

**FUSÃO SADIA E PERDIGÃO (BRF):
UMA ANÁLISE UTILIZANDO OS MODELOS FLEURIET E DUPONT**

**SADIA E PERDIGÃO MERGER (BRF):
AN ANALYSIS USING THE FLEURIET AND DUPONT MODELS**

**FUSION SADIA Y PERDIGÃO (BRF):
UNA ANÁLISIS UTILIZANDO MODELOS FLEURIET Y DUPONT**

Ricardo Luz

Engenheiro Mecânico (UFSC), Administrador (UFSC), Especialista em Gestão Financeira, Auditoria e Controladoria (EBAPE-FGV), Mestrando em Administração pelo Programa de Pós-Graduação da Universidade do Sul de Santa Catarina - UNISUL

Endereço: R. Adolfo Melo, n.34, Centro, CEP: 88015 090. Florianópolis, SC, Brasil

Telefone: (47) 99955-3130

E-mail: ricardoluzz@yahoo.com.br

Amerci Borges da Rosa

Mestrado em Administração (UNISUL), Graduação em Ciências Contábeis (UNISUL)

Atuação profissional: Professor; UNISUL

Endereço: Avenida Pedra Branca, nº 25 - Cidade Universitária Pedra Branca - Palhoça, SC, Brasil

Telefone: (48) 98453-8603

E-mail: amerciborgesdarosa@gmail.com

Eduardo Alexandre Corrêa de Machado

Mestrado em Administração (UNISUL), Especialização em Gestão Financeira, Investimentos e Mercado de Capitais (FGV) e Administração Global (ESAG/UDESC), Economista (UFSC).

Diretor-Presidente / Agência de Fomento do Estado de Santa Catarina - BADESC

Endereço: R. Almirante Alvim, 491 - Florianópolis – SC - CEP: 88015-380 Brasil

Telefone: (48) 98804-2583

E-mail: eacmachado@gmail.com

Carlos Rogério Montenegro de Lima

Doutorado em Engenharia de Produção (UFSC).

Gerente da Auditoria Interna / Agência de Fomento do Estado de Santa Catarina - BADESC

Endereço: R. Almirante Alvim, 491 - Florianópolis – SC - CEP: 88015-380 Brasil

Telefone: (48) 99101-0158

E-mail: calmontenegro@gmail.com

Jacir Leonir Casagrande

Doutorado em Engenharia de Produção (UFSC)

Atuação profissional: Professor; UNISUL

Endereço: Rua Antônio Dib Mussi, 366, Centro, 88015-110, Florianópolis – SC

E-mail: jacir.casagrande@unisul.br

Artigo recebido em 30/11/2019. Revisado por pares em 16/03/2020. Reformulado em 17/03/2020. Recomendado para publicação em 01/04/2020. Publicado em 30/04/2020. Avaliado pelo Sistema *double blind review*.

©Copyright 2020 UNISUL-PPGA/Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios. Todos os direitos reservados. Permitida citação parcial, desde que identificada a fonte. Proibida a reprodução total. Revisão gramatical, ortográfica e ABNT de responsabilidade dos autores.

RESUMO

A presente pesquisa destinou-se a analisar os aspectos motivadores da fusão entre Sadia e Perdigão, sob a perspectiva da Teoria da Ecologia Organizacional e o impacto financeiro da fusão, pelos modelos *Fleuriet* e *DuPont*. Trata-se de uma pesquisa *ex post facto*, longitudinal, resultante da análise dos demonstrativos contábeis e informações de mercado. Previamente à fusão, as empresas atuavam de forma concorrente disputando clientes, fornecedores e insumos. O processo de fusão visava à dominação do mercado e a conversão das disputas em sinergias. Os resultados financeiros se mantiveram estáveis nos três anos posteriores à fusão, sem ocorrência de ganhos financeiros expressivos.

Palavras-chave: Análise Financeira; Modelo *DuPont*; Modelo *Fleuriet*; Teoria da Ecologia Organizacional; Brasil Foods; Fusões.

ABSTRACT

This research aimed to analyze the motivating aspects of the merging process between Sadia and Perdigão from the perspective of the Organizational Ecology and its financial impact by using the *Fleuriet* and *DuPont* models. This is an *ex post facto*, longitudinal research, resulting from the analysis of financial statements and market information. Prior to the merger, the companies acted in a competitive manner, disputing customers, suppliers and inputs. The merging process aimed at dominating the market and converting disputes into synergies. Financial results remained stable in the three years after the merger, with no significant financial gains.

Key words: Financial Analysis *DuPont* Analysis; *Fleuriet* Analysis; Organizational ecology; Brasil Foods. Merger.

RESUMEN

Esta investigación tuvo como objetivo analizar los aspectos motivadores de la fusión entre Sadia y Perdigão, desde la perspectiva de la Teoría de la Ecología Organizacional y el impacto financiero de la fusión, utilizando los modelos *Fleuriet* y *DuPont*. Esta es una investigación longitudinal *ex post facto*, resultante del análisis de los estados contables y la información del mercado. Antes de la fusión, las compañías actuaban de manera competitiva, disputando clientes, proveedores e insumos. El proceso de fusión tenía como objetivo dominar el mercado y convertir las disputas en sinergias. Los resultados financieros se mantuvieron estables en los tres años posteriores a la fusión, sin ganancias financieras significativas.

Palabras clave: Análisis financiero; Modelo *DuPont*; Modelo *Fleuriet*; Teoría de la ecología organizacional; Brasil Foods; Fusiones.

1 INTRODUÇÃO

A economia mundial vem observando, nas últimas décadas, um movimento crescente de fusões e aquisições (F&A), o que parece ensejar uma tendência crescente à concentração e centralização do capital (MOTTA *et al.*, 2013). Na esteira desse movimento, ocorreu em maio de 2009, o surgimento da empresa *Brasil Foods S.A* (BRF), resultado da fusão de duas grandes empresas brasileiras do setor de alimentos, a Sadia e a Perdigão. (DALLA COSTA; SOUZA-SANTOS, 2009).

As empresas, de acordo com Cordeiro (2013, p. 3), “disputavam a liderança em vários segmentos alimentícios no mercado interno, eram grandes exportadoras e estavam entre as maiores companhias de alimentos do mundo”. Em 2008, o mundo conheceria uma crise financeira, que afetou diretamente a Sadia. Com a situação financeira fragilizada, a Sadia concordou em estudar o processo de fusão com a Perdigão.

Não obstante, com relação ao aspecto econômico-financeiro, Martins, Vidal e Ragazzi (2014) lembram que as fusões têm sido estratégicas para as empresas se adaptarem às intensas mudanças exigidas pelo mercado. A busca e a adoção de práticas de geração de inovação também estão se intensificando entre as companhias que acordam em caminhar juntas.

Dessa forma, o objetivo geral deste artigo é analisar os motivadores da fusão na perspectiva da Teoria da Ecologia Organizacional e evidenciar, com o uso dos modelos *Fleuriet* e *DuPont*, o impacto da fusão das empresas Sadia e Perdigão, comparando a situação financeira no horizonte temporal de três anos antes e três anos após a fusão (2006 a 2012). Pretende-se também, analisar os fatores que motivaram a fusão das empresas, à luz da teoria da Ecologia Organizacional, aplicar os modelos *Fleuriet* e *DuPont* aos dados financeiros publicados e realizar a análise comparativa do desempenho financeiro antes e depois da fusão.

O presente estudo está organizado em quatro seções, além desta Introdução. Na segunda delas está disposto o desenvolvimento do referencial teórico, que inclui os conceitos da Teoria da Ecologia Organizacional, de Fusões e Aquisições, Análise do Capital de Giro, bem como, as perspectivas consideradas nos modelos *Fleuriet* e *DuPont*. Na terceira seção são

apresentados os procedimentos metodológicos adotados. Na quarta seção discute-se os resultados obtidos, enquanto na quinta e última seção dispõe-se sobre as conclusões do estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 TEORIA DA ECOLOGIA ORGANIZACIONAL

A Ecologia Organizacional (EO) é uma tentativa de explicar, sob uma visão determinista, como as condições ambientais (políticas, econômicas e sociais) afetam a relativa abundância e diversidade de organizações e como estas buscam se adaptar às mutações ambientais, embora seu esforço seja inócuo frente à seleção natural do ambiente. Em seus estudos sobre análise organizacional, Hannan e Freeman (1977) desenvolveram uma perspectiva inédita para a época, que era tentar identificar o motivo da existência de organizações tão diversas. Ao contrário das teorias correntes baseadas na adequação empresarial, a abordagem proposta pelos autores parte de um processo de seleção das organizações pelo próprio ambiente em que estão imersas.

A Ecologia Organizacional propõe a análise da diversidade das organizações através de um “modelo biológico”, inspirada no Darwinismo Social: a aplicação do modelo biológico da evolução das espécies às sociedades humanas, na qual o mais apto à luta pela vida sobrevive. A teoria avalia como as condições ambientais afetam a abundância e diversidade de organizações, deixando em plano secundário a capacidade da administração sobre o destino das instituições (AMBURGEY; RAO, 1996; LIMA *et al.*, 2009).

Carroll e Swaminathan (1992) assumem que a dinâmica preconizada pela Ecologia Organizacional age sobre as populações como um resultado de processos de legitimação e competição. Os autores definem legitimação como o *status* de aceitação social de uma organização sendo essa menos expressiva em empresas em estágios iniciais de vida e mais perceptível à medida que envelhecem. Van Witteloostuijn; Boone e Van Lier (2003) distinguem duas formas de competição. Na competição indireta ou difusa as organizações influenciam-se mutuamente enquanto disputam recursos limitados sem, contudo, reconhecerem-se como concorrentes. De forma diversa, competidores diretos reconhecem-se como tal e monitoram seus movimentos e reações.

A teoria da Ecologia Organizacional não trata as unidades organizacionais em seus aspectos intrínsecos, mas diferentemente de seu comportamento frente às populações de organizações, questionando o “como” e o “porquê” essas populações se desenvolvem (HANNAN; FREEMAN, 1977). Boone e Van Witteloostuijn (1995) reiteram o caráter dinâmico da EO, pelo fato de considerar que as populações de formas organizacionais se modificam ao longo do tempo. Para os autores, a EO se diferencia das demais teorias organizacionais por estabelecer seu foco primário nas populações de organizações e não nessas individualmente. Assim, o comportamento de cada organização individualmente é menos importante para sua adaptação do que a interação entre grupos organizacionais adjacentes.

Os fatores ambientais, segundo Aldrich e Pfeffer (1976), selecionam as características organizacionais que melhor se adequariam ao ambiente, não havendo espaço para a atuação dos atores organizacionais. Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (2000), por sua vez, estendem tal abordagem ao concluir que o processo de seleção provoca uma evolução das organizações, moldadas, então, pelos seus ambientes.

Cunha (1999) aponta o ambiente como fator determinante na Ecologia Organizacional, sendo ele, contudo, de natureza exógena à organização, mutável e não manipulável. A percepção das mudanças, a capacidade adaptativa e a interação com o ambiente são vistas, então, como fatores essenciais para a sobrevivência das organizações.

Clegg, Hardy e Nord (1998) concluem que as mudanças nas populações organizacionais refletem a atuação de pelo menos quatro processos básicos: (i) a variação, que ocorre quando há mudança proposital ou não na organização; (ii) a seleção das organizações que apresentaram uma adaptação otimizada, imposta pelo ambiente onde estão imersas; (iii) a retenção, equivalente à sobrevivência daquelas organizações que tiveram êxito no processo adaptativo; e (iv) a competição, entre as organizações sobreviventes, por recursos em seus respectivos nichos de atuação.

Hannan e Freeman (1984) apontam que as organizações se caracterizam por apresentarem uma “inércia relativa” ao reagirem lentamente às mudanças do seu ambiente competitivo. Boone e Van Witteloostuijn (1995) reiteram que a inércia não significa que as organizações nunca reajam, mas, ao invés, que quando forçadas a reagir, o façam em raras

ocasiões ou, ainda, muito lentamente. Lima *et al.* (2009) concluem que a “inércia estrutural” reduz a reação das organizações às mudanças ambientais, sejam elas oportunidades ou ameaças.

