

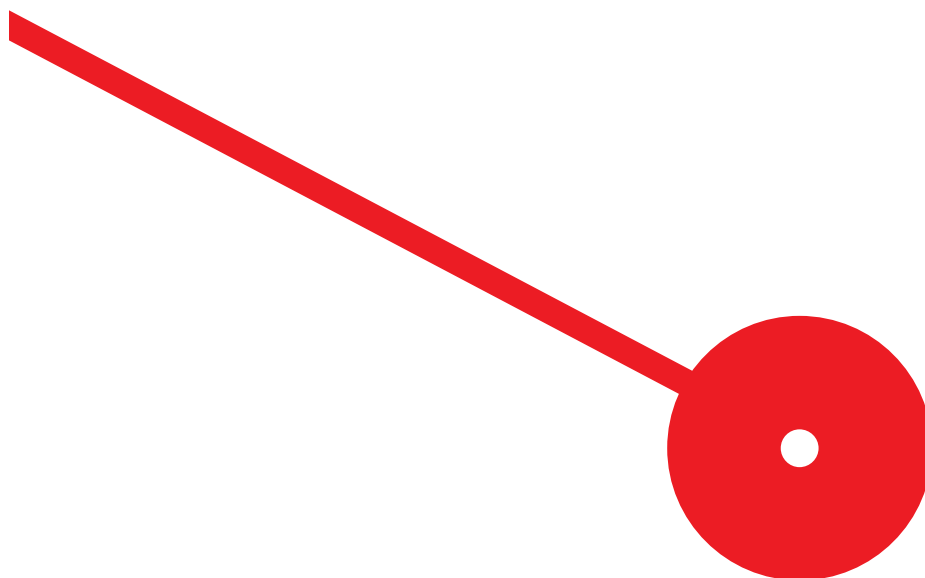


# REGULAÇÕES EM FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL:

## O acordo entre a BRF S.A. e o CADE

Anna Castro

10/2025

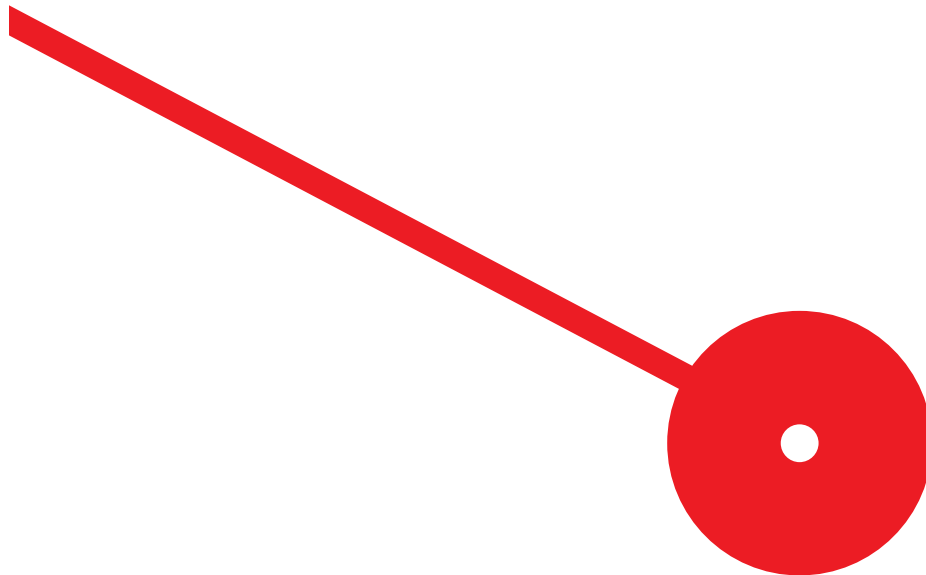




# Regulações em Fusões e Aquisições no Brasil: O acordo entre a BRF S.A. e o CADE

Anna Castro

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação do Professor Doutor Mário Queirós



## **Dedicatória**

Dedico este trabalho ao meu pai, em memória, o contabilista que me inspirou a exercer esta profissão desde que eu tinha cinco anos de idade. Onde quer que ele esteja, que consiga observar onde sua filha chegou ao seguir seus passos.

## **Agradecimentos**

Agradeço primeiramente à Deus por ter me dado saúde e força para continuar diante das dificuldades e adversidades que é frequentar uma graduação fora do seu país natal.

