca de 50% da produção mundial e que deverá ser responsável por 80% do crescimento mundial na produção de carne suína em 2011.

Ainda vemos China, UE, EUA e Rússia como maiores consumidores, com participação conjunta de cerca de 81% no consumo mundial do produto em 2010, novamente com destaque para a China, que responde por cerca de 49% do total.

Neste panorama de produtores e consumidores temos a UE com a situação mais preocupante, uma vez que a maioria das fazendas de porcos não estão em linha com as regras de bem estar animal e ambiental do grupo, que entrarão em vigor no ano de 2013 e tenderão a elevar os custos do setor, diminuindo a produção do bloco a aumentando suas importações.

Os maiores exportadores de carne suína foram EUA, UE e Canadá, com cerca de 81% das exportações mundiais, sendo seguidos pelo Brasil com outros 10% de participação em 2010. Para 2011 está prevista uma queda de 15% nas exportações da UE, perdendo mercado para Brasil e EUA.

Os principais importadores foram Japão, Rússia e México, com participação no mercado mundial de cerca de 46% em 2010, figura não tão diferente à observada em 2005, porém com um crescimento de participação do México, que tomou o lugar dos EUA, tendo este perdido importância e figurando na quarta posição em 2010.

A situação Brasileira é razoavelmente confortável neste mercado, com um crescimento esperado de 3% para a produção, guiado basicamente por uma forte demanda interna com preços competitivos em relação à carne bovina. Espera-se que as exportações apresentem um crescimento guiado pela demanda mais forte dos principais mercados para o produto brasileiro, também com possível foco em novos mercados como a Ásia, aumento este que deverá compensar o efeito do real forte⁷. Também temos observado esforços crescentes do governo brasileiro para garantir o acesso dos produtores nacionais aos mercados dos EUA e do México.

Bovinos – A partir de 2006 o panorama mundial do mercado de carne bovina não apresentou mudanças drásticas, onde os maiores produtores continuam

⁷ USDA – Livestock and Poultry: World Markets and Trade oct 2010

sendo EUA, Brasil, UE e China, com uma participação conjunta de cerca de 61%, seguidos por Índia, Argentina e Austrália com outros 13%, embora nos anos de 2008 e 2009 a produção mundial tenha observado queda, este efeito foi semelhante nos maiores produtores, onde apenas Índia e Argentina, dentre os países citados acima, apresentaram crescimento na produção, porém este crescimento não foi suficiente para alterar as posições no ranking.

Os maiores consumidores continuam sendo EUA, UE, China e Brasil, agora com participação comum de cerca de 59% em 2010, seguidos por Argentina, Rússia, Índia e México com mais 15% de participação no mercado, que também foi influenciado negativamente nos anos de 2008 e 2009 pela crise mundial.

As exportações são lideradas por Brasil, Austrália, EUA e Índia, mesmo panorama observado em 2005, agora com uma participação conjunta nas exportações mundiais de cerca de 65% 2010. Neste período o Brasil foi o país mais afetado pela crise, vendo suas exportações apresentarem um CAC de 15% negativo entre 2007 e 2009, mesmo assim sem deixar a liderança nas exportações mundiais. A previsão é que as exportações mundiais observem aumento em 2011, com a queda na produção da América do Norte e da Oceania sendo mais do que compensada pelo seu aumento na América do Sul e na Índia, crescimento este que ainda se encontra preso por restrições sanitárias impostas por países e blocos.

Os maiores importadores atuais de carne bovina são EUA, Rússia, Japão e UE, com uma participação combinada de 47% no total de importações mundiais, cenário semelhante ao observado anteriormente, apenas com a diferença da mudança de posições entre Japão e UE que ocorreu em 2007.

O Brasil atravessa um momento de crescimento em relação à produção e exportação de carne bovina devido ao fato de ser o país mais preparado para absorver o aumento na demanda mundial, devido ao seu grande rebanho (que observou crescimento significativo na década passada visando atender à demanda interna e o aumento nas exportações) disponível para o abate, que também servirá para suprir o aumento na demanda interna, e aos rebanhos estagnados de outros grandes produtores como Argentina, EUA e Austrália, o que deverá fazer com que

as exportações brasileiras cresçam cerca de 8% em 2011⁸. O consumo brasileiro per capita de carne bovina apresentou em crescimento relativamente baixo, porém constante entre 2006 e 2010, crescimento este que deverá continuar no ano de 2011.

3.3. Panorama Brasileiro

O Brasil é um dos maiores produtores de frango e de carne bovina, sendo o maior exportador mundial destes dois produtos, além de apresentar posição de destaque também na produção de carne suína, embora em menor proporção. O mercado interno também é bastante forte nestes três segmentos.

Este destaque deriva de fatores como o acesso a grãos mais baratos (grãos consumidos próximo ao local de produção), força de trabalho mais barata, bom clima (sem custos de calefação) e preço da terra acessível. Além disso, o Brasil é um dos únicos países no mundo onde ainda há abundância de terras e recursos para a ampliação da capacidade, o país possui o segundo maior rebanho bovino do mundo, atrás apenas da Índia, e também a segunda maior produção de bezerros, o quarto maior rebanho suíno e a quarta maior produção destes animais, permitindo que o país forneça proteínas de origem animal para a crescente população dos mercados emergentes e também que o Brasil ganhe participação em detrimento de produtores menos dinâmicos⁹.

Recentemente ocorreu uma onda de consolidação no setor de alimentação envolvendo empresas nacionais, vimos a formação dos maiores processadores mundiais de proteínas de origem animal, a BRF Brasil Foods, decorrente da fusão entre Sadia e Perdigão, a Marfrig, que comprou a Seara, a JBS Friboi, empresa de destaque no setor de carne bovina e a Minerva, outro grande player do setor de carne bovina.

Estas empresas brasileiras citadas acima são multinacionais de destaque no setor e que frequentemente estão envolvidas em movimentos de consolidação do mercado, seja com fusões/aquisições internas ou no exterior, tendo recentemente

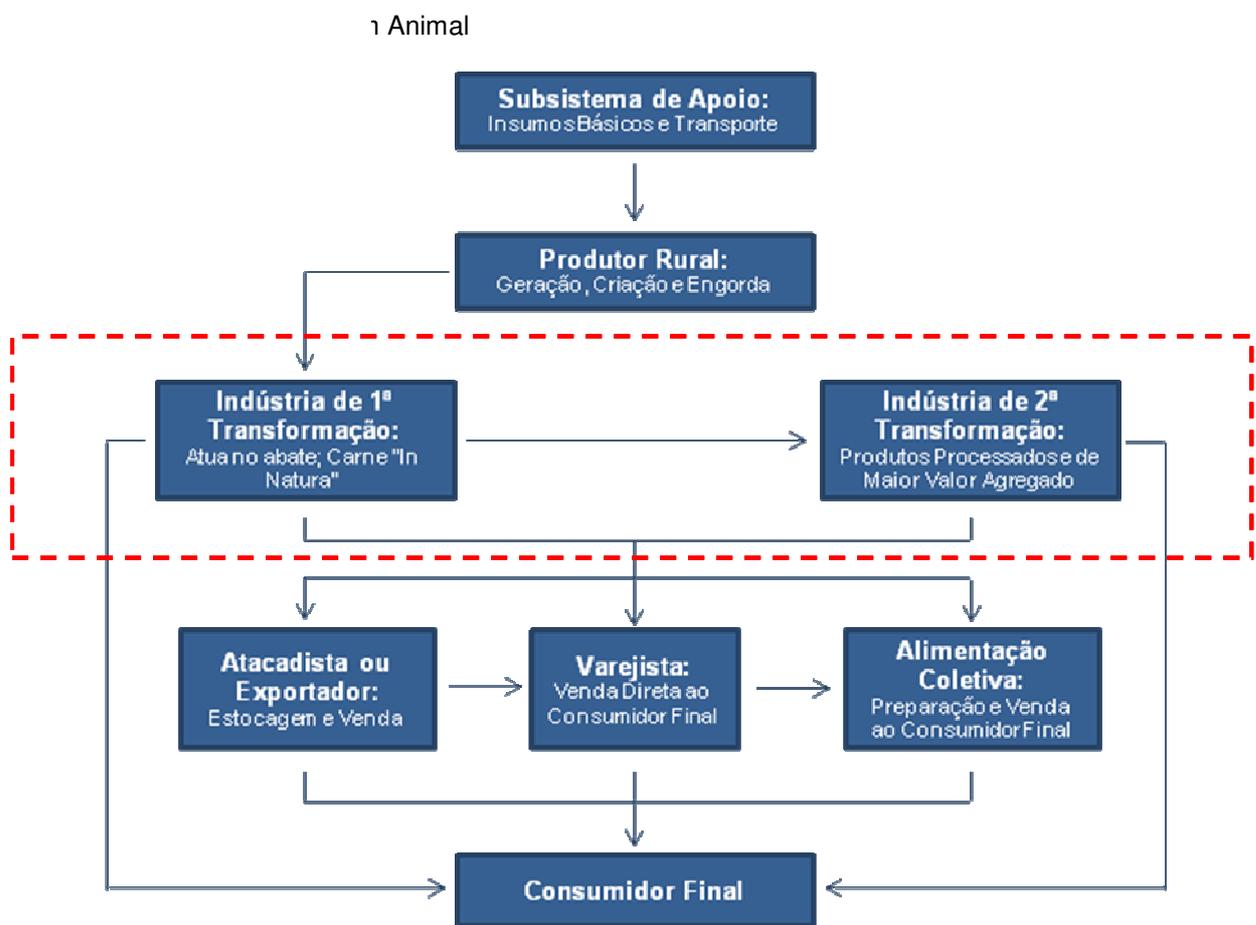
⁸ USDA – Livestock and Poultry: World Markets and Trade oct 2010

⁹ BTG Pactual – JBS Reinstating Coverage jun 2010; Banco Fator – Book 2010 Alimentos dez 2009

adquirido grandes empresas estrangeiras. Analisaremos os principais movimentos no decorrer deste estudo.

3.4. Características do Setor

O setor de proteínas de origem animal tem como característica marcante a grande presença de “hard assets” em sua hierarquia de produção, desde a criação dos animais, passando pelo abate e processamento, até o beneficiamento em produtos de maior valor adicionado, observamos um grande emprego de processos mecânicos ou de atividades que exigem pouca especialização. Abaixo temos um quadro que resume a estrutura da cadeia produtiva do setor de proteínas de origem animal como um todo.