A teoria da Ecologia Organizacional alerta para a necessidade de as firmas transporem sua própria inércia estrutural buscando agilidade para adaptação às intensas mudanças do ambiente. Essa inércia pode ser induzida por fatores internos (custos, cultura) ou externos (legislação, concorrente). Tal raciocínio impõe um contraponto ao modelo das forças competitivas de Michael Porter. Segundo Porter (1986), o conhecimento das forças competitivas é a base para a determinação da estratégia da empresa, que pode se adaptar. A Ecologia Organizacional opõe-se à essa visão ao afirmar que a empresa não dispõe dessa capacidade adaptativa. Ela pode analisar os fatores do ambiente sem lograr precisar, contudo, qual a estratégia ou ação que a fará ser selecionada para sobreviver (LIMA *et al.*, 2009).

Outro enfoque preconizado pela EO refere-se à densidade populacional, caracterizado pela população de organizações presentes em determinado mercado ou nicho comparado à quantidade de organizações que tal mercado ou nicho pode suportar ou “carregar”. Tal capacidade é determinada por fatores exógenos (BOONE; VAN WITTELOOSTUIJN, 1995). Carroll e Swaminathan (1992) alegam que em uma etapa inicial, quando as populações organizacionais são pequenas (baixa densidade) o impacto maior recai sobre a legitimação, traduzindo-se numa maior ou menor aceitação da organização, impactando também no potencial de financiamento às empresas. Assim, em baixas densidades a taxa de mortalidade em empresas é menor. Já em populações maiores (maior densidade) o fator primordial para sobrevivência é a competição e a capacidade de adaptação. Em tal situação, o aumento da competição afeta negativamente o potencial de financiamento aos competidores, comprometendo a saúde financeira e, conseqüentemente, incrementando as taxas de mortalidade (BOONE; VAN WITTELOOSTUIJN, 1995). Hannan e Carroll (1992) salientam que uma das implicações da densidade populacional é que quando o número de concorrentes em um mercado tende a declinar, maior a participação de mercado designado aos que permanecem atuando nesse mercado.

Apesar de proporcionar uma abordagem inédita, à época de seu surgimento, quanto à dinâmica relacional entre organizações e ambiente, algumas críticas foram direcionadas à

teoria. As principais fragilidades apontadas decorrem da pouca aplicação prática na organização (YOUNG, 1988) e o seu caráter limitador quanto à efetividade das ações de gestão (DONALDSON, 1995). Alinhado com essa visão, Pina e Cunha, Cunha e Kamoche (1999) defendem a integração entre as teorias ecológicas e contingencial, desde que a primeira seja entendida sob o aspecto de gestão em detrimento à sua visão sociológica. Já Boone e Van Witteloostuijn (1995) consideram que importantes progressos à EO poderiam ser obtidos ao se vincular à mesma, *insights* das teorias de organização industrial e gestão estratégica. Em seu estudo aplicando o modelo de teoria da Ecologia Organizacional sobre os grupos estratégicos da indústria cervejeira americana, Carroll e Swaminathan (1992) sugerem uma junção entre EO e pesquisa de grupos estratégicos.

2.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES

Na perspectiva jurídica, a Lei das Sociedades Anônimas, Lei n. 6.404/76, conceitua fusão como: “[...] a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações” (BRASIL, 1976). A mesma Lei define ainda o processo de aquisição como “[...] a operação pela qual uma ou mais sociedades compra outra, sucedendo-a em todos os direitos e obrigações [...]”, assim a diferença entre ambas é o fato de a fusão poder ou não acontecer após a aquisição (BRASIL, 1976).

De forma análoga, diversos autores preocuparam-se em definir os processos de fusão entre empresas. Para Alves (2003), a fusão consiste no processo de união de duas ou mais empresas, no qual ambas deixam de existir, no âmbito da lei, para dar lugar ao nascimento de uma terceira. Para Barros (2001), uma grande diferença entre fusão e aquisição é que a segunda implica em alto grau de investimento e de controle, além de um processo de integração mais complexo.

Segundo Pereira, Ávila e Vilas Boas (2006), as diferenças relativas aos processos de fusões e aquisições concentram-se nas resultantes reestruturações de poder nos aspectos jurídicos e organizacionais. No processo de fusão existe a obrigatoriedade de se constituir uma nova razão social, extinguindo-se as das empresas envolvidas no processo; isso também gera a necessidade de reorganização no âmbito do poder decisório, podendo prevalecer uma delas.

Na esfera dos processos de aquisição, é preservada a identidade da adquirida, contudo, seu controle é transferido para a compradora, desaparecendo legalmente a comprada, o poder decisório é transferido na mesma proporção, ou seja, integralmente.

De uma forma mais direta, a fusão é vista como uma junção de forças de duas ou mais empresas, criando uma força e com maior poder de mercado. A aquisição se realiza quando uma empresa, favorecida em seu poder de compra, adquire outra, menos favorecida, possibilitando a transferência do seu poder organizacional.

As ações de fusões e aquisições são realizadas na expectativa de que gerem diversos tipos de sinergias - sejam de cunho operacional ou gerencial – bem como a propulsão de novos mercados, proporcionando crescimento para a empresa resultante do processo de fusão (HITT; IRELAND; HOSKISSON, 2005). Assim, ao lado dos esforços em definir, diversos autores esforçam-se também em identificar e classificar as vantagens e desvantagens oriundas das iniciativas de fusões e aquisições.

Clemente e Greenspan (1998) apontam que as fusões e aquisições trazem vantagens à área financeira, como a redução de custos e o aumento do valor dos ativos, bem como incrementos à capacidade das empresas fundidas exercer inovações e descobertas em produtos ou tecnologia visando à redução de prazos de desenvolvimento e custo de novos produtos. Tais fatores contribuem para a melhoria da qualidade, fortalecimento da reputação e aumento da capacidade competitiva. Na visão de Rasmussen (1989), os processos de fusão e aquisição constituem-se em poderosas ferramentas para o crescimento e expansão econômica das firmas.

Para Steiner (1969), os processos de fusão reduzem a dependência da empresa em relação à restrição de suas linhas de produtos existentes, especialmente se a empresa enfrenta escassez de recursos ou know-how para a modernização a partir de seu próprio esforço de desenvolvimento interno. Já para Brito (2004), as fusões são causadoras do processo de geração de riquezas, sendo o valor final dessa união maior que o valor individual de cada uma. Na visão desse autor, a sinergia resultante entre as empresas faz aumentar o fluxo de caixa daquela resultante do processo de união. Do ponto de vista estratégico,

preconizado por Porter (1999), fusões se tornam uma tática corporativa para se criar barreiras de entrada e assim garantir o posicionamento de mercado.

A sinergia, como resultado esperado do processo de fusão, é talvez a forma mais evidente de criação de valor entre empresas. Ela ocorre quando duas unidades operacionais podem produzir mais eficientemente (ou seja, com o menor custo), ou mais efetivamente (isto é, com melhor alocação de recursos escassos em um ambiente com restrições), de forma conjunta do que fariam agindo separadamente (PATROCÍNIO; KAYO; KIMURA, 2007). Schweiger e Very (2003) classificam as sinergias derivadas dos processos de fusões e aquisições em quatro tipos:

- a) Sinergia de custos: variáveis ou fixos, associados à economia de escalas, a custos administrativos, de *back office* e de *supply chain*;
- b) Sinergia de faturamento: advinda de vendas cruzadas e da participação de mercado;
- c) Sinergia de poder de mercado: obtida pela redução na concorrência e aumento do poder de barganha;
- d) Sinergia de intangíveis: derivada da aprendizagem, conjunção de conhecimentos, *branding*, *know-how*, cultura organizacional.

Ao lado das vantagens derivadas dos processos de fusões e aquisições há de se considerar também aspectos negativos originados, sobretudo, da concentração e do uso de poder. Soares (2005) cita como desvantagem a esses processos a possibilidade de má alocação de capital. Segundo o autor, o ato de combinar duas empresas pode destruir valor se os administradores da empresa combinada usam flexibilidade extra para transferir recursos entre as duas empresas a fim de subsidiar linhas de negócios deficitárias que, de outra forma, seriam fechadas. Na perspectiva do mercado consumidor, o mesmo autor salienta que, a partir do processo de concentração existe uma razoável probabilidade de que a nova empresa vá aumentar o preço de alguns produtos, dado que aumentou seu tamanho e sua participação no mercado.

Martelanc, Passin e Perreira (2010) reporta que as parcerias tendem a limitar o poder de escolha do consumidor, já que essas fusões concentram mercado nas mãos de menos

grupos. Nessa mesma ótica, a redução do poder de concorrência desestimularia a inovação e a melhoria de qualidade dos produtos ofertados ao mercado.

Com foco nos ganhos obtidos de sinergias operacionais, os processos de fusão e aquisição tornam-se potenciais geradores de riscos e insegurança aos funcionários das empresas envolvidas. Wood Junior, Vasconcelos e Caldas (2004) constatam que os impactos negativos gerados pelos processos de fusão e aquisição nos funcionários incluem raiva e ressentimento em relação à empresa, queda na criatividade e na capacidade de inovação, redução no nível de comprometimento e de atitude empreendedora, perda de confiança na empresa. Segundo os autores, as consequências desses fatores resultam em comprometimento da visão estratégica, comprometimento na gestão do conhecimento, crise de comunicação e deterioração do clima organizacional.

Os processos de integração entre empresas estão permeados de desafios tanto maiores, quanto maiores e mais complexas forem as organizações envolvidas. Para Cooper e Gregory (2000), os fatores críticos de sucesso nos processos de fusão envolvem questionamentos diversos, dentre eles: Como as empresas atuam em processos de sinergias entre adquiridas e adquirentes? Como é o processo de integração entre a cultura dessas empresas? E, principalmente, como o processo de fusão pode criar inovação para as empresas que passaram por esse procedimento?

Os fracassos da fusão estão geralmente relacionados com a falta de planejamento e integração das pessoas, complexidade na união das culturas, retenção de talentos, estilos e práticas gerenciais. Marta Filho *et al.* (2016) apontam que as principais razões para um elevado índice de fracasso nas fusões estão relacionadas com a alta complexidade presente no encontro de duas culturas. Assim, as grandes empresas originadas de fusões podem se tornar lentas, burocráticas e distantes dos clientes. Exemplos recentes de fracassos em processos de fusão e aquisição ilustram estes desafios: Allergan e Pfizer (US\$ 160 bilhões), Staples e Office Depot (US\$ 6,3 bilhões) e Baker Hughes e Halliburton (US\$ 28 bilhões).

No Brasil, os processos de fusões e aquisições, como forma de estratégia de integração vertical ou horizontal, têm sido muito utilizados para as empresas nacionais se adaptarem ao ambiente de extrema competição globalizada. Corbari, Huppés e Pacheco (2007) afirmam que

o processo de fusão e aquisição se acelerou no Brasil a partir da década de 1990, face a queda de barreiras à entrada de fluxo de bens, serviços e capitais. Dessa forma, o País inseriu-se em um mercado global de acirrada concorrência.

Wood Junior, Vasconcelos e Caldas (2004) justificam a aceleração nos processos de fusões e aquisições no Brasil por três razões principais: (i) a desregulamentação dos mercados locais, associada às tendências internacionais em direção à globalização, permitiu que as empresas estrangeiras adquirissem empresas brasileiras; (ii) programas de privatização criaram oportunidades para que muitas empresas estrangeiras e brasileiras adquirissem grandes operações nos setores de energia, de telecomunicações e bancário; (iii) a elevada competição internacional, associada à acelerada mudança tecnológica, obrigou empresas domésticas a se fundirem ou a adquirirem umas às outras.