À minha mãe, especialmente, por ser a minha rocha, sempre com palavras de compreensão e incentivo ao longo de todo este percurso.

À minha família, por todo apoio que me deram para que eu saísse do Brasil e frequentasse este mestrado no ISCAP. Por estarem sempre presentes na minha vida, apesar da distância atual.

Aos meus colegas de turma e as amizades feitas ao longo do curso, que tornaram essa graduação um grande encontro de ideias, diálogos e cultura.

Ao ISCAP por abrir a porta a alunos de outras nacionalidades e os acolher da melhor forma possível.

Ao meu orientador, o professor doutor Mário Queirós, e à todos os professores que fizeram parte destes dois anos em que estive a frequentar este curso.

## **Resumo:**

As fusões e aquisições (F&A) são amplamente utilizadas como estratégia de expansão e consolidação empresarial, mas levantam questões críticas em termos de regulação e concorrência. O presente trabalho analisa a fusão entre Sadia e Perdigão, que originou a BRF S.A., uma das maiores empresas do setor agroalimentar brasileiro. O estudo cobre o período de 2009 a 2024 e combina indicadores econômico-financeiros com a análise das medidas impostas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Os resultados evidenciam que a fusão gerou ganhos iniciais de escala e eficiência, refletidos no aumento da rentabilidade e na valorização de mercado até 2015. Contudo, as restrições do CADE, somadas a crises externas e a falhas de governança, limitaram a sustentabilidade desses ganhos conduzindo a fortes prejuízos entre 2016 e 2018. A partir de 2019, observou-se uma recomposição gradual dos resultados, sustentada pela disciplina financeira, melhoria das margens e gestão mais eficiente do capital.

A análise permitiu concluir que a fusão Sadia–Perdigão trouxe vantagens estratégicas no curto prazo, mas não assegurou rentabilidade estável no longo prazo, sobretudo devido às restrições regulatórias e às crises subsequentes. Ainda assim, a recuperação entre 2019 e 2024 demonstra a consolidação de um novo ciclo de eficiência e governança, devido à capacidade de adaptação ao contexto de mercado.

Este caso evidencia a necessidade de equilibrar eficiência econômica, defesa da concorrência e proteção ao consumidor em operações de grande escala.

**Palavras chave:** Fusões e aquisições; BRF; CADE; análise econômico-financeira.

**Abstract:**

Mergers and acquisitions (M&A) are widely used as strategies for business expansion and consolidation, yet they raise critical issues regarding regulation and competition. This study examines the merger between Sadia and Perdigão, which led to the creation of BRF S.A., one of the largest companies in the Brazilian agrifood sector. The analysis covers the period from 2009 to 2024 and combines economic–financial indicators with an assessment of the measures imposed by the Administrative Council for Economic Defense (CADE).

The results show that the merger initially generated significant gains in scale and efficiency, reflected in increased profitability and market valuation up to 2015. However, CADE’s restrictions, combined with external crises and governance failures, limited the sustainability of these gains, leading to substantial losses between 2016 and 2018. From 2019 onwards, a gradual recovery was observed, supported by stronger financial discipline, improved margins, and more efficient capital management.

The analysis concludes that the Sadia–Perdigão merger provided short-term strategic benefits but failed to ensure long-term profitability, mainly due to regulatory constraints and subsequent crises. Nevertheless, the recovery between 2019 and 2024 demonstrates the consolidation of a new cycle of efficiency and governance, reflecting the company’s ability to adapt to changing market conditions.

This case highlights the importance of balancing economic efficiency, competition policy, and consumer protection in large-scale corporate operations.