Carne Bovina Vol. 8 (2008)

Desde a cadeia inicial de produção, observamos uma estrutura onde geração, criação e engorda dos animais para o abate é feita por produtores independentes,

que posteriormente vendem os animais às indústrias de transformação. As indústrias de transformação são divididas em duas categorias, indústrias de 1ª transformação, onde ocorre o abate e a obtenção das peças de carne (abatedouros e frigoríficos), e indústrias de 2ª transformação, onde incorpora-se a carne a outros produtos ou agrega-se valor à carne (processadoras, beneficiadoras, etc). Esta indústria de transformação (frigoríficos, processadoras, beneficiadoras, etc) atua através da utilização intensiva de “hard assets” em sua cadeia de produção e fornece seus produtos ao responsável pela comercialização do produto (atacadista, exportador, varejista, cadeias de restaurantes, etc) ou ao consumidor final, caso a “transformadora” também execute o papel de comercializadora.

4. Transações Envolvendo as Empresas Seleccionadas

Na primeira parte deste capítulo irei descrever a metodologia usada para analisar as transações, na segunda parte irei descrever as empresas analisadas neste trabalho, em seguida, na terceira parte, irei descrever as transações que servirão como base para a análise, e por fim, relacionarei estas transações aos fatores encontrados no capítulo 2, de acordo com a metodologia explicada no início do presente capítulo.

As descrições das empresas foram retiradas, com poucas mudanças, das descrições presentes na área de relações com investidores do site de cada empresa. As descrições das transações envolvendo as empresas, presentes na terceira parte deste capítulo, foram levantadas junto ao MergerMarket e aos fatos relevantes divulgados pelas próprias empresas ao mercado. Em seguida, ainda na terceira parte, estas transações foram caracterizadas de acordo com os fatores destacados no capítulo 2 (ver tabelas “Fatores a Serem Utilizados nas Análises” ao final do capítulo 2), usando a metodologia explicada na primeira parte deste capítulo. Por fim, na terceira e última parte, as transações foram mapeadas e compiladas de uma maneira geral e simplificada, para que possam ser utilizadas na análise do desempenho das transações.

4.1. Fatores Centrais à Análise das Transações

A análise das transações levará em conta os seguintes fatores:

Igualdade ou Complementariedade entre as atividades: As empresas analisadas neste trabalho possuem na indústria de transformação seu principal business, e para tal, as demais atividades dentro da cadeia de produção do setor de proteínas de origem animal (ver capítulo 3, seção 3.4.) serão consideradas como complementares.

Porte da Transação: Em vias de simplificar o trabalho a ser feito, com um prejuízo bastante pequeno para o que é proposto na análise, o porte das transações foi dividido da seguinte maneira: Pequeno Porte, transações até R\$199 milhões;

Médio Porte: Transações entre R\$200 milhões e R\$499 milhões; e Grande Porte: Transações maiores do que R\$500 milhões.

Transação Doméstica ou “Cross-Border”: Serão consideradas transações “cross-border” aquelas que forem feitas entre empresas em países diferentes, por outro lado, serão consideradas transações domésticas aquelas efetuadas por empresas situadas nos mesmos países, inclusive no caso de transações feitas através de subsidiárias, ou seja, se a subsidiária australiana de uma empresa com sede no Brasil executa uma transação na Austrália, esta será considerada doméstica.

Recursos Redundantes: A questão dos recursos redundantes será feita da seguinte forma, transações em locais onde a empresa já possui presença e envolvendo atividades já praticadas naquele lugar serão consideradas com potencial elevado para a existência de recursos redundantes, já locais onde a empresa não está presente ou não pratica atividade semelhante serão considerados com baixo potencial para a existência de recursos redundantes.

Presença de “hard assets e “soft assets”: Este mapeamento será feito apenas pela descrição da empresa e de suas atividades.

Incerteza: A questão da incerteza não poderá ser levantada de forma adequada, porém, como uma medida de proximidade será utilizada a incerteza inerente ao mercado em que a empresa adquirida atua, quando possível.

Concorrência: Apenas será considerada a existência de concorrência quando esta estiver explicitamente destacada em alguma das fontes usadas para mapear as transações.

4.2. Descrição das Empresas Selecionadas

4.2.1. BRF Brasil Foods

A BRF Brasil Foods é uma das maiores companhias de alimentos do mundo em valor de mercado, líder na produção global de proteínas, com participação de 9% da comercialização mundial, e maior exportadora mundial de aves. Em 2010,

alcançou a posição de terceira maior exportadora do Brasil, segundo dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. É ainda uma das mais importantes captadoras e processadoras de leite do País.

O portfólio de produtos é formado por mais de 3 mil itens, nos segmentos de aves, suínos, bovinos, processados de carne, leite, lácteos, margarinas, massas, pratos e vegetais congelados e outros produtos processados. Suas principais marcas são Perdigão, Sadia, Qualy, Doriana, Becel, Rezende, Batavo, Elegê, Wilson, Cotochês, Miss Daisy, Deline, Avipal, Texas Burger, Speedy Pollo, Turma da Mônica e Plusfood.

A companhia opera 60 fábricas instaladas em todas as regiões do Brasil e três no exterior (produção de lácteos na Argentina e unidades da Plusfood na Inglaterra e Holanda). Com uma sólida estrutura no mercado doméstico, é a única companhia com rede de distribuição de refrigerados e congelados que abrange todo o território nacional. Seu sistema logístico permite executar 500 mil entregas mensais a 150 mil clientes e atender 98% da população brasileira. No exterior, mantém 24 escritórios comerciais e relaciona-se com mais de 5 mil clientes em 140 países dos cinco continentes.

Com 113 mil funcionários, está entre as maiores empregadoras brasileiras e exerce forte impacto econômico e social nas regiões onde atua. Em 2010, comercializou 5,7 milhões de toneladas de produtos e registrou receita líquida de R\$ 22,7 bilhões, sendo 59,6% no mercado interno e 40,4% em vendas ao exterior.

Companhia aberta com mais de 30 anos de listagem de suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa-BRFS3). Integra o Novo Mercado, segmento reservado a empresas que aderem aos mais elevados padrões de governança corporativa, e pelo sexto ano consecutivo foi selecionada para o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), em reconhecimento ao compromisso com o crescimento sustentável. Seus papéis também são negociados há 10 anos como ADRs Nível III na Bolsa de Nova York (Nyse-BRFS).

4.2.2. Marfrig

A Marfrig Alimentos S.A. é uma das maiores e mais diversificadas empresas globais do ramo alimentício baseado em proteínas animais, com atividades nos segmentos de produção e distribuição de alimentos à base de carne bovina, suína, ovina e avícola, in natura, elaborados e processados, couros semi-terminados e terminados, além de outros produtos alimentícios (batata pré-cozida congelada, legumes, embutidos, pescados, pratos prontos e massas).

As principais marcas da empresa são: Seara, Bassi, Montana, Paty , Pemmican, Tacuarembó e Moy Park.

A Marfrig contabiliza mais de 40 aquisições realizadas nos últimos 4 anos, entre companhias, ativos e marcas. Hoje a empresa possui uma base operacional ampla, diversificada e flexível, que consiste em aproximadamente 150 unidades, presentes em 22 países, nos 5 continentes, sendo 45 unidades de produção e processamento de carne bovina e ovina (28 no Brasil, 8 na Argentina e 5 no Uruguai, 2 nos EUA, 1 no Chile e 1 na França); 50 unidades de produção e processamento de carne suína e de aves (23 no Brasil, 13 na Europa, 9 nos EUA, 1 na China, 1 na Tailândia, 1 na Malásia, 1 na Coreia do Sul, 1 na Austrália); 14 unidades de produção e escritórios comerciais de couro (1 no Brasil, 4 no Uruguai, 1 na China, 1 na Alemanha, 2 nos EUA, 1 na Argentina, 1 no México e 3 na África do Sul); 28 centros de distribuição de Keystone (8 na França, 6 na Austrália, 4 nos EUA, 4 no Oriente Médio, 3 na Inglaterra, 1 na Nova Zelândia, 1 na Malásia e 1 na Coreia do Sul); além de uma completa rede para distribuição na América do Sul com unidades próprias e terceirizadas; 2 tradings (1 no Chile e 1 na Inglaterra); 1 unidade de criação e venda de Suínos no Brasil; 3 unidades integradas de criação de aves e produção de ração nos EUA; e 6 confinamentos de terminação próprios além de mais 12 terceirizados (9 na Argentina, 5 no Brasil e 4 no Uruguai).

Ao final de 2010, a empresa contava com capacidade instalada de processamento diário de 31,7 mil cabeças de bovinos, 10,4 mil de suínos, 12,9 mil de ovinos, 50,0 mil perus e 3,7 milhões de frangos, além da capacidade de produção de 126 mil toneladas de produtos elaborados e processados, e de 178,5

mil peças de couro processadas por mês e distribuição de 200 milhões de “cases” por ano.

A Marfrig tornou-se companhia aberta em 2007 e suas ações são negociadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA com o ticker "MRFG3", segmento que segue critérios rigorosos de Governança Corporativa.

4.2.3. JBS

A JBS é a maior empresa em processamento de proteína animal do mundo, atuando nas áreas de alimentos, couro, biodiesel, colágeno e latas. A companhia está presente em todos os continentes, com plataformas de produção e escritórios no Brasil, Argentina, Itália, Austrália, EUA, Uruguai, Paraguai, México, China, Rússia, entre outros países.

A JBS possui amplo acesso à diversos mercados consumidores através de suas 140 unidades de produção no mundo e mais de 120 mil colaboradores focados no sucesso da companhia.

A empresa esteve na vanguarda do movimento de consolidação dos frigoríficos do Brasil, em 2005, com a aquisição da Swift Argentina iniciou seu movimento de internacionalização.

Em 2007 a JBS abriu seu capital e passou a ser negociada na Bolsa de Valores de São Paulo, Bovespa (JBSS3), sendo a primeira companhia no setor frigorífico a negociar suas ações em bolsa de valores.

Ainda em 2007, a JBS consolidou-se como a maior empresa do mundo no setor de carne bovina, com a aquisição da Swift & Company nos Estados Unidos e na Austrália. Com a nova aquisição, a JBS ingressou no mercado de carne suína, apresentando um expressivo desempenho também nesse segmento ao encerrar o exercício como o terceiro maior produtor e processador desse tipo de carne nos EUA. A aquisição aumentou o portfólio da companhia ao incluir os direitos sobre a marca Swift em nível mundial. A consolidação da companhia continuou em 2009 com a compra da Pilgrim's Pride (representando a entrada da empresa no

segmento de frangos) e com a incorporação do Bertin Ltda (representando a entrada nos segmentos de lácteos e biodiesel).