Esse processo atingiu diversos setores: fusão AmBev e Interbrew (2006) no setor de bebidas; aquisição da Inco pela Vale no setor de mineração (2006); fusão entre as lojas virtuais Submarino e Americanas.com, no varejo on-line; a aquisição do Banco Real pelo Banco Santander (2007); a aquisição da Chaparral Steel Company pela Gerdau, no setor siderúrgico (2007); a fusão entre a BM&F e Bovespa no setor de mercado financeiro (2008); fusão entre os bancos Itaú e Unibanco (2009); a aquisição da Brasil Telecom Participações pela Oi, no setor de telefonia (2009); a fusão entre Sadia e Perdigão, no setor alimentício, concluída em 2011; a aquisição da operação brasileira do banco HSBC pelo Banco Bradesco (2016), dentre outras.

2.3 ANÁLISE DO CAPITAL DE GIRO

O termo Capital de Giro ou Capital Circulante Líquido representa os recursos recorrentes da empresa, comumente identificados como aqueles capazes de serem convertidos em dinheiro, no prazo máximo de um ano. Esses recursos são identificados geralmente pelas contas disponibilidades, valores a receber e estoques. Num sentido mais amplo, o capital de giro representa os recursos que uma empresa necessita para financiar as atividades operacionais, em um prazo que se inicia pela aquisição de matérias primas, ou mercadorias, até o recebimento da efetiva venda (ASSAF NETO, 2015; ZOUAIN *et al.*, 2011). Para Vieira (2005), a função do Capital de Giro é permitir a manutenção do equilíbrio

financeiro da firma, como forma de garantir a continuidade da atividade operacional e propiciar condições adequadas que favoreçam sua sobrevivência e seu crescimento.

A administração do capital de giro constitui um processo de planejamento e controle dos recursos financeiros aplicados no ativo circulante das empresas tendo como objetivo principal a manutenção do equilíbrio financeiro da instituição como forma de garantir a continuidade da atividade operacional e proporcionar condições adequadas que favoreçam a sua sobrevivência e crescimento (AKTAS; CROCI; PETMEZAS, 2015).

Ao gerenciar eficientemente o capital de giro, as empresas podem reduzir sua dependência de financiamento externo e usar o caixa liberado para investimentos adicionais, melhorando a flexibilidade financeira da empresa. Além disso, por meio da gestão eficiente do capital de giro, uma empresa pode reduzir os seus custos de financiamento, uma vez que serão necessários menos recursos externos para financiar as necessidades de capital de giro (ALMEIDA; EID JUNIOR, 2014).

Também, é necessário que se respeite o princípio da correspondência cronológica dos recursos ou das operações, ou seja, recursos de longo prazo financiando contas de longo prazo. Esta mesma estrutura deve atender ao curto prazo, ou seja, Passivo Circulante financiando o Ativo Circulante da empresa. Contudo, as incertezas decorrentes da atividade econômica provocam flutuações que trazem desafios à gestão do fluxo de caixa e conseqüentemente, ao capital de giro.

As dificuldades são devidas, principalmente, à ocorrência dos seguintes fatores: redução de vendas; crescimento da inadimplência; aumento das despesas financeiras; aumento de custos; alguma combinação dos quatro fatores anteriores (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007). Já os fatores que contribuem com a elevação do capital de giro e melhoram a liquidez das organizações são: lucro nas operações, negociações à vista, cobrança eficiente, venda de imobilizado, redução do nível de estoques, maior rotação dos estoques, aumento dos prazos de pagamento de fornecedores, aumento de capital, redução nos prazos de recebimentos (SEBRAE, 2012).

Como forma de mitigar os efeitos nocivos das citadas flutuações, pode-se agir sobre o fluxo de caixa de uma empresa de três maneiras: (i) reduzindo-se o tempo desde que os bens

são vendidos até que a receita seja recebida pela empresa; (ii) otimizando-se os níveis de estoques; e (iii) negociando-se os prazos de pagamentos aos fornecedores (KROES; MANIKAS, 2014).

O Capital de Giro Total (CGT), também chamado de Capital de Giro Bruto, é representado pelo Ativo Circulante, formado essencialmente pelas disponibilidades (caixa, bancos e aplicações financeiras), recebíveis (duplicatas a receber e contas a receber) e estoques. O Capital de Giro Total constitui-se no Investimento de Capital em ativos de curto prazo (MATIAS, 2006).

$$CGT \text{ (Capital de Giro Total)} = \text{Ativo Circulante}$$

O Capital de Giro Líquido (CGL) representa a margem de liquidez disponível para atender as necessidades de caixa a fim de manter as operações habituais da empresa e aproveitar oportunidades de investimentos (SCHILLING, 1996). O capital de giro líquido é a diferença entre o Ativo Circulante (AC) e o Passivo Circulante (PC) da instituição:

$$CGL \text{ (Capital de Giro Líquido)} = AC \text{ (Ativo Circulante)} - PC \text{ (Passivo Circulante)}$$

O Capital de Giro Próprio (CGP) é a parcela de recursos próprios que está sendo utilizada no financiamento do capital de giro (ativos de curto prazo);

$$CGP \text{ (Capital de Giro Próprio)} = PL \text{ (Patrimônio Líquido)} - AP \text{ (Ativo Permanente)}$$

O conceito de ciclo operacional abrange o período desde a compra de matéria-prima para a produção de mercadorias até a entrada de caixa relativa à venda dos produtos aos clientes. O processo operacional completo inclui, pois, uma sequência de atividades, dentre as quais estão: a aquisição de matérias primas, o pagamento dos fornecedores, a produção, a estocagem dos produtos, a venda aos clientes e o recebimento dessas vendas (RAMOS, 2011). Todo este período precisa ser analisado de maneira criteriosa para que os gestores financeiros possam provisionar um capital de giro que seja suficiente para custear as operações da instituição.

O desequilíbrio entre a geração e a aplicação dos recursos operacionais, em que o Ativo Circulante Operacional não pode ser totalmente financiado pelo Passivo Circulante

Operacional, faz com que a instituição tenha Necessidade de Capital de Giro (NCG). Esta necessidade pode ser suprida com os recursos próprios ou com os recursos de terceiros (MATIAS, 2006).

A análise do capital de giro divide-se em duas técnicas: análise tradicional e análise dinâmica. A análise tradicional é composta por índices financeiros de liquidez e endividamento, enquanto a dinâmica contempla indicadores que segregam as atividades em financeiras, operacionais e de longo prazo (ASSAF NETO, 2015; FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Na análise tradicional, os índices de liquidez demonstram a capacidade da empresa em honrar suas dívidas e os índices de endividamento relacionam as fontes de recursos entre si, procurando retratar a posição relativa do capital próprio com relação ao capital de terceiros (IUDÍCIBUS, 2008). No que tange à análise dinâmica, o capital de giro é considerado cíclico e, por isso, as contas devem ser separadas em erráticas (financeiras), cíclicas e não cíclicas (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003).

Para efeitos do presente trabalho são apresentadas, nas duas próximas subseções, as metodologias de análise dinâmica denominadas Modelo *Fleuriet* e Modelo *DuPont*.

2.4 MODELO *FLEURIET*

A metodologia de análise dinâmica de capital de giro foi desenvolvida no Brasil na década de 70, pelo professor francês Michael Fleuriet. Tal técnica considera o comportamento das contas contábeis, de acordo com o ciclo operacional de uma organização (FLEURIET; KEHDY; BLANC, 2003). Para Assaf Neto (2015), o Modelo *Fleuriet* fornece uma visão sobre a dinâmica de funcionamento das atividades financeiras e operacionais de curto prazo e de longo prazo, por meio de indicadores específicos.

A aplicação da metodologia implica em uma reclassificação das contas do balanço patrimonial. De acordo com Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), as contas cíclicas do balanço patrimonial estão relacionadas com o ciclo operacional da empresa e apresentam um movimento contínuo e cíclico. Nesse conjunto estão classificadas as contas estoques, clientes, fornecedores e outros. As contas do ativo circulante e passivo circulante que não estão

diretamente relacionadas com o ciclo operacional da empresa, apresentando movimento descontínuo, são denominadas de contas erráticas. Nesse grupo encontram-se as disponibilidades, os títulos negociáveis, as duplicatas descontadas e outras desta natureza. Assim, o ativo e passivo circulante são divididos em contas erráticas e cíclicas, em contrapartida, o ativo e passivo não circulantes são reclassificados como contas não cíclicas, conforme demonstrado no Quadro 1.

Quadro 1 - Estrutura do Balanço para Análise Dinâmica

	Ativo		Passivo	
Contas Erráticas	Ativo Circulante Financeiro (ACF)	Caixa, bancos, aplicações financeiras de curto prazo.	Passivo Circulante Financeiro (PCF)	Empréstimos bancários, financiamentos de curto prazo, dividendos.
Contas Cíclicas	Ativo Circulante Operacional (ACO)	Clientes, estoques e despesas antecipadas.	Passivo Circulante Operacional (PCO)	Fornecedores, obrigações trabalhistas e impostos.
Contas não Cíclicas	Realizável a Longo Prazo (RLP)	Aplicações financeiras de longo prazo, participações em outras empresas e investimentos.	Passivo Não Circulante (PNC)	Obrigações com terceiros localizadas no longo prazo, como empréstimos e financiamentos.
	Ativo Fixo (ATF)	Bens de natureza permanente: Intangível e imobilizado.	Patrimônio Líquido (PL)	Capital Próprio.

Fonte: Adaptado de Fleuri et, Kehdy e Blanc (2003).

A partir da reclassificação do balanço patrimonial, é possível calcular os indicadores de análise dinâmica de capital de giro. Os indicadores desenvolvidos para a análise dinâmica são: Saldo de Tesouraria (ST), Necessidade de Capital de Giro (NCG), Capital de Giro Próprio (CGP), Longo Prazo (LP), Capital Circulante Líquido (CCL), conforme mostra o Quadro 2.

Quadro 2 – Indicadores da Análise Dinâmica

Indicador	Fórmula	Característica	Interpretação
Saldo de Tesouraria (ST)	ACF - PCF	Quanto a empresa possui de recursos financeiros para quitar as obrigações financeiras.	Quanto maior, melhor.
Necessidade de Capital de Giro (NCG)	ACO - PCO	O montante necessário para manter o giro dos negócios.	Quanto menor, melhor.
Capital de Giro Próprio (CGP)	PL - ATF	Quanto a empresa possui de recursos próprios para financiar o ativo circulante e/ou não circulante.	Quanto maior, melhor.
Longo Prazo (LP)	PNC - RLP	Quanto a empresa possui de capital de terceiros de longo prazo para financiar o ativo circulante e/ou não circulante.	Quanto maior, melhor.
Capital Circulante Líquido (CCL)	AC - PC	Quanto a empresa possui de recursos de curto prazo para quitar as obrigações de curto prazo.	Quanto maior, melhor.

Fonte: Adaptado de Fleuri et, Kehdy e Blanc (2003).

O cálculo dos indicadores dinâmicos e sua análise conjunta permite definir um diagnóstico financeiro das organizações em função das seis possíveis situações. Dessa forma é possível compreender a capacidade de solvência das organizações e tomar decisões que

colaborem para a redução do risco financeiro, sem comprometer o desempenho organizacional, conforme elencado no Quadro 3.

Quadro 3 – Tipos de Situação Financeira

Tipo	CCL	NCG	ST	Definição	Situação
1	+	-	+	NCG negativa representa uma fonte de recursos operacionais, que, somados aos recursos de curto prazo proporcionados pelo CCL positivo, são aplicados no saldo de tesouraria, mantendo baixos os níveis de risco.	Excelente
2	+	+	+	Os recursos de curto prazo do CCL são suficientes para financiar a NCG e a empresa ainda dispõe de um excedente para aplicação no saldo de tesouraria.	Sólida
3	+	+	-	NCG é positiva, evidenciando uma demanda operacional que é financiada através de uma composição de recursos de curto prazo oriundos do CCL e de recursos de curto prazo originários de ST. É a situação encontrada com mais frequência nas empresas.	Insatisfatória
4	-	+	-	Representa a estrutura com a pior situação financeira em função da dependência de recursos bancários de curto prazo. A NCG mostra uma demanda operacional de recursos que precisa ser financiada. No entanto, a empresa não dispõe de recursos provindos do CCL. Assim, o saldo de tesouraria é responsável por financiar a NCG e o CCL.	Péssima
5	-	-	-	Os recursos provenientes da NCG são complementados pelos recursos de curto prazo da ST para o financiamento do CCL. É uma situação muito delicada, pois o financiamento de parte das aplicações de longo prazo está sendo realizado através dos recursos de curto prazo.	Muito Ruim
6	-	-	+	Estrutura encontrada em empresas com ciclo financeiro negativo. Este tipo de balanço revela que a empresa utiliza sobras de recursos de curto prazo (CCL negativo) para financiar ativos não circulantes e aplicações financeiras (ST positivo). Tal situação pode não ser mantida por muito tempo, pois envolve alto risco de insolvência.	Alto Risco

Fonte: Adaptado de Vieira (2005).