**Key words:** Mergers and acquisitions; BRF; CADE; financial analysis.

## Índice geral

<b>Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo I – Fusões e Aquisições (F&amp;A).....</b>	<b>4</b>
<b>Capítulo II – Histórico da Criação da BRF SA (Fusão Sadia e Perdigão).....</b>	<b>10</b>
1    O Acordo com o CADE e suas Implicações .....	12
<b>Capítulo III – Metodologia .....</b>	<b>14</b>
2    Métodos de Análise de Dados .....	15
2.1    Rendibilidade dos Ativos (ROA) .....	15
2.2    Fluxo de Caixa Livre (FCF) .....	16
2.3    Rácios de Liquidez .....	16
2.4    Relação Valor de Mercado/Valor Contabilístico (M/B) .....	17
2.5    Crescimento da Receita e do Lucro.....	17
2.6    Rácio Price/Sales (P/S).....	18
3    Métodos de Análise de Mercado .....	18
<b>Capítulo IV – Resultados e Discussão.....</b>	<b>19</b>
4    Análises dos dados da BRF (2009 a 2024).....	20
4.1    Análise do ROA .....	20
4.2    Análise do Fluxo de Caixa Livre (FCF) .....	22
4.3    Análise da Liquidez.....	23
4.4    Análise da relação Valor de Mercado/Valor Contabilístico (M/B).....	25
4.5    Análise do Crescimento de Receita e Lucro.....	27
4.6    Análise Rácio Price/Sales (P/S).....	29
4.7    Análise Integrada dos Indicadores Financeiros .....	31
5    Efeitos do Acordo na Competitividade do Mercado .....	33
<b>Capítulo V – Conclusão.....</b>	<b>34</b>
<b>Referências bibliográficas.....</b>	<b>37</b>

## Índice de Figuras

<b>Figura 1 - ROA BRF S.A.</b> .....	21
<b>Figura 2 - FCF BRF S.A.</b> .....	23
<b>Figura 3 - LC x LR x LI BRF S.A.</b> .....	25
<b>Figura 4 - M/B BRF S.A.</b> .....	27
<b>Figura 5 - Crescimento da Receita vs. Crescimento do Lucro BRF S.A.</b> .....	29
<b>Figura 6 - P/S BRF S.A.</b> .....	31

## **Índice de Tabelas**

<b>Tabela 1- Comparativo Sadia e Perdigão (dados de 2008) .....</b>	<b>11</b>
<b>Tabela 2 - Produtos e Prazos de Suspensão de Venda .....</b>	<b>13</b>
<b>Tabela 3 - ROA BRF 2009-2024 .....</b>	<b>20</b>
<b>Tabela 4 - FCF BRF 2009-2024 .....</b>	<b>22</b>
<b>Tabela 5 – Indicadores de Liquidez BRF 2009-2024 .....</b>	<b>24</b>
<b>Tabela 6 - Rácio M/B BRF 2009-2024 .....</b>	<b>26</b>
<b>Tabela 7 - Crescimento da Receita e do Lucro BRF 2009-2024 .....</b>	<b>28</b>
<b>Tabela 8 -Rácio P/S BRF 2009-2024 .....</b>	<b>30</b>

## Lista de abreviaturas

---

### **B**

BRF · *BRF S.A.*

---

### **C**

CADE · *Conselho Administrativo de Defesa Económica*

CAPEX · *Despesas de Capital*

CVM · *Comissão de Valores Mobiliários*

---

### **E**

EUA · *Estados Unidos da América*

---

### **F**

F&A · *Fusões e Aquisições*

FCF · *Fluxo de Caixa Livre / Free Cash Flow*

---

### **L**

LC · *Liquidez corrente*

LI · *Liquidez imediata*

LR · *Liquidez Reduzida*

---

### **M**

M/B · *Valor de Mercado/Valor Contabilístico / Market-to-Book*

---

### **P**

P/S · *Rácio Price/Sales*

---

***R***

ROA · *Retorno sobre os Ativos*

---

***T***

TFUE · *Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia*

---

***U***

UE · *União Europeia*



As fusões e aquisições (F&A) atualmente são um dos instrumentos mais utilizados pelas empresas para expandir a sua atuação, ganhar escala e reforçar a sua competitividade em mercados nacionais e internacionais. Estas operações podem gerar importantes sinergias, seja através da redução de custos, do aumento da eficiência produtiva ou da expansão de portfólios de produtos, mas também levantam preocupações no campo da política de concorrência, uma vez que podem reduzir a rivalidade no mercado e gerar riscos de abuso de poder económico (Ashenfelter, Hosken, et al., 2014; Keenan et al., 2023; Swaminathan et al., 2008).

No caso brasileiro, um dos exemplos mais emblemáticos é a fusão entre Sadia e Perdigão, anunciada em 2009, que resultou na criação da BRF S.A.(BRF). A operação representou não apenas a junção de duas das maiores empresas do setor agroalimentar, mas também a consolidação de um grupo com grande projeção internacional, presente em diversos países e responsável por uma parte significativa da produção mundial de proteína animal. Ao mesmo tempo, a fusão levantou preocupações concorrenciais relevantes, tendo em conta que ambas as empresas eram líderes em diversos segmentos do mercado brasileiro de alimentos (Dalla et al., 2009).