4.3. Descrição das Transações Analisadas

As descrições das transações observadas a seguir foram levantadas junto ao MergerMarket, e posteriormente aprofundadas através dos fatos relevantes divulgados pelas próprias empresas ao mercado, nenhuma outra fonte foi usada nestes casos para evitar informações potencialmente incorretas. Estas transações foram caracterizadas de acordo com os fatores destacados na seção 4.1. (Método de Análise das Transações)

4.3.1. BRF Brasil Foods

Batavia SA – Em maio de 2006 a Perdigão SA adquiriu 51% das ações da Batavia SA, controlada pela Parmalat SA, por um valor de cerca de R\$101 milhões. A Batavia SA é uma empresa do setor de laticínios que vende leite, iogurtes, sobremesas, além de carnes processadas, cuja marca mais conhecida é a Batavo, em 2005 contava com uma rede de 940 produtores diretos de leite em 40 municípios que representaram uma captação de 220 milhões de litros de leite, suas fábricas apresentaram uma média de produção de 20 mil ton/mês, seu faturamento na época da transação girava em torno de R\$650 milhões e seus produtos eram vendidos nas regiões Sul e Sudeste do Brasil¹⁰. Na data da venda a Parmalat Spa, controladora da Parmalat SA estava em recuperação judicial. Em novembro de 2007 a Perdigão adquiriu os 49% restantes da Batavia SA junto à Cooperativa Central Agromilk, Cooperativa Agropecuaria Castrolanda, Batavo Cooperativa Agroindustrial e Capal Cooperativa Agroindustrial, por um valor de cerca de R\$155 Milhões, tornado a Batavia SA uma subsidiária integral da Perdigão SA. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação doméstica de médio porte, envolvendo basicamente “hard assets”.

¹⁰ BRF Brasil Foods – Fato Relevante (26/05/2006)

Eleva Alimentos SA – Em outubro de 2007 a Perdigão SA anunciou a aquisição da Eleva Alimentos SA, até então uma empresa negociada publicamente, por cerca de R\$1.294 milhões, em um misto de dinheiro (46%) e ações (54%). A Eleva é uma empresa que atua no setor de aves e suínos, além do setor de derivados do leite, sua principal marca era a Avipal, no ano de 2007 a empresa obteve faturamento de R\$2.290 milhões e EBITDA de R\$176,6 milhões. A transação transformou a Perdigão na maior empresa aberta de seu segmento no Brasil, além disso, esta também possibilitou benefícios fiscais pela amortização do ágio resultante desta aquisição¹¹. A transação foi aprovada e completa em abril de 2008. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de grande porte, com grande potencial para recursos redundantes, possibilitou amortização do ágio resultante da operação.

Paraíso Agroindustrial SA – Em agosto de 2007 a Perdigão SA adquiriu a Paraíso Agroindustrial SA, ante a Gale Agroindustrial SA, por um valor de R\$28,5 milhões. A Paraíso Agroindustrial SA é um frigorífico de aves e também fábrica de rações localizada no estado de Goiás. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes.

Plusfood Groep BV – Em dezembro de 2007 a Perdigão SA anunciou a aquisição da Plusfood Groep BV, ante a Coöperatie Koninklijke Cebeco Groep UA, por um valor de EUR31,2 milhões. A Plusfood Groep BV produz e comercializa aves e produtos relacionados na Holanda, sendo fornecedora de restaurantes, varejistas e indústrias. Em 2006 a Plusfood Groep BV apresentou receitas na casa de EUR70 milhões¹². De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de pequeno porte,

¹¹ BRF Brasil Foods – Fato Relevante (30/10/2007)

¹² BRF Brasil Foods – Fato Relevante (07/12/2010)

envolvendo basicamente “hard assets”. A aquisição foi concluída em janeiro de 2008.

Valore Participações e Empreendimentos LTDA – Em junho de 2007 a Perdigão SA adquiriu o frigorífico de bovinos Valore por um total de R\$100 milhões. A aquisição foi financiada pela recente oferta pública feita pela empresa na época e foi finalizada ainda em junho de 2007. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para a existência de recursos redundantes.

Cotoches – Em abril de 2008 a Perdigão SA adquiriu 100% da Cotoches (Maroca & Russo Indústria e Comercio Ltda.) por cerca de R\$69 milhões (R\$54 milhões + R\$15 milhões em dívida). A Cotoches é uma empresa do setor de laticínios que vende leite, iogurtes, manteiga, queijo, entre outros derivados de leite, seu faturamento na época girava em torno de R\$180 milhões. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para a existência de recursos redundantes¹³.

Sadia SA – Em maio de 2009 a Perdigão SA anunciou a aquisição da Sadia SA através de uma oferta hostil que resultou na criação da BRF Brasil Foods SA, a maior empresa global de proteínas em valor de mercado. Na época a Sadia SA era a principal concorrente da Perdigão SA, com atuação nos mesmos setores e subsetores. A transação ocorreu em duas etapas: a primeira aconteceu em julho, com a incorporação das ações da HFF Participações S/A por cerca de US\$653 milhões, representando a maioria das ações ordinárias de emissão da Sadia, em agosto foi efetivada a segunda etapa societária com a incorporação das ações ordinárias e preferenciais da Sadia pela BRF por cerca de US\$2.923 milhões. Após a fusão, a BRF fez uma nova oferta de ações na qual levantou cerca de R\$5.300 milhões (R\$4.600 milhões + 690 milhões [15% lote suplementar])¹⁴.

¹³ BRF Brasil Foods – Fato Relevante (02/04/2008)

¹⁴ BRF Brasil Foods – Fato Relevante (03/06/2009)

Esta aquisição ainda não foi aprovada pelos órgãos reguladores. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de grande porte, envolvendo duas empresas líderes no mercado de proteínas, com grande potencial para a existência de recursos redundantes.

4.3.2. Marfrig

Frigorífico La Caballada – Em junho de 2007 a Marfrig adquiriu o Frigorífico La Caballada no Uruguai, ante a Global Protein Group LLC, por US\$40 milhões. O Frigorífico La Caballada é um matadouro, com capacidade para 800 cabeças por dia, e também produtor de alimentos de origem bovina. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”.

Establecimientos Colonia SA – Em novembro de 2007 a Marfrig finalizou a compra da Establecimientos Colonia SA por cerca de US\$86 milhões. O frigorífico localizado no Uruguai processa e exporta carne bovina fresca e cozida. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para a existência de recursos redundantes.

Best Beef SA e Estancias del Sur SA – Em outubro de 2007 a Argentina Breeders & Packers SA, subsidiária integral da Marfrig SA, adquiriu as empresas Best Beef SA e Estancias del Sur SA por um total de US\$39,3 milhões. A Best Beef SA produz carne bovina cozida congelada e hambúrgueres (15 toneladas por dia), sua capacidade de abate é de 800 cabeças de gado bovino diariamente, enquanto que a Estancias del Sur SA opera um matadouro que abate, processa e vende carne bovina, sua capacidade é de mil cabeças por dia. Ambas as empresas estão localizadas na Argentina. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte na Argentina,

envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para a existência de recursos redundantes.

QuickFood SA (70,51%) – Em novembro de 2007 a Marfrig comprou a QuickFood SA, empresa listada na bolsa Argentina, por um total de US\$140,8 milhões. A QuickFood SA atua como processadora e exportadora de carne bovina com capacidade de 1.400 cabeças por dia, detentora da marca Paty, líder nos mercados argentino, uruguaio e chileno de hambúrgueres, com 2 unidades industriais e 3 unidades de produtos processados e industrializados de carne bovina, o time administrativo, incluindo o CEO e o Vice-Presidente da companhia foram mantidos em seus cargos. De acordo com os dados da Quickfood SA, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de médio porte na Argentina, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para a existência de recursos redundantes, CEO e VP foram mantidos nos cargos.

Mirab SA – Em janeiro de 2008 a Argentina Breeders & Packers SA, subsidiária integral da Marfrig SA, completou a aquisição da Mirab SA por cerca de US\$36 milhões. A Mirab SA é uma empresa argentina produz, empacota e distribui alimentos a base de carne. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte na Argentina, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes.

Carroll’s Foods do Brasil SA – Em fevereiro de 2008 o Frigorífico Marbella, subsidiária integral da Marfrig SA, completou a aquisição da Carroll’s Foods do Brasil SA por US\$ 24 milhões. A Carroll’s Foods tem como atividade principal a criação e comercialização de suínos de alta qualidade (com custo mais baixo e localização estratégica em área produtora de grãos), além de possuir uma das maiores fábricas de ração do estado de Mato Grosso, com capacidade de produção de 50 ton/hora, além disso a empresa também conta com duas granjas localizadas em Petrovina (MT) e Diamantino (MT), as quais dispõem de 12.500

matrizes e 160 mil suínos em estoque e produzem 1.200 cabeças/dia¹⁵. De acordo com os dados da empresa, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação doméstica de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes.

CDB Meats Limited – Em março de 2008 a Marfrig SA completou a aquisição da CDB Meats Limited, incluindo sua subsidiária Ham Packers Limited, no Reino Unido por US\$14 milhões. A empresa é um dos principais importadores e distribuidores de produtos alimentícios no Reino Unido, com destaque para carne em conserva, enlatados e atum enlatado e embalado, a Ham Packers controlava e operava uma fábrica de enlatados, na época da aquisição o faturamento das empresas girava em torno de GBP30 milhões. De acordo com os dados da empresa, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação “cross border” de pequeno porte.

DaGranja Agroindustrial Ltda (94%) – Em abril de 2008 a Marfrig SA completou a aquisição da DaGranja ante a Alonzo Holding Group, Inc por US\$58 milhões. A DaGranja é um matadouro de aves e suínos (abate, industrialização e comercialização) com uma estrutura composta por três abatedouros de aves com capacidade conjunta para 480 mil frangos por dia, duas fábricas de industrializados com capacidade para 450 mil ton/mês, três fábricas de ração com capacidade conjunta para 130 ton/hora, três incubatórios com capacidade para 10 milhões de pintos por mês, uma granja de avós (aves), três granjas de matrizes (aves) e duas granjas de porcos, reportando receitas de cerca de US\$360 milhões na época da aquisição¹⁶. De acordo com os dados da empresa, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação doméstica de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”.

Moinhos Cruzeiro do Sul SA (segmento de aves) – Em março de 2008 a Marfrig SA completou a aquisição da divisão de aves da Moinhos Cruzeiro do Sul

¹⁵ Marfrig – Fato Relevante (25/02/2008)

¹⁶ Marfrig – Fato Relevante (06/03/2008)

SA por cerca de US\$53 milhões. A aquisição incluiu 100% da empresa Penapaulo Alimentos Ltda junto com a marca Pena Branca e todas as atividades relacionadas a esta. A Penapaulo/Penabranca tem como atividade principal a criação, produção, abate e comercialização de aves, a empresa possui dois abatedouros com capacidade conjunta para 300 mil cabeças de frango por dia, três fábricas de ração com capacidade conjunta de 90 ton/hora, uma granja de avós (aves) e duas de matrizes (aves), além de três incubatórios¹⁷. Na época da aquisição, a Penapaulo apresentou receita de US\$197,5 milhões. De acordo com os dados da empresa, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação doméstica de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”.