As diferentes estruturas de capital de giro são reflexos das diferentes políticas de administração de curto prazo que as empresas adotam e são afetadas por fatores como saldos de caixa e títulos negociáveis, níveis de estoque, nível de recebíveis (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007).

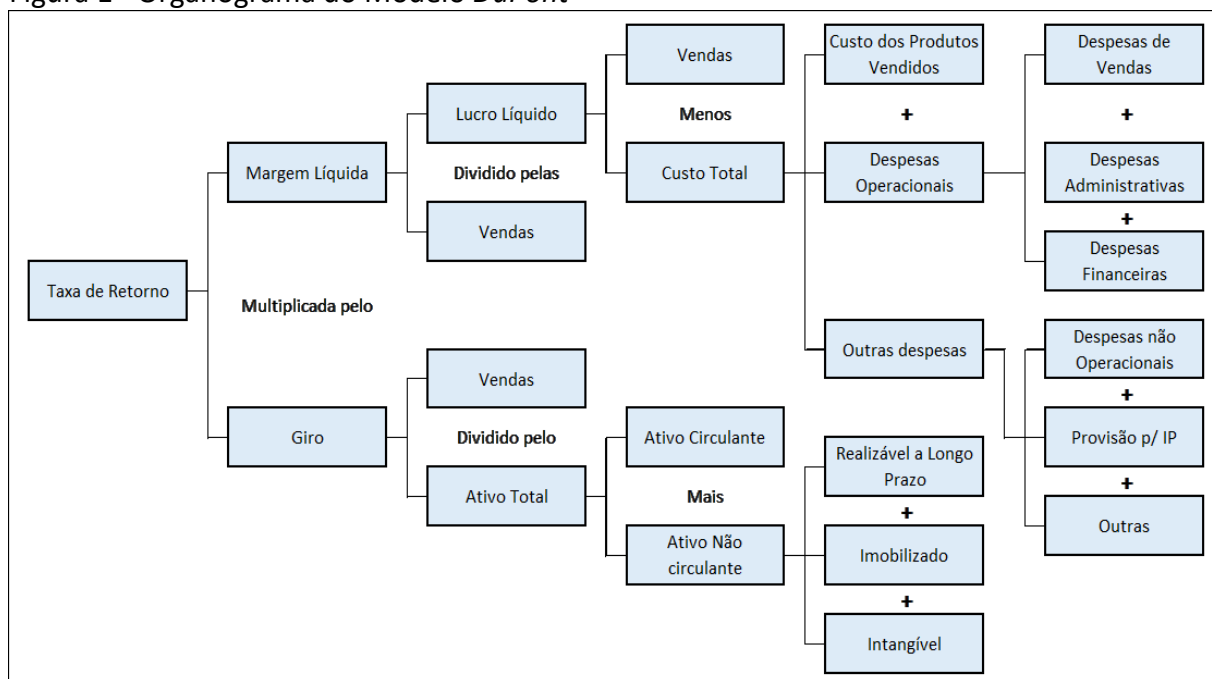
2.5 MODELO DUPONT

O modelo *DuPont* surgiu em meados da década de 1920. Funcionando como uma técnica de busca para identificar as áreas responsáveis pelas mudanças no desempenho da empresa. O sistema funde a demonstração do resultado e o balanço patrimonial em duas medidas-sínteses da rentabilidade dos ativos. Essas medidas são: (i) a lucratividade das vendas, representada por meio da “Margem Líquida”, evidenciando o ganho no preço; e (ii) a produtividade, visualizada a partir do “Giro do Ativo”, que demonstra o ganho na quantidade e indica qual a eficiência da empresa na utilização dos seus ativos para geração de vendas (ANGOTTI; BISPO; LAMOUNIER, 2011). Autores como Soliman (2008), Jansen, Ramnath e Yohn (2012) e Bauman (2014) atestam que as métricas do modelo *DuPont* teriam poder de correlacionar eventuais mudanças estruturais e potenciais alterações na lucratividade futura das empresas. Dessa forma, seriam úteis ao incrementar informações aos já tradicionais modelos de análise financeira.

O sistema *DuPont* é utilizado para “dissecar as demonstrações financeiras da empresa e avaliar sua situação financeira” (GITMAN, 2004). Na visão do autor, o modelo possibilita identificar como o retorno do investimento é afetado pela mudança em qualquer elemento, seja do balanço, por meio do giro do ativo, ou pela demonstração de resultados que pode ser verificada pelas receitas e despesas (Figura 1).

O sistema *DuPont* analisa a lucratividade da empresa sobre as vendas em conjunto com o uso dos seus ativos que geram essas vendas. Brigham e Houston (1999) descrevem a Fórmula *DuPont* como a multiplicação da margem líquida pelo giro do ativo. Essa equação fornece a taxa de retorno sobre os ativos.

Figura 1 - Organograma do Modelo *DuPont*



Fonte: Adaptado de Marion (1998, p. 493).

O cálculo da margem líquida envolve todas as receitas, custos e despesas do processo de operação da empresa, por meio da divisão do lucro líquido pelas vendas, possibilitando identificar o retorno da atividade da empresa. Esse índice, porém, não considera o investimento que foi necessário para o exercício da atividade. Para suprir essa necessidade opera-se o cálculo de rotação do investimento, no qual é feita a divisão das vendas pelo investimento total, que engloba desde o maquinário investido na operação até o capital disponível da empresa. Como o cálculo de rotação de investimento considera apenas as

vendas, ao multiplicá-lo pela margem líquida é possível verificar o retorno do investimento, demonstrando, então, a rentabilidade da empresa.

Em extensão à aplicação tradicional do modelo no diagnóstico de uma organização isoladamente, Bondarenko *et al.* (2018) propõe também seu emprego na avaliação de um setor econômico. Para tanto assumem que o isomorfismo presente em determinados setores, principalmente no que tange à padronização de demonstrativos contábeis e relatórios de auditoria proporcionam comparabilidade entre seus sistemas de governança.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo tem por objetivo analisar os motivadores da fusão na perspectiva da Teoria da Ecologia Organizacional e evidenciar, com o uso dos modelos *Fleuriet* e *DuPont*, o impacto da fusão das empresas Sadia e Perdigão, comparando a situação financeira no horizonte temporal de três anos antes e três anos após a fusão (2006 a 2012), a qual resultou em uma nova empresa denominada BRF. Assim, este estudo caracteriza-se com uma pesquisa *ex post facto*, em que a tradução literal é “a partir de um fato passado”, conforme explica Gil (2002).

Para Cooper e Schindler (2011), o estudo longitudinal caracteriza-se como aquele que se repete por mais de um período, e permite que se faça comparações entre os períodos avaliados. A presente pesquisa, quanto à dimensão do tempo, caracteriza como um estudo longitudinal, pois visa estudar informações relativas aos três anos anteriores e os três anos posteriores ao processo de fusão, conforme Quadro 4.

Quadro 4 - Períodos de estudo

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
3º Ano antes da fusão.	2º Ano antes da fusão.	1º Ano antes da fusão.	Ano da Fusão	1º Ano após a fusão	2º Ano após a fusão	3º Ano após a fusão.

Fonte: Dados da Pesquisa (2019).

Trata-se de uma pesquisa bibliográfica e documental. A bibliográfica, conforme Cooper e Schindler (2011), consiste em levantamento nas publicações sobre o assunto. Para Creswell e Poth (2016), a pesquisa na literatura visa apresentar ao leitor os resultados de outras pesquisas. Já a pesquisa documental, segundo Sá-Silva, Almeida e Guindani (2009), promove

o acesso a fontes pertinentes de pesquisa; é uma parte integrante da investigação; é uma possibilidade de se fazer a partir de dados passados inferências para o futuro, sendo assim, a pesquisa documental visa produzir novos conhecimentos, compreender os fenômenos. A pesquisa bibliográfica trouxe o referencial teórico para a análise dos dados e a documental fica evidenciada na busca de dados e informações em documentos e balanços publicados pela BRF.

Para o desenvolvimento do referencial teórico, procurou-se inicialmente identificar publicações relacionadas ao tema de pesquisa. Para tanto, foram consultadas bases de dados nacionais (*SPELL* e *SCIELO*) e internacionais (*SCOPUS* e *Web of Science*). A busca foi orientada pelo uso de palavras-chave relacionadas diretamente ao tema pesquisado (capital de giro; *working capital*; modelo *Fleuriet*; *Fleuriet system*; modelo *DuPont*; *DuPont system*; ecologia organizacional; ecologia das organizações; fusões e aquisições; *merge and acquisitions*; *BRF Foods*; Sadia; Perdigão).

Quanto à coleta dos dados, os balanços foram buscados em períodos diferentes. Os anos de 2006 a 2008, foram coletados no *site* <http://www.institutoassaf.com.br/2012/painel.aspx>. Os balanços e as Demonstrações do resultado das empresas Sadia S/A e Perdigão S/A foram baixados no formato de planilha do Microsoft Excel. Já os anos de 2009, ano da fusão e, os anos de 2010 a 2012, foram baixados do próprio *site* da empresa: <https://www.brf-global.com/>, na opção: Investidores/Informações Financeiras/Planilha de Resultado/ como utilizar a ferramenta. Nessa opção foram selecionados os períodos de 2009 a 2012, extraídos diretamente para uma planilha do Microsoft Excel.

Em posse das informações financeiras, iniciou-se o processo de adequação dos demonstrativos, tendo em vista que a Lei nº 11.638/2007 alterou as estruturas das demonstrações contábeis. Com objetivo de deixar as demonstrações com a mesma estrutura, tendo em vista que as empresas nos anos de 2006 e 2007 apresentaram as demonstrações em um formato e para o ano de 2008 no novo formato instituído pela Lei nº 11.638/2007. Para a análise dos dados fez-se necessário que os demonstrativos fossem analisados sob a mesma estrutura, portanto, o balanço de 2006 e 2007, que estava dividido em Circulante, Realizável a Longo Prazo e Permanente, passou a ser unificado com a estrutura de 2008, para

as seguintes contas: Circulante e Não Circulante, em que o Não Circulante ficou composto com os seguintes grupos: Realizável a Longo Prazo, Imobilizado, Intangível.

Com os balanços reestruturados, iniciou-se os procedimentos de consolidação dos demonstrativos referentes aos anos de 2006, 2007 e 2008, anos anteriores ao processo de fusão. Para os anos posteriores à fusão não se fez necessária a consolidação, pois os balanços para este período já se referiam à nova empresa formada (BRF).

Note-se que, as publicações relacionadas ao tema “Modelo *Fleuriet*” concentram-se principalmente em bases nacionais. Tal característica justifica-se pelo fato de o modelo ter sido desenvolvido no Brasil e seu uso, de certa forma, concentrou-se na prática contábil nacional. Da mesma forma, não foi identificado, nas bases internacionais, número significativo de publicações vinculadas às empresas pesquisadas (Perdigão, Sadia e *BRF Foods*), sendo o material relevante encontrado nas bases nacionais.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 A FUSÃO SADIA X PERDIGÃO SOB A ÓTICA DA ECOLOGIA ORGANIZACIONAL

A utilização dos modelos e métodos originados da EO proporcionam uma perspectiva diferenciada para análise das interações em grupos estratégicos. Nesta seção são abordadas as perspectivas da Densidade Populacional e da Amplitude de Nicho, oriundas da EO, como ferramentas para justificar o processo de fusão Sadia x Perdigão.