A atuação do Conselho Administrativo de Defesa Económica (CADE) foi decisiva neste processo. Para aprovar a fusão, o órgão impôs medidas corretivas que incluíram a suspensão temporária da comercialização de produtos estratégicos da marca Perdigão em categorias como presunto, pernil, linguiça, lasanhas e pizzas. O objetivo era mitigar os riscos de concentração excessiva e preservar a concorrência efetiva no setor (C. E. J. Ragazzo, 2011). Tais medidas, de caráter inédito na sua extensão, não apenas condicionaram a performance económico-financeira da BRF, como também tiveram impactos na dinâmica competitiva do mercado, abrindo espaço para a ascensão de concorrentes. (Exame, 2015; Repórter Brasil, 2015)

O presente estudo tem como objetivo analisar os efeitos da fusão Sadia–Perdigão a partir de uma abordagem integrada, combinando indicadores económico-financeiros com a análise concorrencial. Do ponto de vista quantitativo, serão explorados indicadores como a rentabilidade dos ativos (ROA), o fluxo de caixa livre (Free Cash Flow - FCF), os rácios de liquidez, o rácio valor de mercado/valor contabilístico (Market-to-Book - M/B) e o crescimento das receitas e do lucro e o rácio valor de mercado/valor das vendas (Price/Sales

– P/S), no período de 2009 a 2024. Do ponto de vista qualitativo, serão examinadas as medidas regulatórias do CADE e os seus efeitos sobre a competitividade do mercado.

Ao associar estas duas dimensões, procura-se compreender em que medida a fusão efetivamente gerou valor para a empresa e para os seus acionistas e quais foram os impactos sobre a estrutura concorrencial do setor. Para além disso, este estudo pretende contribuir para a reflexão académica sobre o papel das autoridades de defesa da concorrência.

Por fim, a dissertação organiza-se em cinco capítulos principais. O Capítulo I apresenta o enquadramento teórico e a revisão da literatura sobre fusões, aquisições e política de concorrência. O Capítulo II contextualiza historicamente a fusão entre Sadia e Perdigão, destacando os seus antecedentes e as medidas regulatórias do CADE. O Capítulo III descreve a metodologia utilizada, detalhando os indicadores económico-financeiros e os critérios de análise concorrencial adotados. O Capítulo IV apresenta a análise empírica, estruturada em dois eixos: desempenho económico-financeiro e efeitos concorrenciais. Por fim, o Capítulo V reúne as conclusões, contribuições da investigação, limitações do estudo e sugestões para investigações futuras.

## **CAPÍTULO I – FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A)**

---

Nos últimos anos, o mercado financeiro mundial abrandou em consequência das crises no ambiente económico. Com a recuperação gradual da economia global a gerar muitas incertezas e desafios pela frente, o mercado das F&A introduziu uma "idade de ouro" – época em que as empresas têm maiores oportunidades de obter elevados retornos e até de acelerar o crescimento por meio de transações (Zhao et al., 2025). Por conseguinte, as empresas só conseguem sobreviver à concorrência do mercado se desenvolverem e melhorarem constantemente a sua competitividade numa situação de rápido desenvolvimento económico, sendo assim, as F&A são uma opção estratégica popular para expansão das empresas e aquisição de novos recursos (Swaminathan et al., 2008).

As F&A possibilitam melhorar a situação a longo prazo das empresas fundidas e adquiridas, trazendo novos recursos quando o modelo de negócio existente atinge um ponto de estrangulamento. Wu et al. (2024) afirma que as F&A não só ajudam a melhorar a afetação da dívida e do capital próprio, como também aumentam o efeito de alavancagem financeira da empresa, aumentando assim a sua capacidade de reembolso da dívida e a sua estabilidade financeira. O autor ainda observa que, através das F&A, as empresas podem obter economias de escala e de gama, aumentando a eficiência operacional e a rentabilidade, o que reduz ainda mais o risco de incumprimento da dívida.

Wang et al. (2023) reforçaram ainda mais esta perspetiva ao demonstrar que as empresas que sofrem de imparidade do *goodwill* podem melhorar a sua eficiência de investimento e apresentar melhorias notáveis no desempenho das atividades subsequentes da F&A.