Braslo Produtos de Carnes Ltda; Penasul Alimentos Ltda; Agrofrango; Industria e Comercio de Alimentos Ltd; Moy Park Group; Kitchen Range Foods Limited; Albert Van Zoonen BV – Em agosto de 2008 a Marfrig SA anunciou a aquisição de um grupo de negócios no Brasil e na Europa, incluindo quinze plantas de produção de alimentos processados e industrializados de aves e outras proteínas animais, ante a OSI Group por um total de US\$680 milhões, sendo US\$270 milhões em dinheiro, US\$130 milhões pela assunção de dívidas e o restante em ações. A atividade das empresas no Brasil inclui abate e produção de frangos (Agrofrango), produção de industrializados de frangos e suínos e fornecimento de produtos de valor adicionado de carne e de aves para redes de “fast food” (Penasul e Braslo), as atividades das empresas na Europa incluem unidades na Irlanda do Norte, Inglaterra, França e Holanda (Moy Park) que abrangem um negócio integrado de produtos industrializados, in-natura e de valor adicionado em frango do Reino Unido e com operações de processados também na França, atividades de produção e distribuição de produtos alimentícios, incluindo congelados, vegetais e panificação no Reino Unido (Kitchen Range Foods) e atividades de produção e distribuição de produtos congelados de valor adicionado na Holanda (Albert Van Zoonen BV). A receita combinada das empresas adquiridas era de cerca de US\$2.000 milhões, além disso, o OSI Group terá cerca de 7,51% do capital social da Marfrig e direito a

¹⁷ Marfrig – Fato Relevante (06/03/2008)

uma cadeira no conselho da empresa. De acordo com os dados das empresas em questão, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares e semelhantes, transação doméstica e “cross border” de grande porte, envolvendo um grande número de “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi concluída em novembro de 2008¹⁸.

Grupo Zenda (51%) – Em setembro de 2009 a Marfrig completou a aquisição de 51% do Grupo Zenda por US\$50 milhões. O Grupo Zenda é uma empresa uruguaia que processa e vende couros acabados ou brutos. Em 2008 o Grupo Zenda obteve receitas de cerca de US\$177 milhões, além disso, sua capacidade de produção era de 7.000 unidades diárias em suas plantas na Argentina, México, EUA, Alemanha, África do Sul, Chile, Hong Kong e China. Sua estrutura foi completamente mantida. De acordo com os dados da empresa, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação “cross border” de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”, estrutura da empresa foi mantida.

Seara Alimentos SA – Em setembro de 2009 a Marfrig SA anunciou a aquisição da Seara Alimentos SA por US\$900 milhões ante a Cargill Inc. A Seara Alimentos SA atua na produção de processados bovinos, de porco e aves com receita anual em torno de US\$1.700 milhões. Com esta aquisição a Marfrig irá ter direito a sete unidades industriais de aves com a capacidade de abate de 1,2 milhão de aves por dia, duas unidades industriais de suínos com a capacidade de 5.800 cabeças por dia, três plantas de industrializados e processados de valor adicionado com capacidade de produção de 17.500 ton/mês, um terminal portuário privativo para cargas frigoríficas e cargas secas, nove fábricas de ração, seis granjas de matrizes de aves, a marca “SEARA” e as demais marcas operadas pela Cargill Inc. neste segmento, operações de distribuição e comercialização no exterior, localizadas no Reino Unido, Japão e Singapura, detentoras de quotas de exportação/importação a partir do Brasil para diversos países¹⁹. De acordo com os dados citados acima, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição:

¹⁸ Marfrig – Fato Relevante (23/06/2008)

¹⁹ Marfrig – Fato Relevante (14/09/2009)

Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de grande porte, transação envolvendo um grande número de “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi finalizada em janeiro de 2010.

O’Kane Poultry Limited – Em maio de 2010 a Moy Park Group, subsidiária integral da Marfrig SA no Reino Unido, completou a aquisição da O’Kane Poultry Limited por US\$37 milhões ante a O’Kane Group Ltd. A O’Kane Poultry Limited é uma empresa de processamento de aves da O’Kane Group Ltd localizada no Reino Unido, seu faturamento em 2009 foi de GBP132 milhões. Entre os ativos envolvidos na transação temos uma fábrica de ração, duas incubadoras, uma instalação de processamento e um laboratório de testes. De acordo com os dados da empresa, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte no Reino Unido, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes.

Keystone Foods LLC – Em junho de 2010 a Marfrig SA anunciou a aquisição da Keystone Foods LLC por US\$1.260 milhões ante a Lindsay Goldberg & Bessemer LP. A Keystone Foods LLC atende a mais de 28.000 restaurantes em 13 países incluindo: EUA, Europa (França e Reino Unido), Ásia (China, Tailândia, Malásia e Coreia do Sul), Austrália, Nova Zelândia e Oriente Médio (Emirados Árabes, Kuwait, Bahrain, Qatar e Oman), em 2009 a empresa atuou com 12.900 colaboradores em 54 unidades e teve uma receita líquida de US\$6,4 bilhões em seus negócios de alimentos e de distribuição. Com esta aquisição, a Marfrig passou a ser fornecedora da McDonald’s Corporation, Campbell’s, Subway, ConAgra, Yum Brands e Chipotle²⁰. De acordo com os dados da Keystone Foods, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de grande porte, envolvendo um grande número de “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi aprovada em setembro de 2010.

²⁰ Marfrig – Fato Relevante (14/06/2010)

4.3.3. JBS

Swift Armour SA – Em setembro de 2005 a JBS SA (Friboi) completou a aquisição da Swift Armour SA, junto a GSC Partners, JPMorgan Latin America Capital Partners e ao Sr. Carlos Oliva Funes (CEO e controlador), pelo valor de US\$200 milhões. A Swift Armour SA é uma empresa argentina que atua como produtora, processadora e exportadora de produtos de origem bovina que gerou receitas de aproximadamente US\$442 milhões em 2004. O CEO e ex-controlador da Swift Armour SA, Carlos Oliva Funes, foi mantido com CEO da empresa. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de médio porte, envolvendo basicamente “hard assets”, CEO da empresa mantido (garante maior semelhança de gestão).

CEPA SA – Em novembro de 2006 a Swift Armour SA, subsidiária integral da JBS SA, completou a aquisição da CEPA SA por US\$16 milhões. A CEPA SA é uma processadora de carnes baseada na Argentina. De acordo com os dados da CEPA SA, podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte na Argentina, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes.

Swift & Company – Em maio de 2007 a J&F Acquisition Co, controladora da JBS SA, anunciou a aquisição da Swift & Company junto a HM Capital Partners LLC e Booth Creek Management Corporation por cerca de US\$1.459 milhões. A Swift & Company é uma grande empresa americana processadora de carne bovina e suína, além de empacotadora de carnes, com capacidade de abate para cerca de 23 mil cabeças por dia em suas 12 plantas, além de uma receita líquida de US\$9.500 milhões e dívida líquida de US\$ 500 milhões em 2007. A aquisição foi concluída em julho de 2007 e resultou na maior empresa de carne bovina do mundo. Dentre as sinergias que guiaram a transação, segundo a empresa, podemos destacar alterações no quadro diretivo da empresa nos EUA e na Austrália, eliminação de posições sobrepostas, melhor utilização da capacidade instalada nas fábricas, redução das despesas financeiras através da redução do endividamento, redução nos custos de transporte com o aumento da taxa de

ocupação de 92% para 99%, otimização da razão qualidade preço, melhoria no rendimento dos processos de desossa, do couro, aproveitamento das tripas, redução no custo fixo e variável das fábricas, otimização da equipe de vendas, redução de despesas com seguros, consultorias e informática, além de uma nova remuneração voltada para resultados²¹. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de grande porte, envolvendo basicamente “hard assets”.

Col Car SA – Em outubro de 2007 a Swift Armour SA, subsidiária integral da JBS SA, anunciou a aquisição da Col Car SA por cerca de US\$20 milhões. A Col Car SA é um frigorífico bovino com receita próxima de US\$26 milhões. A aquisição foi concluída em fevereiro de 2008. De acordo com os dados da Col Car SA podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte na Argentina, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes.

Inalca SpA (50%) – Em março de 2008 a JBS SA adquiriu 50% de participação na Inalca SpA por cerca de EUR219 milhões, com esta aquisição a JBS SA passou a ter participação na Cremonini SpA, processadora e distribuidora de carne bovina que também fornece serviços de restaurantes na Itália. A transação foi concluída em maio de 2008. De acordo com os dados da Col Car SA podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de grande porte, envolvendo grande número de “hard assets”. A transação foi cancelada em 2010 após a JBS entrar com um pedido na ICC (Câmara de Comércio Internacional) em Paris, contra o Grupo Cremonini, solicitando a intervenção dessa Câmara para arbitrar assuntos pendentes de Governança Corporativa na Inalca JBS, que é 50% detida pela JBS S.A²².

Smithfield Beef Group – Em março de 2008 a JBS SA anunciou a aquisição da Smithfield Beef Group junto ao Smithfield Foods, Inc. e a Continental Grain

²¹ JBS – Fato Relevante (05/2009)

²² JBS – Press Release (04/03/2011)

Company por cerca de US\$565 milhões. Dentro dos termos do acordo, a JBS SA deterá 100% da Five Rivers Ranch Cattle Feeding LLC, empresa de confinamento de gado, com capacidade para 811 mil cabeças, operada em um JV 50/50 com a Continental Grain Company (os 50% da Continental Grain Company foram adquiridos através de troca de ações). Todo o inventário bovino da Five Rivers não foi incluído na transação, sendo transferido para outras subsidiárias da Smithfield Foods. A Smithfield Foods possuía, na época da aquisição, quatro plantas de abate, uma graxaria, uma unidade de confinamento de bovinos e uma transportadora com cerca de 120 carretas de transporte refrigerado. De acordo com as características da Smithfield Foods, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação “cross border” de grande porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi aprovada em outubro de 2008.

Tasman Group Services Pty Ltd – Em março de 2008 a JBS Southern Australia Pty Ltd, subsidiária integral da JBS SA, por US\$148 milhões. A Tasman Group é uma produtora de carne bovina que possui seis unidades de abate de bovinos, além de uma unidade de confinamento com capacidade para 25 mil cabeças de gado e 45 mil ovelhas. De acordo com as características da Tasman Group, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de médio porte na Austrália, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi concluída em maio de 2008.

National Beef – Transação de cerca de US\$970 milhões anunciada em março de 2008, foi bloqueada pela entidade antitruste dos EUA.

Abatedouro em Teófilo Otoni – Em maio de 2009 a JBS SA adquiriu um abatedouro em Teófilo Otoni com capacidade para 750 cabeças por dia por cerca de US\$8 milhões. De acordo com os dados da empresa podemos destacar os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes.