Historicamente, Sadia e Perdigão tiveram em comum a região oeste do estado de Santa Catarina como base para se constituírem como empresas. A Sadia foi criada em 1944, no município de Concórdia, e teve à frente o Sr. Attilio Fontana, que adquiriu um frigorífico em dificuldades financeiras chamado S.A. Indústria e Comércio Concórdia. Curiosamente, o nome Sadia surgiu a partir das iniciais SA, de “Sociedade Anônima”, e as três últimas letras do nome da cidade “ConcórDIA”. A empresa teve as famílias Fontana e Furlan sob seu comando até a fusão (SADIA, 2018). Já a Perdigão foi fundada na cidade de Videira, em 1934, pelas famílias Brandalise e Ponzoni, sendo que o controle da empresa ficou sob a administração da família Brandalise até a venda do controle acionário, no ano de 1994, para um consórcio de fundos de pensão nacionais (PERDIGÃO, 2018).

Na visão de Dalla Costa e Souza-Santos (2009), ambas as empresas atuaram diretamente no setor de alimentos congelados no mercado brasileiro, mas também tiveram importante participação no mercado internacional, atuando como exportadores de alimentos, entre as maiores empresas do mundo do ramo. A relação histórica entre Sadia e Perdigão foi marcada pela acirrada disputa pela liderança em diversos segmentos no mercado nacional. Para Cordeiro (2013), Sadia e Perdigão tentaram alguma associação por três ocasiões. A primeira teria ocorrido em 1999 e não obteve êxito. Em 2002, uma segunda tentativa ocorreu e por ela foi criada a *Brazilian International Foods (BRF Trading S.A.)*, com direcionamento das atividades de exportação para a região da “Eurásia”. Após um ano e meio a união foi desfeita. No ano de 2006, uma nova tentativa ocorreu, contudo, a Perdigão considerou que a Sadia havia lhe feito uma oferta hostil, e novamente não houve êxito.

Em 2008 o mundo conheceu uma nova crise financeira, oriunda do mercado imobiliário e bancário americano e que afetou fortemente as economias de todos os países. A Sadia, que vinha optando por operar também como mercado financeiro, como forma de alavancar resultados, realizou algumas operações malsucedidas com derivativos, vinculadas à variação cambial do dólar americano, e, conforme descreve Cordeiro (2013), “em valores superiores à finalidade de proteção das atividades da companhia expostas à variação cambial”. Com sua posição financeira enfraquecida, a Sadia concordou em estudar o processo de fusão com a Perdigão, concretizado pelo anúncio ocorrido em 19 de maio de 2009.

Caves e Porter (1977) ilustram tal situação ao definirem a existência de grupos estratégicos partindo da observação de uma “heterogeneidade limitada” dentro de determinada indústria. Para os autores, empresas concorrentes frequentemente apresentam similaridades em suas estruturas funcionais, como fornecedores, plantas fabris, e canais de distribuição. Quando essas estruturas são de difícil desenvolvimento ou aquisição tem-se configurada uma barreira de entrada a novos *players*. Tal característica faz com que empresas com estruturas funcionais exclusivas e/ou de difícil replicação constituam um grupo estratégico em determinada indústria. Carroll e Swaminathan (1992) seguem na mesma linha ao enfatizarem que empresas dentro de um determinado grupo estratégico tendem a interagir simbioticamente, respondendo de forma similar a fatores internos ou externos ao grupo.

O conceito de inércia estrutural trazido pela EO menciona que as empresas não são absolutamente estáticas e imutáveis em suas formas, mas, ao invés disso, alude ao fato de que as mudanças com sucesso realizadas pelas firmas são raras e frequentemente aumentam os riscos de mortalidade (AMBURGUEY; KELLY, BARNETT, 1990). Assim, associando tal visão da EO com aquela estabelecida por Caves e Porter (1977), pode-se afirmar que tais estruturas funcionais, fortalecidas pelas inércias estruturais, apresentadas pelos grupos estratégicos, constituem-se em fortes barreiras de entrada, pois a relação histórica entre Sadia e Perdigão e seus desenvolvimentos similares e contemporâneos em uma mesma indústria, não deixam margem à categorização de *players* dentro de um mesmo grupo estratégico. Com estruturas funcionais semelhantes, as empresas disputavam acirradamente fornecedores de seus insumos principais (aves e suínos, principalmente). Tais fornecedores permaneciam vinculados às firmas por meio de estruturas de fomento, nas quais os investimentos em estruturas físicas e o fornecimento de insumos, matrizes e filhotes eram controlados pelas empresas. Para distribuição de seus produtos, ambas as empresas se valiam de canais de distribuição comuns, sobremaneira grandes redes de atacadistas e supermercados. Tal fato em muito contribuiu para a geração de conflitos de interesses nos canais, reduzindo o potencial de opção das firmas e aumentando o poder de barganha dos distribuidores. Disputando fornecedores e valendo-se constantemente dos mesmos canais de distribuição, a competição por recursos fez surgir fortes barreiras de entrada nos segmentos de atuação.

De acordo com o conceito de densidade populacional (HANNAN; FREEMAN, 1993; HANNAN; CARROLL, 1992), as populações dentro de um grupo estratégico variam ao longo do tempo como resultado dos processos de legitimação (entendido como a aceitação da organização pela sociedade) e competição. O grau de legitimação desenvolve-se ao longo do tempo à medida do maior ou menor grau de aceitação pela sociedade, podendo, num viés negativo, culminar com o desaparecimento da firma. Em havendo aceitação e desenvolvimento pleno da legitimação em firmas dentro de um grupo estratégico, é desencadeado um processo de competição entre os *players*.

Por se tratar de empresas com presença consolidada no mercado, a empresa resultante da eventual fusão entre Sadia e Perdigão não encontraria restrições vinculadas à legitimação. Para reforçar tal posição, a BRF preservou a identidade das marcas. Assim, os

produtos já consolidados e aceitos continuariam a ser fornecidos aos clientes. Alguns produtos, por restrições impostas pelos órgãos de regulamentação deveriam ser descontinuados temporária ou permanentemente. A concorrência entre produtos similares das duas marcas passaria a ser gerenciada, enfatizando-se os produtos em função de sua maior aceitação e/ou margem de contribuição. A competição, outrora existente entre as marcas, transformar-se-ia, então, em sinergias operacionais e comerciais, desdobrando-se em maior consolidação nos mercados de atuação, utilização eficiente da rede de fornecedores, esforços combinados de promoção e marketing e fortalecimento do já iniciado processo de internacionalização.

Hannan e Carroll (1992) enfatizam que uma das implicações da densidade populacional é de que ao reduzir-se o número de concorrentes em um mercado, maior será a participação de mercado designado aos que permanecem atuando nesse mercado. Nessa mesma perspectiva, as dificuldades de financiamento – principalmente via mercado de capitais – derivadas da competição exacerbada, seriam revertidas. Dentro dessa ótica, a nova empresa formada pela fusão Sadia e Perdigão e sua posição expressivamente dominante, obteria ganhos marginais além de ganhos com as somatórias das participações de mercado já consolidadas além de aferir *market-share* de concorrentes que optassem por abandonar determinados segmentos de mercado. Adicionalmente, por sua posição fortalecida em mercados, experimentaríamos uma potencialização na atração de capitais de investidores.

Uma segunda abordagem de análise do processo de fusão dentro da EO remete à Teoria da Amplitude de Nicho, em que são relacionadas a especialização organizacional com a amplitude do nicho de atuação. Na definição de Freeman e Hannan (1983, p. 1118), “a extensão de um nicho refere-se à tolerância que uma população tem em função de mudanças no nível dos recursos, sua habilidade em resistir aos competidores e a sua resposta a outros fatores que inibem o crescimento”.

Essa teoria, por si, deriva em duas vertentes: aquela originalmente desenvolvida por Freeman e Hannan (1983), correlaciona a variabilidade das condições ambientais e a rapidez de mudança de um estado para outro. Assim, a teoria preconiza que se as condições ambientais, afetando um nicho, são similares de um período para outro, as organizações tidas como generalistas seriam beneficiadas. Por outro lado, caso as condições ambientais variem

expressivamente entre períodos subsequentes, vantagens competitivas beneficiariam as organizações que mais rápido se adaptem o que caracteriza as organizações especializadas.

No início dos anos 2000, o Brasil apresentava um período de estabilidade econômica pós Plano Real. No período imediatamente anterior ao início do processo de fusão (2008/09), o País experimentou poucas mudanças em seu ambiente econômico, à revelia de uma grave crise econômica mundial. Nesse contexto de estabilidade econômica, o mercado de alimentos congelados mostrava poucas alterações na dimensão temporal. Dentro dessa abordagem e no contexto descrito, o processo de fusão Sadia x Perdigão, unindo dois já grandes generalistas, em um mercado caracterizado por poucas variações ambientais, caracteriza-se como um processo a obter sucesso na consolidação de posição das empresas.

Uma segunda vertente à perspectiva da amplitude de nicho, aplicada a mercados caracterizados por economias de escala foi proposta por Carroll (1985). Em seu pensamento o autor enfatiza que em seus estados iniciais os mercados são populosos, forçando os concorrentes a disputarem recursos, traduzidos na forma de recursos financeiros, insumos, *know-how*, recursos humanos, canais de distribuição e consumidores. Nessas condições, as organizações generalistas logram por obter as maiores bases de recursos, estruturando-se mais fortemente. À medida que evoluem, essas organizações concentram-se e fortalecem-se, migrando para o centro do mercado, abrindo, contudo, pequenos bolsões a serem explorados pelos especialistas.

Por essa perspectiva, intui-se que a fusão seria proveitosa para as empresas envolvidas. A disputa por recursos, em curso na época, seria revertida em sinergias no uso conjunto dos mesmos traduzindo-se em vantagens competitivas, como: liderança e posição de destaque nos segmentos de atuação, com marcas fortes e presença no Mercado Global, ampla rede de distribuição no Brasil e no Mercado Externo, localizações geográficas estratégicas e diversificadas, compartilhamento de tecnologias e *know-how* para desenvolvimento de novos produtos e processos e portfólio diversificado de produtos.

A mensuração dos resultados do processo de fusão entre as empresas, com frequência constitui-se em problema enfrentado por pesquisadores. Metodologias contábeis convencionais como retorno sobre o investimento (ROI) ou retorno sobre vendas (ROS)

apresentam limitações técnicas especialmente na comparação entre firmas diferentes ou em longos períodos (CARROLL; SWAMINATHNA, 1992). Dessa forma, esse estudo apresenta nas próximas subseções avaliações do processo de fusão através de duas metodologias alternativas: Modelo de *Fleuriet* e Modelo de *DuPont*.

4.2 APLICAÇÃO DO MODELO *FLEURIET*

Nesta fase são analisados os indicadores segundo o modelo de análise dinâmica do balanço conforme Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003). Esta análise faz uma verificação dos indicadores mediante uma reestruturação do balanço para identificar os valores do capital de giro e da necessidade do capital de giro das empresas, assim como dos valores da tesouraria (Tabela 1).

Quanto ao saldo da tesouraria, demonstrado segundo o modelo *Fleuriet*, pode-se constatar que esse indicador ao longo do período de análise não demonstrou uniformidade nos valores, e principalmente no ano de 2008, apresentou uma queda significativa do saldo em tesouraria. O saldo da tesouraria é composto pelos ativos erráticos menos os passivos erráticos, e nos passivos erráticos obteve-se um aumento significativo da conta empréstimos. Conforme disposto no relatório apresentado pela auditoria, houve um acréscimo significativo na conta de empréstimos do passivo circulante na empresa Sadia; este saldo em 2007 era de R\$ 980.327 e passou em 2018 para um valor de R\$ 4.164.391; aumento que se deu por diversos empréstimos e contratos de adiantamentos, conforme apresentação dos valores nas notas explicativas.

Tabela 1 - Análise dinâmica modelo Fleuriet

ANO	ST	NCG	CGP	LP	CCL
2006	1.957.088	2.100.796	793.489	3.629.358	6.411.188
2007	2.508.528	2.033.703	1.019.222	3.722.012	7.458.552
2008	-1.424.480	3.547.922	-4.280.702	6.721.243	11.461.713
2009	2.319.431	1.999.278	-154.990	4.490.899	8.247.802
2010	2.249.196	2.085.119	322.423	4.029.386	7.363.313
2011	532.316	2.603.606	-74.552	3.230.873	7.783.398
2012	1.916.635	2.191.713	-833.194	4.978.200	7.554.498
MÉDIA	1.436.959	2.366.020	-458.329	4.400.282	8.040.066

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Essa queda influencia diretamente no indicador que trata da necessidade do capital de giro. Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), quando o capital de giro for insuficiente, não será capaz de financiar a necessidade do capital de giro, sendo assim o saldo em tesouraria ficará negativo. Diante dessa análise fica evidente que CGP não é capaz de saldar a necessidade de capital de giro; esse fato ocorreu antes da fusão. Logo após a fusão, ou seja, no primeiro ano, esse indicador apontou um crescimento significativo, ficando acima da média do período.

A necessidade de capital de giro manteve-se dentro da média, e apenas no exercício anterior ao processo de fusão, este aumentou significativamente, influenciada pela baixa na ST e pela baixa no CGP, mostrando que os ciclos operacionais das empresas anterior ao período da fusão, estavam desalinhados. Já o capital de giro não se manteve regular no período em análise, e principalmente no exercício anterior ao processo de fusão, demonstrou uma queda brusca, em contrapartida o LP aumentou de forma significativa. Com o aumento do longo prazo, percebe-se que os valores da empresa estavam concentrados no longo prazo, nesse caso faltando recurso no giro da empresa.

Na análise do CCL, que é composição do ativo circulante menos o passivo circulante, os valores apresentados, se comparados com os demais indicadores, nos itens apresentados no circulante estão saudáveis. No entanto, não pode ser afirmado, tendo em vista que CCL é a diferença entre o ativo e o passivo circulante. No ano de 2008 foram apresentados os maiores valores, sendo também o ano que apresenta a maior necessidade de capital de giro e o menor capital de giro, indicando que a entidade tinha em seu patrimônio valores contabilizados que não serão convertidos em ST.

O cerne do modelo *Fleuriet* consiste em comparar os resultados do CDG, NCG e da ST, com um conjunto de equações, permitindo identificar se a empresa está: excelente, sólida, insatisfatória, péssima, muito ruim, e de alto risco. Sendo assim, apresenta-se na Tabela 2 um resumo em que é possível verificar em qual situação a empresa se encontrava.

Comparando os resultados obtidos no modelo constata-se que a empresa mesmo com as oscilações na maioria dos indicadores apresentou uma situação sólida na maioria dos

períodos, apenas no ano anterior à fusão a situação foi “insatisfatória”, enquadrada no tipo III.

Segundo Fleuriet, Kehdy e Blanc (2003), as empresas que estão enquadradas no tipo II, apresentam a necessidade de capital de giro estável, pois nesse cenário a empresa apresenta saldo de tesouraria positivo, possibilitando cumprir com os compromissos financeiros da entidade, e ainda é capaz a suprir os aumentos temporários de necessidade de capital de giro. Já no tipo III a empresa começa a apresentar um quadro clínico de quem luta pela sobrevivência, e estas empresas tendem a sumir do mercado, salvo se forem aportadas com financiamento do governo como são os casos das estatais. Quando a empresa se encontra no tipo “III”, significa que a empresa está realizando investimentos permanentes, como recursos de curto prazo, e faz estes investimentos com recursos que podem não ser renováveis.

Tabela 2 - Análise tipo de estrutura

ANO	CDG	NCG	ST	TIPO		
2006	4.057.884	2.100.796	1.957.088	Tipo II	CDG >0; NCG>0: T > 0	Sólida
2007	4.542.231	2.033.703	2.508.528	Tipo II	CDG >0; NCG>0: T > 0	Sólida
2008	2.123.442	3.547.922	-1.424.480	Tipo III	CDG >0; NCG>0: T < 0	Insatisfatória
2009	4.318.709	1.999.278	2.319.431	Tipo II	CDG >0; NCG>0: T > 0	Sólida
2010	4.334.315	2.085.119	2.249.196	Tipo II	CDG >0; NCG>0: T > 0	Sólida
2011	3.135.922	2.603.606	532.316	Tipo II	CDG >0; NCG>0: T > 0	Sólida
2012	4.108.348	2.191.713	1.916.635	Tipo II	CDG >0; NCG>0: T > 0	Sólida
MÉDIA	3.802.979	2.366.020	1.436.959			

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

O resultado insatisfatório, apresentado na consolidação do balanço das empresas antes da fusão, ocorreu principalmente pelo fato de a empresa Sadia, no ano de 2008, apresentar um resultado de R\$ -2.484.834. Mesmo com o aumento de receita, o que mais influenciou nesse resultado foi que as despesas financeiras, que nos anos de 2005, 2006 e 2007 estavam com valor igual a R\$ 0,00, no ano de 2008 foi contabilizado um valor de R\$ -3.892.336. Se tirássemos este valor, o resultado ficaria em R\$ 1.407.502,0 e seria o melhor resultado apurado pela companhia desde o ano 2000.

4.1 ANÁLISE DO MODELO DUPONT

Nesta fase da pesquisa faz-se uma análise do processo de Fusão das empresas Sadia e Perdigão, que resultou na nova empresa BRF utilizando o modelo *DuPont* a partir dos demonstrativos contábeis dos anos de 2006 a 2012, sendo que o processo de fusão ocorreu em 2009.

O ano que resultou na fusão foi o pior em retorno de investimentos. Esse ano apresentou um retorno de 8,66%, sendo que a média do período analisado ficou em 16,05%, e no ano anterior ao processo de fusão, o retorno do investimento ficou em 17,22%, mostrando-se acima da média do período estudado. O ativo consolidado vinha apontando um crescimento de ano para outro. Já o lucro líquido apurado no modelo, vinha apresentando oscilações de um ano para o outro. O cenário ideal é que o lucro se mantenha de forma crescente, dessa forma, ocorrendo a evolução do patrimônio consolidado da empresa.

Em relação às vendas até o ano da fusão, havia um crescimento nos períodos de 2006 a 2008. No ano do processo de fusão ocorreu uma redução de 27,55% em relação ano anterior. Mesmo com a redução dos custos e despesas em torno de 24,91%, percebe-se que a redução das despesas foi menor do que a redução das receitas em 2,64%. Portanto, a diminuição das despesas não foi o suficiente para elevar o resultado, impactando, assim, no retorno dos ativos. Em 2010, após o processo de fusão a receita total voltou a superar a do ano de 2008.

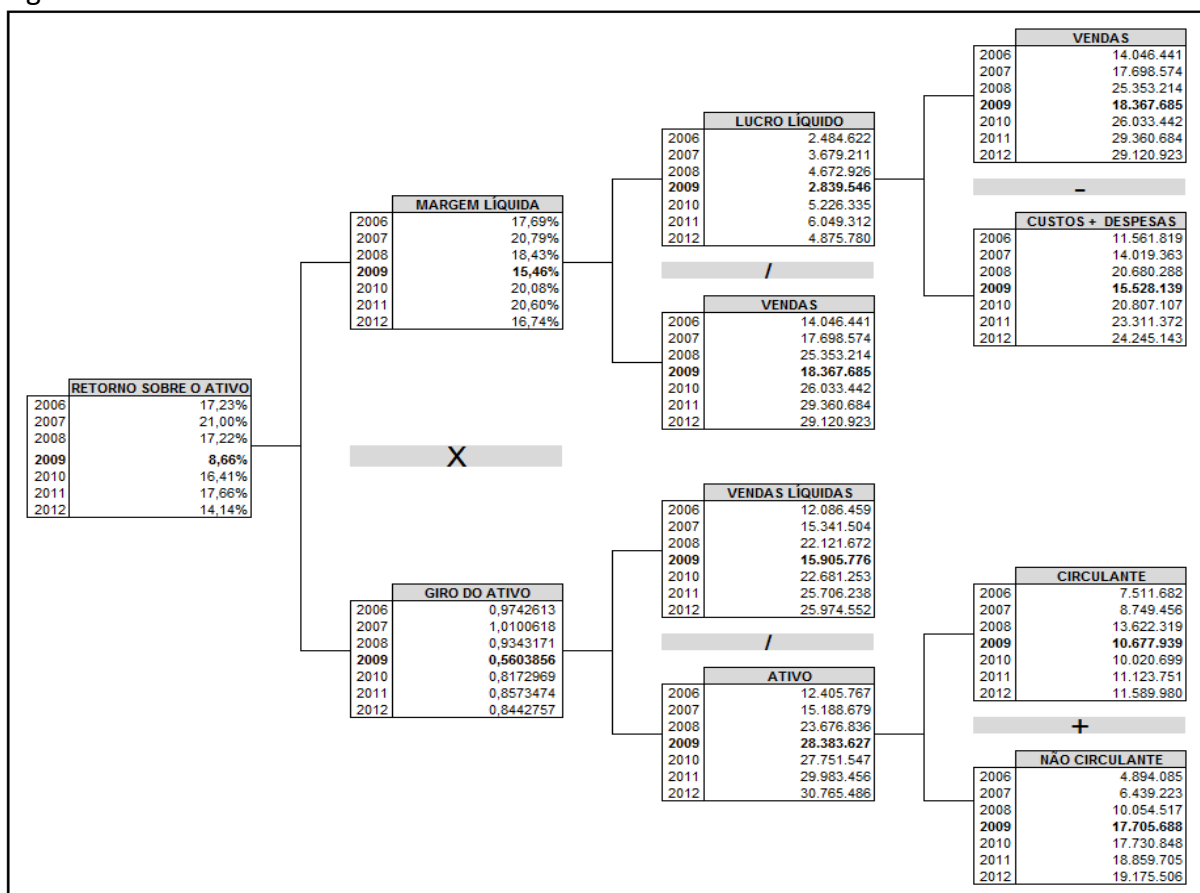
Um fator que impactou na redução do Retorno dos Ativos no ano da fusão foi o giro dos ativos que reduziram de 0,9343171 para 0,5603856. Esse fato ocorreu pela diminuição da receita líquida no ano da fusão.

4.1.1 Análise da margem líquida

A margem líquida, que apresentou oscilações ao longo do período em análise, do ano de 2006 para o ano de 2007 trouxe um aumento 17,52%, do ano de 2007 para 2008 uma redução de -11,34, do ano de 2008 para 2009 uma redução de 16,12%, do ano de 2009 para 2010 um aumento de 29,86%, do ano de 2010 para 2011 um aumento de 2,63% e do ano de 2011 para 2012 uma redução de 18,74%. Se compararmos a margem em 2006 com a margem de 2012, a empresa perdeu 5,37% de margem de lucro.