Pilgrim's Pride Corporation (64%) – Em setembro de 2009 a JBS USA Holdings Inc, subsidiária integral da JBS SA, anunciou a compra de 64% da Pilgrim's Pride Corporation por cerca de US\$2.750 milhões. A Pilgrim's Pride Corporation, empresa listada, é uma grande produtora de aves nos EUA que estava sobre a proteção da lei de falências americana (Chapter 11), em 2008 a companhia obteve receita de US\$8.525 milhões²³. De acordo com as características da Pilgrim's Pride, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de grande porte nos EUA, envolvendo basicamente “hard assets”, com grande potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi aprovada em dezembro de 2009.

Bertin SA – Em setembro de 2009 a JBS SA anunciou sua fusão com a Bertin SA, em um negócio avaliado em US\$6.815 milhões. A Bertin SA é uma produtora de carne bovina que também possui operações de derivativos, entre suas atividades principais podemos destacar suas 38 unidades produtivas, com capacidade de processamento de cerca de 16 mil cabeças de gado e 21 mil peles por dia. Dentro dos termos do acordo os controladores de ambas as companhias irão aportar seus ativos em uma holding que controlará a JBS SA, ficando a família Bertin com 40% de participação e a família Batista (JBS SA) com os 60% restantes, enquanto isso os outros acionistas da JBS SA receberão novas ações da companhia resultante desta transação²⁴. De acordo com as características da Bertin, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes e complementares que marcou a entrada da JBS em novos setores (lácteos, expansão em couros e “pet”), buscando sinergias pela eliminação de esforços sobrepostos e pela ampliação dos canais de distribuição, transação doméstica de grande porte, envolvendo basicamente “hard assets”, com grande potencial para existência de recursos redundantes. Ao final da transação a Bertin SA se tornou subsidiária integral da JBS SA. A transação foi concluída em janeiro de 2010.

²³ JBS – Fato Relevante (16/07/2009)

²⁴ JBS – Fato Relevante (16/07/2009)

Tatiara Meat Company – Em dezembro de 2009 a Swift Australia Pty Limited, subsidiária integral da JBS SA, anunciou a aquisição da Tatiara Meat Company junto à A Moxsel AG por cerca de US\$28 milhões. A Tatiara Meat Company é uma processadora de carne de cordeiro que obteve receita de US\$183 milhões em 2008. De acordo com as características da Tatiara Meat, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades semelhantes, transação doméstica de pequeno porte na Austrália, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi aprovada em fevereiro de 2010.

Rockdale Beef Pty Ltd – Em março de 2010 a Swift Australia Pty Limited, subsidiária integral da JBS SA, anunciou a aquisição da Rockdale Beef Pty Ltd junto a Mitsubishi Corporation e Itoham Foods Incorporated por cerca de US\$41 milhões. A Rockdale Beef Pty Ltd opera uma unidade integrada de confinamento, fábrica de rações, e fazendas de gado bovino de corte. De acordo com as características da empresa, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação doméstica de pequeno porte na Austrália, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi concluída em setembro de 2010.

McElhaney Feedyard – Em junho de 2010 a JBS SA, através da JBS Five Rivers Cattle Feeding LLC, anunciou a aquisição da McElhaney Feedyard por US\$24 milhões. A aquisição inclui 100% dos ativos da empresa, que consistem em pátios de alimentação e uma fábrica de ração com capacidade conjunta para 130 mil cabeças. De acordo com as características da empresa, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação doméstica de pequeno porte nos EUA, envolvendo basicamente “hard assets”, com potencial para existência de recursos redundantes. A transação foi concluída em setembro de 2010.

Toledo Group – Em julho de 2010 a JBS SA completou a aquisição da Toledo Group por cerca de US\$14 milhões. A Toledo Group é uma empresa Belga que pesquisa, desenvolve e comercializa produtos de carne bovina cozidos ou congelados, em 2009 sua receita foi de cerca de US\$50 milhões. A aquisição

inclui as empresas: Toledo International NV, Toledo Europe BVBA e Toledo Interfoods BVBA. De acordo com as características da Toledo Group, podemos concluir os seguintes fatores sobre esta aquisição: Aquisição envolvendo empresas com atividades complementares, transação “cross border” de pequeno porte.

4.4. Resultados Encontrados

4.4.1. BRF Brasil Foods

Dentre as sete operações envolvendo a BRF Brasil Foods que foram analisadas foi possível destacar os seguintes números dentro dos critérios levantados anteriormente neste trabalho:

Natureza das Atividades – Ao olharmos apenas o número de aquisições, 86% das transações envolveram empresas com atividades semelhantes e apenas 14% das transações envolveram empresas com atividades complementares. Quando olhamos o percentual ponderado pelo tamanho das aquisições observamos que 97% das transações envolveram empresas com atividades semelhantes e apenas 7% das transações envolveram empresas com atividades complementares.

Resistência dos Empregados – Com 86% das operações envolvendo empresas semelhantes, a resistência dos empregados tem um potencial para ser relativamente grande, porém, transações “cross border” (14% absoluto e 1% ponderado), tendem a diminuir esta resistência.

Tamanho Relativo – Ao olharmos apenas o número de aquisições, em 29% dos casos observamos transações de grande porte, 14% de médio porte e 57% de pequeno porte. Quando olhamos o percentual ponderado pelo tamanho das aquisições observamos que esta proporção passa a ser 94%, 3% e 3%.

Recursos e Sinergias – Em 100% dos casos observamos empresas com características que envolvem uma grande quantidade de “hard assets” e em 71%,

em uma análise absoluta, ou 96%, em uma análise ponderada pelo tamanho das aquisições, observamos potencial para existência de recursos redundantes.

Incerteza – Apenas o caso da aquisição da Sadia ocorreu em um período notoriamente de incerteza, durante a crise mundial. Isto equivale a um percentual absoluto de 14% ou um percentual ponderado pelo tamanho de 80%. No restante dos casos não posso afirmar nada.

Concorrência – Apenas no caso da aquisição da Sadia foi possível observar concorrência baixa pela aquisição (ver anexo 2). Isto equivale a um percentual absoluto de 14% ou um percentual ponderado pelo tamanho de 80%. No restante dos casos não posso afirmar nada.

4.4.2. Marfrig

Dentre as quatorze operações envolvendo a Marfrig que foram analisadas foi possível destacar os seguintes números dentro dos critérios levantados anteriormente neste trabalho:

Natureza das Atividades – Ao olharmos apenas o número de aquisições, 71% das transações envolveram empresas com atividades semelhantes e 29% das transações envolveram empresas com atividades complementares. Quando olhamos o percentual ponderado pelo tamanho das aquisições observamos que 93,5% das transações envolveram empresas com atividades semelhantes e apenas 6,5% das transações envolveram empresas com atividades complementares.

Resistência dos Empregados – Com 71% das operações envolvendo empresas semelhantes, a resistência dos empregados tem um potencial para ser relativamente grande, porém, transações “cross border” (43% absoluto e 60% ponderado), tendem a diminuir esta resistência.

Tamanho Relativo – Ao olharmos apenas o número de aquisições, em 21% dos casos observamos transações de grande porte, 7% de médio porte e 71% de pequeno porte. Quando olhamos o percentual ponderado pelo tamanho das aquisições observamos que esta proporção passa a ser 80%, 6% e 14%.

Recursos e Sinergias – Em 93% dos casos observamos empresas com características que envolvem uma grande quantidade de “hard assets” e em 64%, em uma análise absoluta, ou 92%, em uma análise ponderada pelo tamanho das aquisições, observamos potencial para existência de recursos redundantes.

Incerteza – Apenas um caso ocorreu em um período notoriamente de incerteza, durante a crise mundial. Isto equivale a um percentual absoluto de 7% ou um percentual ponderado pelo tamanho de 19%. No restante dos casos não posso afirmar nada.

Concorrência – Não pude afirmar nada em relação à concorrência.

4.4.3. JBS

Dentre as quatorze operações envolvendo a JBS que foram analisadas foi possível destacar os seguintes números dentro dos critérios levantados anteriormente neste trabalho:

Natureza das Atividades – Ao olharmos apenas o número de aquisições, 75% das transações envolveram empresas com atividades semelhantes e 25% das transações envolveram empresas com atividades complementares. Quando olhamos o percentual ponderado pelo tamanho das aquisições observamos que 72,4% das transações envolveram empresas com atividades semelhantes e apenas 27,6% das transações envolveram empresas com atividades complementares.

Resistência dos Empregados – Com 75% das operações envolvendo empresas semelhantes, a resistência dos empregados tem um potencial para ser relativamente grande, porém, transações “cross border” (43% absoluto e 22% ponderado), tendem a diminuir esta resistência.

Tamanho Relativo – Ao olharmos apenas o número de aquisições, em 36% dos casos observamos transações de grande porte, 14% de médio porte e 50% de pequeno porte. Quando olhamos o percentual ponderado pelo tamanho das aquisições observamos que esta proporção passa a ser 96%, 3% e 1%.

Recursos e Sinergias – Em 93% dos casos observamos empresas com características que envolvem uma grande quantidade de “hard assets” e em 71%, em uma análise absoluta, ou 82%, em uma análise ponderada pelo tamanho das aquisições, observamos potencial para existência de recursos redundantes.

Incerteza – Não pude afirmar nada em relação à incerteza.

Concorrência – Não pude afirmar nada em relação à concorrência.

5. Evolução do Valor de Mercado

Neste capítulo irei analisar a evolução no valor de mercado das empresas presentes neste trabalho. Primeiro irei explicar brevemente o método mais comumente utilizado pelo mercado para precificar companhias, o fluxo de caixa descontado, em seguida irei mostrar o valor de mercado histórico das empresas. Desta forma teremos tanto o método pelo qual o valor da empresa foi avaliado pelo mercado quanto o próprio valor de mercado histórico das empresas, através do valor de suas ações multiplicado pelo número total de ações (“Market Capitalization”).

5.1. Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

A avaliação realizada pelo método do fluxo de caixa descontado se baseia na teoria de que o valor de um negócio depende dos benefícios futuros que ele irá produzir, descontados para um valor presente, através da utilização de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflita os riscos inerentes à operação da empresa²⁵.

Considerando que as companhias não possuem prazo de vida determinado, dado o princípio da continuidade, o cálculo de seu valor é baseado na estimativa dos fluxos infinitos. Dessa forma, o valor em um instante de tempo “t” é o somatório dos valores presentes dos fluxos futuros, descontados a uma taxa de desconto.

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{FCL(\text{ano } 1)}{(1+k)} + \frac{FCL(\text{ano } 2)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FCL(\text{ano } n)}{(1+k)^n}$$

Onde:

k= Taxa de Desconto

n= Número de Períodos

Essa metodologia é a mais fácil de ser utilizada em empresas que apresentem fluxos de caixa positivos, os quais podem ser estimados para períodos

²⁵ Assaf Neto (2003, p.586)

futuros, e onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto²⁶. Esta técnica de avaliação captura todos os elementos que afetam o valor da empresa de maneira abrangente e, por constituir-se em uma técnica de natureza econômica, reflete de forma mais consistente o valor da empresa do que o valor obtido a partir de técnicas contábeis.