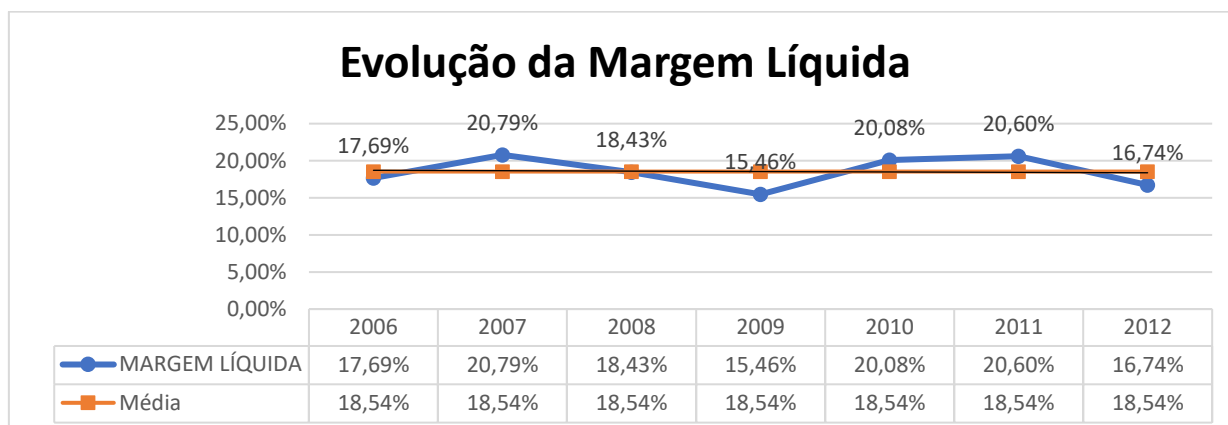
Comparando a evolução da margem líquida com a média do período, pode-se dizer que ficou muito próximo sem apresentar discrepância em algum período, no entanto, foi confirmada uma variação negativa de 0,95%, comparando-se 2006 com 2012. Sendo assim, conclui-se que o processo de fusão nos três primeiros anos, em relação aos três anos anteriores não melhorou a margem líquida de vendas, conforme pode-se verificar nas Figuras 2 e 3, pelo contrário, reduziu.

Figura 2 - Cálculo modelo DuPont



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Figura 3 - Análise da margem líquida

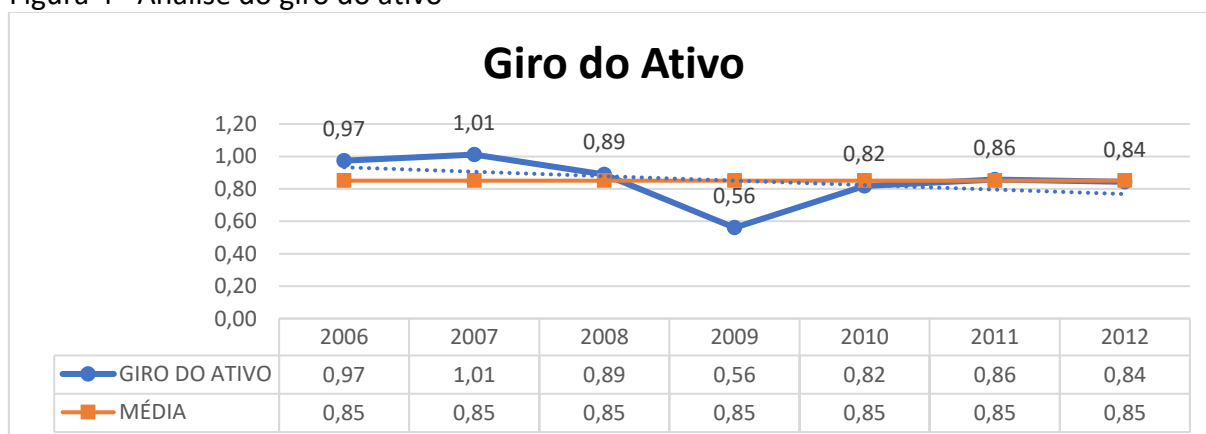


Fonte: Dados da pesquisa (2019).

4.1.2 Análise do giro do ativo

Comparando-se os indicadores de giro do ativo, houve uma variação significativa no ano da fusão. Fazendo-se uma análise do ano de 2006 para o ano de 2007, verifica-se um aumento de 3,81%; do ano de 2007 para 2008 uma redução de 12,09%; do ano de 2008 para 2009 uma redução de 36,98%; do ano de 2009 para o ano de 2010 um aumento de 45,85%; do ano de 2010 para o ano de 2011 aumento de 4,90%; do ano de 2011 para o ano de 2012 redução de 1,52%. O giro do ativo no ano de 2006 estava em 0,97 e no terceiro ano após a fusão estava em 0,84; ao se comparar os indicadores constata-se que houve uma redução de 13,40%, conforme demonstrado na Figura 4.

Figura 4 - Análise do giro do ativo



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Fazendo-se uma análise da Figura 4, pode-se dizer que não houve uma discrepância nos dados de um ano para o outro, sendo que os mesmos variam pouco em relação à média, que ficou em 0,85 para o período analisado, apenas o ano de 2009 foi o pior, ficando em 0,56.

Fazendo-se uma comparação entre o ano de 2006 e 2012, para confirmar se houve evolução nos números, constatou-se que houve uma variação negativa, no valor de: Δ 2006/2012 de -0,12.

4.1.3 Análise do retorno do ativo

Realizando-se a análise do retorno do ativo, constata-se que houve algumas oscilações, portanto, se comparar a evolução de um ano para o outro podemos dizer que: do ano de 2006 para o ano de 2007 aumentou em 22,01%, do ano de 2007 para o ano de 2008 diminuiu em 22,05%, do ano de 2008 para o ano de 2009 diminuiu em 47,14%, do ano de 2009 para o ano de 2010 aumentou em 89,39%, do ano de 2010 para 2011 aumentou em 7,66%, do ano de 2011 para o ano de 2012 aumentou em 19,97%. Considerando o ano inicial da análise com o ano final, ou seja, 2006 comparado com o ano de 2012, o retorno dos ativos apresentou uma redução de 17,93%, como demonstrado na Figura 5.

Quanto à variação do retorno sobre o ativo, pode-se afirmar que houve grandes variações. Apenas o ano de 2009 apresentou a menor variação do ativo e ficou abaixo da média, sendo que se comparado o ano de 2006 com o ano de 2012 percebe-se uma variação negativa de 3,12. Em resumo, comparando os valores apontados pela margem líquida pelo giro do ativo e pelo retorno sobre o ativo, constata-se que nos primeiros anos do processo de fusão a análise não apontou ganhos, inclusive analisando-se a redução com a linha de tendência do gráfico, fica evidente esta afirmação.

Figura 5 - Análise do retorno sobre o ativo



Fonte: Dados da pesquisa (2019).

Schweiger e Very (2003) apontam em sua pesquisa que em um processo de fusão pode gerar a criação de valor através das sinergias de: custos, faturamento, poder de mercado e intangíveis. Dentro dessa perspectiva, a pesquisa realizada por Martins, Vidal e Ragazzi (2014, p. 43) apontou que, através dos testes estatísticos realizados,

O teste demonstra que as médias dos retornos anormais entre as empresas antes da fusão e pós-fusão não são estatisticamente iguais. Sendo que as organizações tiveram perda de valor, o que se pode dizer que os processos de fusão não criam valor, em sua maioria, no curto prazo.

A afirmação de Martins, Vidal e Ragazzi (2014) de que as empresas que passam por um evento de fusão não criam valor a curto prazo, pode ser confirmada na análise do modelo Fleurit, em que se analisando a NCG, esta aumentou após o processo de fusão, principalmente se formalizada pela ótica da média. Dentro da mesma concepção estabelecida por Schweiger e Very (2003), e se analisados os custos e faturamento, apontados no modelo DuPont, houve um aumento nas vendas, porém os valores dos custos aumentaram e, mesmo assim, houve um crescimento da margem de lucro após o processo de fusão.

A pesquisa de Clemente e Greenspan (1998) vem ao encontro da afirmação de Schweiger e Very (2003), quando os autores apontam que os eventos de fusões e aquisições trazem vantagens à área financeira, como, por exemplo, a redução de custos. Mesmo que as informações dos autores tenham sido convergentes, na presente pesquisa não foi possível fazer essa constatação, em relação ao ponto de vista financeiro e de redução custos. Quanto aos valores de ativos e de Patrimônio líquido, verificou-se que houve crescimento, o que poderia influenciar no incremento da empresa, conforme afirmam os autores.

Na ótica de Rasmussen (1989) e Brito (2004), os processos de fusão podem ser poderosas ferramentas de expansão da empresa. Dentro dessa perspectiva meramente econômica, esta afirmação ficou evidente na aplicação do modelo DuPont. Soares (2005) afirma que o processo pode acarretar a má alocação do capital, o que fica explícito, quando se analisa sob o ponto de vista financeiro, conforme aponta os resultados do modelo *Fleuriet*.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise financeira mundial iniciada em 2008 foi o fator propulsor da motivação para a fusão entre as companhias Sadia e Perdigão, formando uma nova empresa com potencial de

mercado capaz de competir em mercados internacionais, que hoje é conhecida como *Brasil Foods S.A. (BRF)*. Nesse contexto, esta pesquisa teve por objetivo analisar os motivadores da fusão, de acordo com a teoria da Ecologia das Organizações e evidenciar por meio dos modelos *Fleuriet* e *DuPont*, o impacto da fusão das empresas Sadia e Perdigão, comparando a situação financeira no horizonte temporal de três anos antes e três anos após a fusão (2006 a 2011). Para atender a este objetivo foram identificados os fatores que motivaram a fusão das empresas, à luz da teoria da Ecologia das Organizações e aplicados os modelos *Fleuriet* e *DuPont* aos dados financeiros publicados, para realizar a análise comparativa do desempenho antes e depois da fusão.

O processo de fusão foi analisado sob a ótica do conceito de densidade populacional, segundo o qual, as populações dentro de um grupo estratégico variam ao longo do tempo como resultado dos processos de legitimação (entendido como a aceitação da organização pela sociedade) e competição. Nesse aspecto, por se tratar de empresas com presença consolidada no mercado, a empresa resultante da fusão entre Sadia e Perdigão não encontrou restrições vinculadas à legitimação. Para reforçar tal posição, a BRF preservou a identidade das marcas. Assim, os produtos já consolidados e aceitos continuariam a ser fornecidos aos seus mercados já estabelecidos. A competição, outrora existente entre as marcas, transformou-se então, em sinergias operacionais e comerciais, desdobrando-se em maior consolidação nos mercados de atuação, utilização eficiente da rede de fornecedores, esforços combinados de promoção e marketing e fortalecimento do processo de internacionalização. Nessa mesma perspectiva, as dificuldades de financiamento – principalmente via mercado de capitais - derivadas da então existente competição exacerbada, são revertidas. Assim, a nova empresa formada pela fusão Sadia e Perdigão e sua posição expressivamente dominante obteriam ganhos marginais, além de ganhos com a somatórias das participações de mercado já consolidadas, além de aferir *market-share* de concorrentes que optassem por abandonar determinados segmentos de mercado. Adicionalmente, por sua posição fortalecida em mercados, experimentaríamos uma potencialização na atração de capitais de investidores.

Pela perspectiva da Teoria da Amplitude de Nicho, em que são relacionadas a especialização organizacional com a amplitude do nicho de atuação, o processo de fusão Sadia x Perdigão, unindo dois grandes generalistas em um mercado caracterizado por poucas

variações ambientais, caracteriza-se como um processo a obter sucesso na consolidação de posição das empresas. Ainda quanto à Teoria da Amplitude de Nicho, na ótica de Carrol (1985), pode-se intuir que o processo de fusão resultaria proveitoso para ambas as empresas, uma vez que a disputa por recursos, em curso na época, seria revertida em sinergias no uso conjunto dos mesmos, traduzindo-se em vantagens competitivas, como: liderança e posição de destaque nos segmentos de atuação, com marcas fortes e presença no Mercado Global, ampla rede de distribuição no Brasil e no Mercado Externo, localizações geográficas estratégicas e diversificadas, compartilhamento de tecnologias e *know-how* para desenvolvimento de novos produtos e processos e portfólio diversificado de produtos.

Na análise do modelo *DuPont*, ficou constatado que no ano da fusão o indicador ficou em 8,66%, sendo que a média apresentada foi de 16,05%, ficando bem abaixo da média. Essa redução ocorreu em função da redução do Lucro Líquido e do Faturamento, mesmo ocorrendo um aumento do ativo nesse ano, não foi possível manter o mesmo retorno. A margem líquida se manteve estável, porém não foi percebida, nos anos após a fusão, melhora nesse indicador, o mesmo ocorreu com o giro do ativo, que se manteve estável, embora analisado todo o período ocorreu uma variação negativa de -0,12.