A avaliação por fluxo de caixa descontado pode ser efetuada através de duas abordagens: (I) equity e (II) firma.

(I) Avaliação do Equity (Free Cash Flow to Equity) – Obtido após descontar os fluxos de caixa residuais, após pagamentos de todas as despesas, obrigações fiscais, juros e principal, descontados pelo custo do equity (K_e)

$$\text{Valor do Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCE_t}{(1 + K_e)^t}$$

(II) Avaliação da Firma (FCFF) – Obtidos após descontar os fluxos de caixa residuais, após o pagamento de todas as despesas e impostos, porém antes dos pagamentos de dívida, descontados pelo Custo Médio Ponderado do Capital, o WACC (“Weighted Average Cost of Capital”)

$$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

O Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é calculado pela multiplicação do custo do equity pelo percentual de equity sobre o capital total da companhia somado à multiplicação do custo da dívida pelo percentual da dívida sobre o capital total.

$$WACC = \frac{K_e \times E}{(D + E)} + \frac{K_d \times D}{(D + E)}$$

²⁶ Aswath Damodaran (1997, p.15)

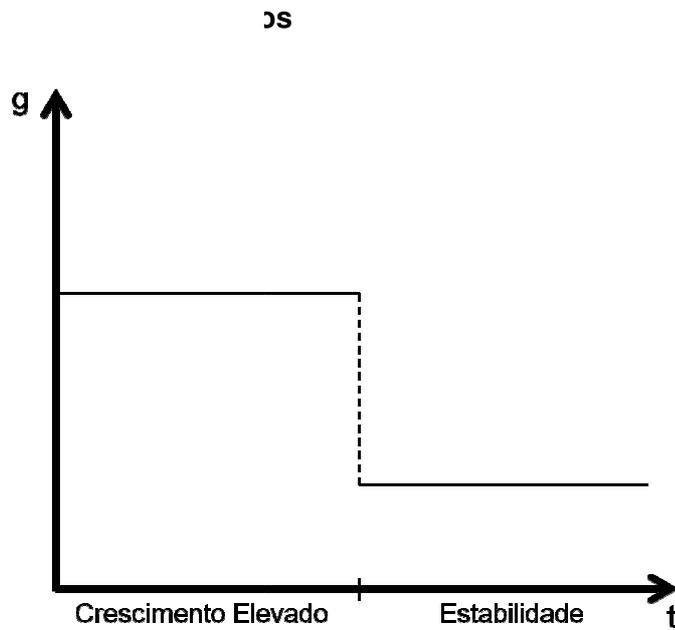
Na determinação da taxa de desconto pelo custo médio ponderado de capital, o custo da dívida, bem como o valor total do capital próprio e capital de terceiros devem ter seus valores correspondentes ao valor de mercado. O princípio geral mais importante para estimar o WACC é que ele deve condizer com a abordagem geral da avaliação e com a definição do fluxo de caixa a ser descontado²⁷. Para isso, é importante que as ponderações de taxas sejam feitas com base no endividamento a preços de mercado.

Um fator importante a ser destacado é a dificuldade de prever fluxos de caixa futuros de maneira correta, a chance desta previsão não se materializar é maior quanto maior for o período de previsão. Devido a isso, o mais apropriado é a previsão dos fluxos de caixa futuros por um dado período de tempo, onde em seguida assume-se que a firma em questão apresentará um crescimento constante, ilustrado por taxa de crescimento estável²⁸, sendo esta constante e não maior do que o próprio crescimento da economia.

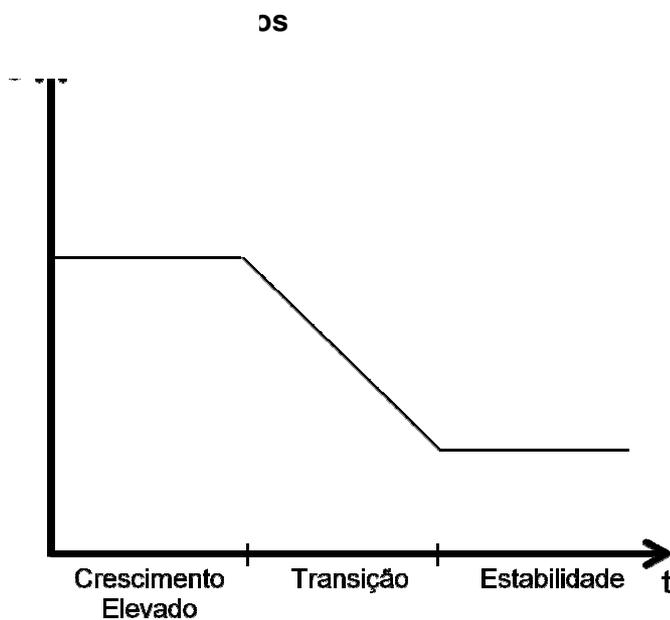
Quanto ao período anterior ao momento em que a firma atinge sua taxa de crescimento estável, suas projeções são feitas geralmente de duas maneiras. Na primeira delas observamos a projeção em dois estágios, um período de crescimento elevado em um primeiro momento, e um segundo momento onde a empresa atinge sua taxa de crescimento estável.

²⁷ Copeland, 2001

²⁸ Aswath Damodaran – Investment Valuation 2nd Edition



Na segunda observamos a projeção em três estágios, de início temos um período de alto crescimento, em seguida vemos um período de transição onde a empresa caminha para sua taxa de crescimento estável, e por fim, o período em que a empresa já atingiu sua taxa de crescimento estável.



No momento onde a empresa atinge sua taxa de crescimento estável seu fluxo de caixa cresce a uma taxa constante “para sempre”, o valor presente de seus fluxos de caixa futuros pode ser descrito da seguinte maneira:

$$\text{Valor Presente } (t) = \frac{FC_{t+1}}{(r - g)}$$

Onde:

r = Taxa de Desconto

g = Taxa de Crescimento

5.2. Valor de Mercado Histórico

5.2.1. BRF Brasil Foods

Abaixo temos uma breve descrição da evolução do valor de mercado (Market Capitalization) da BRF Brasil Foods dentro do período em que as fusões ou aquisições analisadas acontecem.



Em junho de 2006, início do período que engloba o ciclo de fusões e aquisições da BRF Brasil Foods, então Perdigão, analisado neste trabalho, seu valor de mercado era de cerca de R\$3,5 bilhões.

Até outubro de 2007 as aquisições feitas pela Perdigão marcaram sua entrada no setor de laticínios e seu crescimento inorgânico em seu setor de origem, levando seu valor de mercado a cerca de R\$7,5 bilhões.

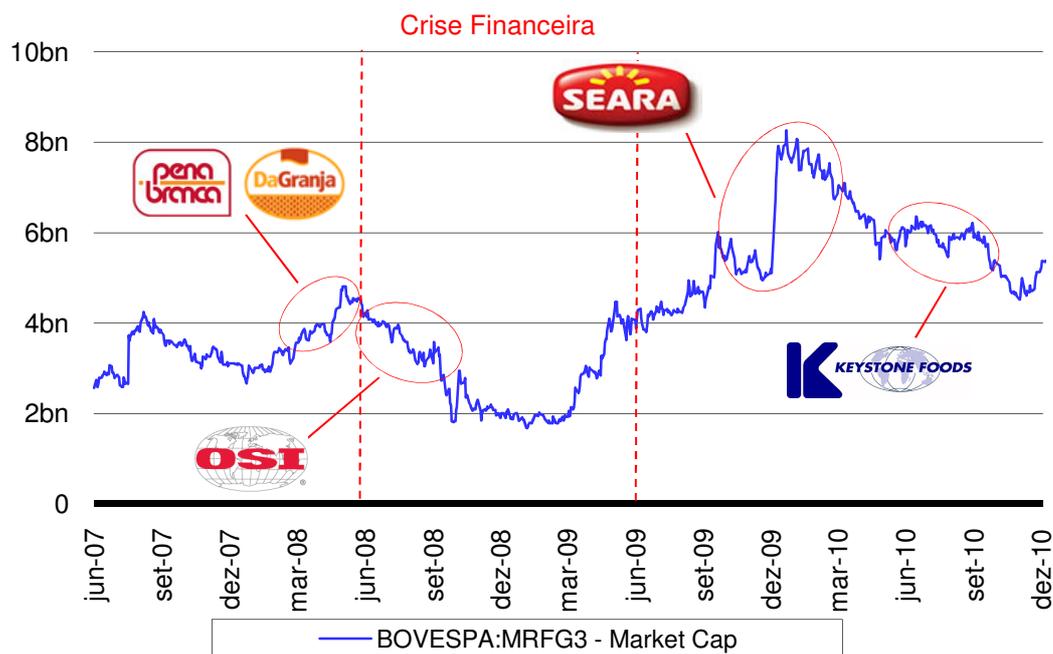
Após a compra da Eleva Alimentos, da Plusfood Groep BV, do restante da Batavia SA (49%) em 2007 e da Cotoches no início de 2008, a Perdigão chegou a um valor de mercado de cerca de R\$11,5 bilhões.

Em maio de 2009 foi anunciada a fusão da Perdigão com sua principal concorrente, a Sadia, que estava à beira da falência após impactos negativos, causados por operações equivocadas envolvendo derivativos, durante a crise financeira de 2008/2009. A partir deste movimento nasceu a BRF Brasil Foods, empresa líder no setor de proteínas de origem animal, com um valor de mercado de cerca de R\$24 bilhões em dezembro de 2010.

Em resumo, no período de 4,5 anos a Perdigão evoluiu de um valor de mercado de aproximadamente R\$3,5 bilhões para um valor de mercado de mais de R\$24 bilhões.

5.2.2. Marfrig

Abaixo temos uma breve descrição da evolução do valor de mercado (Market Capitalization) da Marfrig dentro do período em que as fusões ou aquisições analisadas acontecem.



Em junho de 2007, início do período que engloba o ciclo de fusões e aquisições da Marfrig analisado neste trabalho, seu valor de mercado era de cerca de R\$2,5 bilhões.

A partir de junho de 2007 ocorreram diversas aquisições de pequeno porte na América do Sul, aquisições estas que marcaram a consolidação da Marfrig tanto na Argentina como no Uruguai, e também a entrada da empresa no setor de aves, com a aquisição da Da Granja e da Penabranca (divisão de aves da Moinho Cruzeiro do Sul SA).

Em agosto de 2008 ocorreu a primeira grande aquisição da Marfrig, envolvendo diversas empresas pertencentes do OSI Group tanto no Brasil quanto na Europa. Este período também foi marcado pelo início da crise mundial de 2008/2009, crise esta que impactou fortemente a empresa, levando seu valor de mercado de um patamar de cerca de R\$5 bilhões para algo em torno de R\$1,9 bilhão, sua cotação histórica mais baixa.

Em setembro de 2009, já após observar significativa recuperação dos efeitos da crise mundial, ocorreu a segunda grande aquisição por parte da Marfrig, a

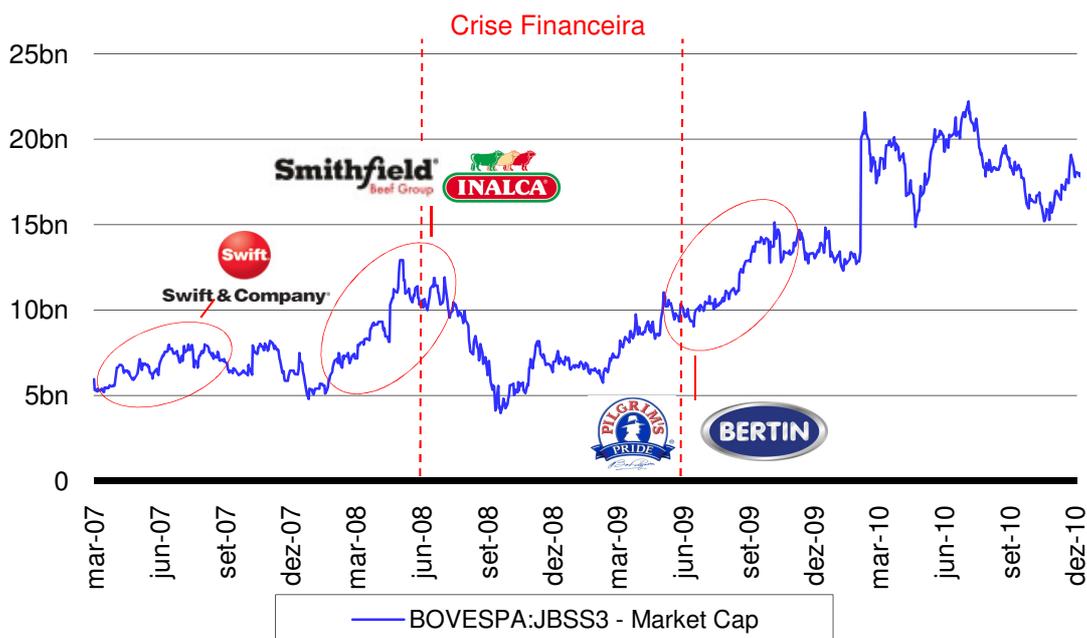
compra da Seara Alimentos SA, levando a empresa a um valor de mercado de R\$8,1 bilhões, o maior já observado em sua história.

No período que vai de junho a setembro de 2010 observamos a compra da Keystone Foods LLC nos EUA, neste momento o valor de mercado da Marfrig se normalizou em torno de R\$6 bilhões, após um período de queda iniciado em janeiro de 2010, apenas para retomar esta trajetória descendente e terminar 2010 em torno de 5,7 bilhões.

Em resumo, o valor de mercado da Marfrig neste período de 3,5 anos oscilou bastante, partindo de R\$2,5 bilhões, passando por seu valor mais baixo e mais alto, R\$1,9 bilhão e R\$8,1 bilhões respectivamente, para chegar a R\$5,7 bilhões em dezembro de 2010.

5.2.3. JBS

Abaixo temos uma breve descrição da evolução do valor de mercado (Market Capitalization) da JBS dentro do período em que as fusões ou aquisições analisadas acontecem.



Em março de 2007, início do período que engloba o ciclo de fusões e aquisições da JBS analisado neste trabalho, seu valor de mercado era de cerca de R\$5 bilhões.

No início de 2007 a JBS teve parte em um movimento surpreendente no qual, em sua primeira grande aquisição, comprou a Swift & Company e passou a ser um player de reconhecimento mundial, neste momento o valor de mercado da JBS chegou a cerca de R\$7,5 bilhões.

Em março de 2008 a JBS anunciou dois movimentos significativos onde adquiriu 50% Inalca SpA e 100% da Smithfield Beef Group, garantindo sua presença na Europa e fortalecendo sua presença nos EUA. Neste momento o valor de mercado da JBS chegou a cerca de R\$12,5 bilhões. Antes das aquisições citadas acima serem concluídas, observou-se o início da crise econômica de 2008/2009, o que levou o valor de mercado da empresa a cerca de R\$4 bilhões, sua menor cotação histórica.

Em setembro de 2009 a JBS anunciou os maiores movimentos de fusão/aquisição já observados em sua história, a aquisição da Pilgrim's Pride Corporation (64%) nos EUA e a fusão com a Bertin SA no Brasil, levando a empresa a um patamar de liderança mundial no setor de proteínas de origem animal. Neste momento seu valor de mercado chegou a cerca de R\$15 bilhões e continuou crescendo, até atingir sua maior marca em cerca de R\$22 bilhões, para fechar 2010 com valor de cerca de R\$18 bilhões após um período de forte oscilação.

6. Conclusão

Ao observar os a evolução no valor de mercado das empresas analisadas é inegável o papel central que as fusões e aquisições apresentam na evolução destas empresas em um relativamente curto espaço de tempo.

No caso da BRF Brasil Foods, observamos sete transações de características e tamanhos distintos que somadas totalizaram algo em torno de R\$9 bilhões. Dentre elas, as mais importantes foram a aquisição da Batávia, que marcou a entrada da empresa em laticínios, setor que hoje representa aproximadamente 21% das receitas da empresa no mercado interno brasileiro²⁹, a aquisição da Eleva e a fusão com a Sadia, que levaram a empresa a uma posição de destaque nos respectivos período em que ocorreram. Diante dos critérios de análise estabelecidos anteriormente neste trabalho, podemos destacar que em geral as aquisições da BRF Brasil Foods envolveram empresas com atividades semelhantes, foram transações domésticas em sua maioria e apresentaram características que apontam para a existência de recursos redundantes, além disso, quanto ao tamanho das transações, observamos uma predominância de operações de pequeno porte ao olharmos apenas para o número absoluto de transações, porém, ao olharmos por uma ótica ponderada pelo tamanho das aquisições as transações de grande porte representam a grande maioria, o que é um tanto quanto redundante, porém, a meu ver é a forma mais adequada de se analisar este fator. Quanto à questão da incerteza e da concorrência, apenas no caso da Sadia foi possível afirmar algo, onde notoriamente observamos uma incerteza elevada, visto que esta operação ocorreu durante a crise mundial e envolveu uma empresa com problemas financeiros, além de uma concorrência pequena, uma vez que a Perdigão era a única empresa, salvo talvez uma ou duas exceções, que poderia “socorrer” a Sadia.

No caso da Marfrig, observamos quatorze transações que somadas representam cerca de R\$6,5 bilhões. Os movimentos mais importantes foram as aquisições da Seara e da Keystone Foods, porém também foram bastante importantes os movimentos envolvendo a PenaBranca e a DaGranja, que marcaram a entrada da empresa no subsetor de frangos, e aquele representado pela

²⁹ Relatório Anual BRF – 2010

aquisição de diversas empresas que pertenciam ao OSI Group, tanto no Brasil quanto na Europa. De acordo com os critérios estabelecidos anteriormente neste trabalho observamos que, em geral, as aquisições feitas pela Marfrig envolveram empresas com atividades semelhantes que apresentaram características que apontam para existência de recursos redundantes, embora representando a grande maioria apenas na análise ponderada pelo tamanho das transações. Não foi observada predominância de transações domésticas ou “cross border”. Quanto ao tamanho das transações, ao analisarmos este fator através de uma ótica envolvendo o número absoluto de transações, observamos uma predominância de operações de pequeno porte, porém ao olharmos por uma ótica ponderada pelo tamanho das aquisições, as transações de grande porte representam a grande maioria. Em apenas um movimento foi possível constatar uma incerteza elevada, no caso da aquisição das empresas do OSI Group que ocorreu durante a crise financeira.

No caso da JBS, observemos também quatorze transações, com um valor absoluto somado de cerca de R\$25 bilhões, muito superior ao observado nos demais casos. Suas aquisições mais importantes foram as da Swift e da Pilgrim’s Pride nos EUA e da Bertin no Brasil, além disso também observamos movimentos importantes na compra da Smithfield e na compra de 50% da Inalca. Diante dos critérios de análise estabelecidos anteriormente neste trabalho, podemos destacar que em geral as aquisições da JBS envolveram empresas com atividades semelhantes em sua maioria, porém em menor proporção se comparada aos outros dois casos, foram transações domésticas em sua maioria e apresentaram características que apontam para a existência de recursos redundantes. Quanto ao porte das transações observamos uma fraca predominância de operações de pequeno porte ao olharmos apenas para o número absoluto de transações, porém ao olharmos por uma ótica ponderada pelo tamanho das aquisições as transações de grande porte representam a maioria esmagadora. Quanto à incerteza, apenas uma transação ocorreu durante a crise mundial, porém esta foi irrelevante em termos de tamanho, o que não influencia na análise geral do desempenho das transações da JBS.

Ao observarmos as três empresas constatamos a predominância de transações envolvendo empresas com atividades semelhantes, fator este que é tido

como “perigoso” devido ao maior potencial de resistência dos empregados observado em transações deste tipo, porém, nos casos analisados neste trabalho este potencial é mitigado pelas características do setor de atuação das empresas, onde observamos grande presença de “hard assets” e de processos mecânicos envolvendo atividades que exigem pouca especialização.

Outro fator predominante nas transações foi a questão da presença potencial de recursos redundantes, que em todos os três casos foi bastante elevada, especialmente quando a análise foi feita de maneira ponderada pelo tamanho das transações, neste quesito a empresa que apresentou o maior número de transações com potencial elevado de envolvimento de recursos redundantes foi a BRF Brasil Foods, seguida por Marfrig e JBS.

A questão das três empresas em relação a transações domésticas ou “cross border” pode nos oferecer uma imagem de qual foi o melhor tipo de aquisição a ser feita, uma vez que observamos uma diferença mais elevada entre as aquisições das três empresas no que diz respeito a este tema, sendo a BRF Brasil Foods mais inclinada a aquisições domésticas e a Marfrig tendendo mais para transações “cross border”, com a JBS situada no meio do caminho entre as duas. O problema de analisar as transações “cross border” como um fator positivo que atua como inibidor da resistência por parte dos empregados é que, devido a características do setor, o fator resistência dos empregados não possui tanto peso quanto possuiria em setores mais intensivos em mão-de-obra qualificada, tirando assim grande parte do benefício gerado por transações “cross border”.

Quanto ao porte das operações observamos, através da análise ponderada pelo tamanho das transações, tanto a JBS quanto a BRF Brasil Foods em destaque, com Marfrig vindo atrás, porém com um percentual também elevado.