Quanto às análises com base no modelo *Fleuriet*, pode-se constatar que no ano da fusão, o balanço consolidado das duas entidades apresentou uma situação econômica sólida. Já no ano anterior ao processo de fusão mostrou-se uma posição insatisfatória, influenciada pelo ST, contribuindo para o aumento da NCG. A Sadia, no ano de 2008, apresentou um resultado negativo de R\$ -2.484.834, e no mesmo ano foi contabilizado um valor de R\$ -3.892.336. Tirando-se este valor, seria o melhor ST de todo o período, o que talvez não justificaria o processo de aquisição da Sadia pela Perdigão.

O presente estudo limitou-se em analisar meramente os dados apresentados nos demonstrativos contábeis, de forma consolidada, analisando um período de sete anos: o ano da fusão, três anos antes e três anos após. Sendo assim, fica evidente uma limitação deste estudo, pois não foram comparadas as variações nos preços das ações antes e após a fusão, assim com o valor de mercado de antes e após o processo de fusão das empresas.

Recomenda-se para trabalhos futuros que se realize um estudo detalhado dos preços das ações antes e depois do processo de fusão, a fim de identificar se as ações da empresa BRF sofreram ou não impactos, resultante da fusão, fazendo o uso do estudo do evento. Ainda se recomenda que se realize outro estudo comparativo, dos anos de 2012 em diante, a fim de verificar se a empresa se mantém dentro dos patamares, apontando as evoluções ou não da empresa BRF.

REFERÊNCIAS

AKTAS, N.; CROCI, E.; PETMEZAS, D. Is working capital management value enhancing? Evidence from firm performance and investments. **Journal of Corporate Finance**, [Netherlands]v. 30, p. 98-113, 2015.

ALDRICH, H.; PFEFFER, J. Environment of Organizations. **Annual Review of Sociology**, Palo Alto, v. 2, n. 1, p. 79-105, 1976.

ALMEIDA, J. R.; EID JUNIOR, W. Access to finance, working capital management and company value: evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. **Journal of Business Research**, [Netherlands] v. 67, p. 924–934, 2014.

ALVES, A. A. C. A legalidade da fusão, cisão e incorporação de empresas como instrumentos de planejamento tributário. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 8, n. 61, 1º jan. 2003. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/3583/a-legalidade-da-fusao-cisao-e-incorporacao-de-empresas-como-instrumentos-de-planejamento-tributario/3>. Acesso em: 22 set. 2018.

AMBURGEY, T. L.; RAO, H. Organizational ecology: Past, present, and future directions. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, NY, v. 39, n. 5, p. 1265-1286, 1996.

ANGOTTI, M.; BISPO, O. N. A.; LAMOUNIER, W. M. Utilização do modelo DuPont para previsão de resultados futuros. **Revista Mineira de Contabilidade**, Belo Horizonte, v. 4, n. 44, p. 24-34, out./dez. 2011.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

BARROS, B. T. **Fusões, aquisições & parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001.

BAUMAN, M. P., Forecasting operating profitability with DuPont analysis Further evidence. **Review of Accounting and Finance**, Melbourne, v.13, p. 191-205, 2014.

BONDARENKO, T. *et al.* Analysis of the performance efficiency of the largest corporations in Russia. **Espacios**, Caracas, v. 39, n. 36, 2018.

BOONE, C.; VAN WITTELOOSTUIJN, A. Industrial organization and organizational ecology: The potentials for cross-fertilization. **Organization Studies**, Thousand Oaks, v. 16, n. 2, p. 265-298, 1995.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 23 jun. 2020.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999

BRITO, P. **Ambiente econômico global**. São Paulo: Atlas, 2004.

CARROLL, G. R. Concentration and specialization: Dynamics of niche width in populations of organizations. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 90, n. 6, p. 1262-1283, 1985.

CARROLL, G. R.; SWAMINATHAN, A. The organizational ecology of strategic groups in the American brewing industry from 1975 to 1990. **Industrial and Corporate Change**, Oxford, v. 1, n. 1, p. 65-97, 1992.

CAVES, R. E.; PORTER, M. E. From entry barriers to mobility barriers: Conjectural decisions and contrived deterrence to new competition. **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 91, n. 2, p. 241-262, may 1977.

CLEGG, S.; HARDY, C.; NORD, W. (org.). **Handbook de Estudos Organizacionais**. São Paulo: Atlas, 1998.

CLEMENTE, N. M.; GREENSPAN, S. D. **Winning at mergers and acquisitions**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 1998.

COOPER, C.; GREGORY, A. (ed.). **Advances in international mergers and acquisitions**. London: JAI Press, 2000.

COOPER, D. R; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

CORBARI, E. C.; HUPPES, C. M.; PACHECO, V. Processo de fusão e aquisição: um estudo dos aspectos contratuais e organizacionais. *In*: CONGRESSO INTERNACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO, 2007. Ponta Grossa. **Anais eletrônicos** [...]. Ponta Grossa: Admpg, 2007. Disponível em: <http://anteriores.admpg.com.br/2007/index.php?page=5&lang=1&sub=17>. Acesso em: 10 out. 2018.

CORDEIRO, R. A. Da rivalidade à parceria: análise financeira e estratégica do caso Sadia e Perdigão. **TPA-Teoria e Prática em Administração**, João Pessoa, v. 3, n. 1, p. 152-175, 2013.

CRESWELL, J. W.; POTTH, C. N. **Qualitative inquiry and research design: Choosing among five approaches**. Sage publications, 2016.

CUNHA, M. P., Ecologia organizacional: implicações para a gestão e algumas pistas para a superação de seu caráter anti-management. **Revista de Administração de Empresas (RAE)**, São Paulo, v. 39, n.4, p. 21-18, out./dez. 1999.

DALLA COSTA, A. J.; SOUZA-SANTOS, E.R. de. Brasil Foods: a fusão entre Perdigão e Sadia. **Revista Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 5, n. 2, 2009.

DONALDSON, L. **American anti-management theories of organization: a critique of paradigm proliferation**. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.

FLEURIET, M.; KEHDY, R.; BLANC, G. **O modelo Fleuriet, a dinâmica financeira das empresas brasileiras: um modelo de análise, orçamento e planejamento financeiro**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

FREEMAN, J.; HANNAN, M. T. Niche width and the dynamics of organizational populations. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 88, n. 6, p. 1116-1145, 1983.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas; 2002.

GITMAN, L.J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

HANNAN, M. T.; CARROLL, G. R. **Dynamics of organizational populations: density, legitimation, and competition**. Oxford: Oxford University Press, 1992.

HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. **Organizational ecology**. Massachusetts: Harvard University Press, 1993.

HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. The population ecology of organizations. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 82, n. 5, p. 929-964, 1977.

HANNAN, M. T.; FREEMAN, J. Structural inertia and organizational change. **American Sociological Review**, Washington, p. 149-164, 1984.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica: competitividade e globalização**. São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2005.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

JANSEN, I.P.; RAMNATH, S. E; YOHN, T. L. A diagnostic for earnings management using changes in asset turnover and profit margin, **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 29, n. 1, p. 221-251, 2012.

KROES, J. R.; MANIKAS, A. S. Cash flow management and manufacturing firm financial performance: a longitudinal perspective. **International Journal of Production Economics**, [Netherlands], v. 148, p. 37-50, 2014.

LIMA, C. H. P. *et al.* **Ecologia organizacional: muito além do ambiente da organização**. Belo Horizonte: Núcleo, 2009.

MARION, J. C. **Contabilidade Empresarial**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MARTA FILHO, J. *et al.* Fusões & Aquisições no Brasil: Vantagens e desvantagens para as empresas brasileiras. **Revista Científica UNAR**, Araras (SP), v. 12, n. 1, p. 68-76, 2016.

MARTELANC, R.; PASSIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação das empresas: um guia para fusões & aquisições e privaty**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MARTINS, I. H. L.; VIDAL, P. G.; RAGAZZI, P. G. Inovação de empresas em processo de fusão: um estudo das empresas de serviços e indústria. **Revista de Ciências da Administração**, Florianópolis, v. 16, n. 39, 2014.

MATIAS, A.B. (coord.). **Finanças corporativas de curto prazo: a gestão do valor do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 2006.

MINTZBERG, H; AHLSTRAND, B.; LAMPEL, J. **Safári de estratégia: um roteiro pela selva do planejamento estratégico**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

MOTTA, L. F. J. *et al.* Criação de valor em fusões e aquisições brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**, Belo Horizonte, v. 12, n. 4, p. 100-119, 2013.

PATROCÍNIO, M. R.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. **RAUSP**, São Paulo, v. 42, n. 2, jun. 2007.

PERDIGÃO. **Nossa história**. Videira, [2018]. Disponível em: <http://www.perdigao.com.br/conheca-a-perdigao/>. Acesso em: 28 nov. 2018.

PEREIRA, R. C. M.; ÁVILA, F. A. F.; VILAS BOAS, A. A. **Integração de cultura e objetivos nos processos de fusões e aquisições: o caso de uma empresa multinacional europeia do ramo de pneumáticos**. Seropédica: UFRRJ, 2006.

PINA E CUNHA, M.; CUNHA, J. V. da; KAMOCHE, K. Organizational improvisation: What, when, how and why. **International Journal of Management Reviews**, [London], v. 1, n. 3, p. 299-341, 1999.

PORTER, M. E. **Competição: estratégias competitivas essenciais**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

PORTER, M. E. **Estratégia Competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. 18. ed. São Paulo: Campus, 1986.

RAMOS, M. V. M. Utilizando o ciclo operacional para fazer o orçamento de caixa e calcular a necessidade de capital de giro. **Connexio Revista Científica da Escola de Gestão e Negócios**, Natal, v.1, n.1, 2011.

RASMUSSEN, U. W. **Aquisições: fusões & incorporações empresariais**. São Paulo: Aduaneiras, 1989.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

SADIA. **Nossa história**. Concórdia: Sadia, [2018]. Disponível em: <https://www.sadia.com.br/sadia>. Acesso em: 27 nov. 2018.

SÁ-SILVA, Jackson Ronie; ALMEIDA, Cristóvão Domingos de; GUINDANI, Joel Felipe. Pesquisa documental: pistas teóricas e metodológicas. **Revista Brasileira de História & Ciências Sociais**, Rio Grande, v. 1, n. 1, 2009.

SCHWEIGER, D.; VERY, P. Creating Value Through Merger and Acquisition Integration. *In: Advances in mergers and acquisitions*. Melbourne: Emerald Group Publishing, 2003. v. 2. p. 1-26.

SEBRAE. **Cartilha Tributação**. Brasília,DF: SEBRAE, 2012. Disponível em: <http://www.rpd.iroll.com.br/resources/Cartilha%20da%20tributa%C3%A7%C3%A3o.pdf>. Acesso em: 28 out. 2018.

SCHILLING, G. Working Capital's Role in Maintaining Corporate Liquidity. **TMA Journal**, v. 16, p. 4-7, 1996.

SOARES, F. M. **Fusões Aquisições: Modelando o Processo de Análise**. 2005. Dissertação (Mestrado em Engenharia Industrial) - Faculdade de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

SOLIMAN, M. T. The use of DuPont analysis by market participants. **The Accounting Review**, Buffalo, v. 83, n. 3, p. 823-853, May 2008.

STEINER, G.A. **Top Management Planning**. 1. ed. New York: Macmillan Publishing Co., Inc., 1969.

VAN WITTELOOSTUIJN, A.; BOONE, C.; VAN LIER, A. Toward a game theory of organizational ecology: Production adjustment costs and managerial growth preferences. **Strategic Organization**, [United Kingdom], v. 1, n. 3, p. 259-300, 2003.

VIEIRA, M. V. **Administração estratégica do capital de giro**. São Paulo: Atlas, 2005.

WOOD JUNIOR, T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e Aquisições no Brasil. **RAE Executivos**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 41-45, 2004.

YOUNG, R. C. Is population Ecology a useful paradigm for the study of Organizations? **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 94, n. 1, p. 1-24, jul. 1988.

ZOUAIN, D. M. *et al.* Gestão de Capital de Giro: contribuição para as micro e pequenas empresas no Brasil. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 45, n. 3, p. 863-884, 2011.