Quanto aos outros fatores incerteza e concorrência, não existe muito a ser dito uma vez que muito pouca informação foi encontrada. (ver seção 8.3 em “Anexos” para alguns exemplos interessantes que ocorreram após o período de fechamento da análise feita neste trabalho)

Ao observar os gráficos de evolução do valor de mercado das empresas fica claro a seguinte figura: A BRF Brasil Foods foi a empresa que mais evoluiu,

mesmo sendo analisada por um ano a mais que as outras, uma vez que apresentou um crescimento bastante superior, com um CAC de 53% neste período de 4,5 anos; em seguida vemos a JBS como empresa de maior evolução no período analisado, apresentando um CAC de 44%, que também é bastante elevado, porém foi alimentado por cerca de R\$25 bilhões em fusões/aquisições contra “apenas” R\$9 bilhões da BRF Brasil Foods e R\$6,5 bilhões da Marfrig; por fim vemos a Marfrig, com um crescimento anual mais modesto, representado por um CAC de cerca de 27% no período.

É inegável que as transações aqui analisadas apresentaram um papel bastante importante para a evolução das três empresas, certamente elas não estariam no patamar onde estão baseadas apenas no seu crescimento orgânico, ainda mais em um setor com grande presença de “hard assets”, onde o crescimento orgânico consumiria grandes investimentos e levaria tempo para dar retorno.

Podemos dizer, baseado nos achados acima, que as ações tomadas pela BRF Brasil Foods geraram mais benefícios e que estão em linha com o que foi levantado junto à bibliografia, e que a Marfrig apresentou resultados menos expressivos e suas ações não foram tão em linha com o que foi encontrado na bibliografia, estando a JBS no meio termo entre BRF Brasil Foods e Marfrig.

É importante destacar que observamos sim as transações mais alinhadas com o que a bibliografia analisada diz ser correto apresentarem melhores resultados do que as transações menos alinhadas à estes fatores, porém, creio não ser possível afirmar nada além disso uma vez que fatores importantes não puderam ser analisados e, de certa forma, a análise feita neste trabalho foi um tanto quanto superficial.

A questão mais importante que gostaria de ressaltar em relação a este trabalho é que projeções sobre o desempenho de empresas (ver capítulo 5, seção 5.1 para maiores detalhes sobre o método de avaliação de empresas), quando feitas em vista de uma fusão ou aquisição, devem incluir os fatores destacados na bibliografia usada para este trabalho, para assim chegar mais perto de um cenário realista. Uma empresa, quando é alvo de uma aquisição, sofre influência de

fatores que não existiriam em sua operação normal, e estes fatores devem ser incluídos ao avaliar o seu valor.

7. Referências Bibliográficas

Making Mergers and Acquisitions Work: Strategic and Psychological Preparation

Mitchell Lee Marks, Philip H. Mirvis and Leo F. Brajkovich
The Academy of Management Executive (1993-2005) Vol. 15, No. 2,
Theme: Positioning Organizations and People for Competitive Advantage (May, 2001), pp. 80-94

When to Ally and When to Acquire

Jeffrey H. Dyer, Prashant Kale, and Harbir Singh
Harvard Business Review, 82 (July-August): 108-117.

Desperately Seeking Synergy

Michael Goold and Andrew Campbell
Harvard Business Review, 76 (September-October) 131-143

Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization

Rikard Larsson and Sydney Finkelstein
Department of Business Administration, School of Economics and Management, Lund University (1999) 1-26

Livestock and Poultry: World Markets and Trade

United States Department of Agriculture Foreign Agricultural Services
October 2010

Livestock and Poultry: World Markets and Trade

United States Department of Agriculture Foreign Agricultural Services
Circular Series DL&P 2-06 October 2006

Sadia and Perdigão Initiating Coverage

Credit Suisse Equity Research
1 December 2004 Americas/Brazil - Food Producers

Investment Valuation 2nd Edition

Aswath Damodaran

Finanças Corporativas e Valor

Alexandre Assaf Neto (Atlas, 2003)

Avaliação de Empresas Valuation - Calculando e gerenciando o valor das empresas.

Tom Copeland; Tim Koller; Jack Murrin. (Tradução: Allan Vidigal Hastings) 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010 – 4º Trimestre

KPMG

Capital IQ – www.capitaliq.com

Bloomberg – www.bloomberg.com

Merger Market – www.mergermarket.com

Yahoo Finance – www.yahoofinance.com

Fatos Relevantes (BRF Brasil Foods, Marfrig e JBS)

Relatórios Anuais (BRF Brasil Foods, Marfrig e JBS) – Diversos anos

USDA – www.usda.gov

8. Anexos

8.1. Tabelas de Transações

A seguir temos as tabelas de apoio usadas para mapear cada tipo de transação, de acordo com os critérios destacados na seção 4.1. do capítulo 4.

Transações BRF Brasil Foods

Empresa	Valores (R\$MM)	Característica		Grande Porte	Médio Porte	Pequeno Porte	Doméstica	Cross Border	Recursos Redund.	Maior Incerteza	Menor Incerteza	Concorr.	
		Compl.	Semelh.									Alta	Baixa
Batávia	256,00	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0
Eleva	1.294,00	0	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
Paraíso Agroind.	28,50	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Plusfood	82,96	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Valore	100,00	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Cotoches	69,00	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Sadia	7.124,82	0	1	1	0	0	1	0	1	1	0	0	1
Total	8.955,28	1	6	2	1	4	6	1	5	1	0	0	1
% Absoluto		14,3%	85,7%	28,6%	14,3%	57,1%	85,7%	14,3%	71,4%	14,3%	0,0%	0,0%	14,3%
% Relativo		2,9%	97,1%	94,0%	2,9%	3,1%	99,1%	0,9%	96,2%	79,6%	0,0%	0,0%	79,6%

Fonte: Elaboração do Autor

Transações Marfrig

Empresa	Valores (R\$MM)	Característica		Grande Porte	Médio Porte	Pequeno Porte	Doméstica	Cross Border	Recursos Redund.	Maior Incerteza	Menor Incerteza	Concorr.	
		Compl.	Semelh.									Alta	Baixa
La Caballada	77,79	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Colonia	167,25	0	1	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0
Best Beef e Estancias	76,43	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
QuickFood	388,35	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0
Mirab SA	65,85	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Carroll's Foods	43,90	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
CDB Meats	25,61	1	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Da Granja	106,09	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0
Penabranca	96,94	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0
Empresas (OSI)	1.243,79	0	1	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0
Zenda	195,33	1	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Seara	1.793,16	0	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
O'Kane Poultry	64,88	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Key stone Foods	2.209,41	0	1	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0
Total	6.554,78	4	10	3	1	10	9	6	9	1	0	0	0
% Absoluto		28,6%	71,4%	21,4%	7,1%	71,4%	64,3%	42,9%	64,3%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%
% Relativo		6,5%	93,5%	80,0%	5,9%	14,0%	59,2%	59,8%	92,3%	19,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Elaboração do Autor

Transações JBS

Empresa	Valores (R\$MM)	Característica Compl.	Característica Semelh.	Grande Porte	Médio Porte	Pequeno Porte	Doméstica	Cross Border	Recursos Redund.	Maior Incerteza	Menor Incerteza	Concorr. Alta	Concorr. Baixa
Swift Armour SA	486,40	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0
CEPA	34,75	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Swif & Company	2.837,46	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Col Car	38,90	0	1	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Inalca	1.167,66	0	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Smithfield Beef	1.033,44	0	1	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0
Tasman Group	270,71	0	1	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0
Abaledouro TO	14,63	0	1	0	0	1	1	0	1	1	0	0	0
Pilgins Pride	5.479,10	0	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
Berlin	13.584,18	0,5	0,5	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0
Tatiara Meat	55,79	0	1	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0
Rockdale Beef	71,89	1	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
McEllanfy Feedyard	42,08	1	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0
Toledo Group	24,55	1	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0
Total	25.141,55	3,5	10,5	5	2	7	8	6	10	1	0	0	0
% Absoluta		25,0%	75,0%	35,7%	14,3%	50,0%	57,1%	42,9%	71,4%	7,1%	0,0%	0,0%	0,0%
% Relativa		27,6%	72,4%	95,9%	3,0%	1,1%	77,7%	22,3%	82,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Elaboração do Autor

8.2. Taxas de Câmbio Usadas

Abaixo temos um breve resumo das taxas de câmbio usadas para converter as transações que estavam em moedas que não o Real brasileiro.

Taxas de Câmbio

Cotações X Real	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Euro	3,04	2,73	2,66	2,67	2,76	2,33
Dólar	2,43	2,17	1,94	1,83	1,99	1,75

Fonte: Elaboração do Autor

8.3. Sadia e Inalca SpA

Recentemente observamos dois acontecimentos que ilustram bastante bem a questão da incerteza, são eles a possível não aprovação da fusão entre Perdigão e Sadia, e o fim da aliança entre JBS e Cremonini envolvendo a Inalca SpA.

No primeiro caso o fator incerteza cresceu muito após a possibilidade de não aprovação da fusão entre Perdigão e Sadia, o que ameaçaria a existência da BRF Brasil Foods como conhecemos.

“Maio de 2011- Parecer dos procuradores do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) recomenda fortes restrições ao acordo ou a reprovação do negócio.

08 de junho de 2011 - Com um voto que durou mais de quatro horas, o conselheiro relator do Cade no caso Sadia-Perdigão, Carlos Ragazzo, votou pela reprovação da união das empresas. Um dos conselheiros pede vistas do processo e o julgamento é suspenso.

15 de junho de 2011 - Por recomendação do conselheiro Ricardo Ruiz, o Cade decide adiar o julgamento da fusão Perdigão-Sadia, atendendo a um pedido de BRF e Sadia. A data para a retomada do julgamento será definida pelo conselheiro³⁰.”

Recentemente, em março de 2011, observamos o fim da aliança entre JBS e Cremonini, envolvendo a Inalca.

“O grupo italiano Cremonini e a brasileira JBS colocaram fim na sociedade na Inalca JBS. A informação foi passada por meio de comunicado ao mercado, no qual consta que as empresas decidiram "abandonar definitivamente todas as controvérsias" que possuíam, possibilitando o prosseguimento de suas respectivas atividades.

Pelos termos acertados, "a JBS está devolvendo as ações que representam 50% do capital social da Inalca JBS e o Grupo Cremonini simultaneamente está reembolsando 218.855.219,50 euros investidos pela JBS em 2008".

Matéria do Valor do fim de 2010 apontava que a JBS e a Cremonini viviam uma disputa desde meados daquele ano. A brasileira acusava o grupo italiano de descumprir cláusulas contratuais da sociedade³¹.”

Ambos os movimentos castigaram as empresas envolvidas, porém não influenciam neste trabalho uma vez que ocorreram após o corte da avaliação do desempenho das empresas, que ocorreu em dezembro de 2010.

³⁰ Brasil Foods pode ser julgada em 13 de julho, diz conselheiro do Cade – Valor Online (17/06/2011)

³¹ JBS e Cremonini encerram sociedade na Inalca JBS – Valor Online (04/03/2011)