Ince (2024) vê as F&A como uma forma de diluir encargos regulamentares aos quais as empresas estão expostas. De acordo com o autor, tais encargos aumentam a carga de custos das empresas, independentemente do facto de as suas vendas aumentarem ou diminuírem. Sendo assim, uma abordagem para conseguir diminuir este custo é a fusão ou aquisição de empresas expostas a regulamentações semelhantes, uma vez que o ato não deve resultar em despesas regulamentares adicionais substanciais para a empresa.

As F&A também são os meios mais difundidos de reestruturação empresarial ou de consolidação de empresas e podem reforçar a competitividade de uma empresa no mercado e a sua posição estratégica, através do aumento da quota de mercado e da aquisição de novas tecnologias ou recursos (Ashenfelter, Hosken, et al., 2014; Hossain, 2021; Wu et al., 2024).

De um modo geral, as grandes empresas, com base nas suas fortes vantagens em termos de capital e de recursos, tendem a realizar fusões horizontais em grande escala para alcançar estratégias de diversificação e produzir efeitos económicos de enorme escala, enquanto as empresas de pequena dimensão podem estar mais inclinadas a implementar a transformação estratégica ou a expansão do mercado através de aquisições verticais (Brooks et al., 2018).

Uma má decisão de investimento pode resultar em perdas maciças e mesmo constituir uma ameaça fatal para a sobrevivência da empresa. Vários estudos apontaram o risco generalizado de insucesso nas fusões e observaram que a rentabilidade de algumas empresas continua a diminuir nos anos seguintes à conclusão da aquisição (Dyer et al., 2004; Ma et al., 2011). Sendo assim, ao avaliarem o valor potencial e o risco de uma transação de F&A, as empresas e os investidores devem ter em conta os principais indicadores que podem medir as oportunidades de crescimento do negócio.

Neste sentido, o crescimento das receitas e o crescimento das vendas podem refletir diretamente a procura do mercado e a competitividade do produto ou serviço da empresa (Caprio et al., 2011). Um desempenho de crescimento significativo implica frequentemente que uma empresa tem uma posição sólida e um enorme potencial de crescimento, aumentando assim a atratividade das aquisições (Baxamusa et al., 2021).

O rácio valor de mercado/valor contabilístico (M/B) também pode ser usado para representar as oportunidades de crescimento e a rentabilidade das empresas. Um rácio M/B extremamente elevado ou baixo pode colocar obstáculos às atividades de F&A devido aos seus efeitos contraditórios na confiança do mercado e nas considerações de custos (Chen et al., 2019).

Outro indicador-chave que pode medir a saúde financeira de uma empresa é o rácio de tesouraria (rácio de liquidez), ou seja, o rácio entre caixa, equivalentes de caixa, e ativo corrente realizável a curto prazo e o total do passivo corrente (Breuer et al., 2012). Um alto rácio de tesouraria adequado geralmente implica que uma empresa tem fortes capacidades de pagamento e financiamento, o que tem um efeito notável na ocorrência de F&A (Chira & Madura, 2015).

Da mesma forma, a abundância de fluxo de caixa livre (FCF), que reflete a liquidez dos ativos corporativos, é um dos principais pontos a considerar ao tomar decisões de fusão, pois determina diretamente a escala de capital disponível para atividades de F&A,

aumentando a capacidade da empresa de realizar negócios em grande escala (Elnahas & Kim, 2017). No entanto, um FCF excessivo pode levar a gestão a adotar estratégias conservadoras e a perder potenciais oportunidades, o que pode levar o mercado a questionar a eficiência da alocação de capital das empresas, inibindo indiretamente a atividade do mercado de F&A (Srinivasan, 2020).

Outra variável que pode ser usada para medir o desempenho da empresa com base na contabilidade é o ROA, um dos indicadores mais utilizados para avaliar a rentabilidade nas atividades de F&A. Um alto ROA significa que uma empresa é capaz de utilizar efetivamente seus ativos para gerar receita, o que reflete diretamente seu potencial de ganho e eficiência na gestão de ativos (Anderson et al., 2017). Dessa forma, as empresas com ROA elevado são, em geral, mais suscetíveis de serem alvos de atividades de F&A, uma vez que se considera que proporcionam retornos mais elevados e fluxos de caixa estáveis (Chira & Madura, 2015).

Tendo em conta estes e outros indicadores, alguns investigadores procuraram estudar os resultados económicos das atividades de F&A. Ma et al. (2011) basearam seus cálculos no indicador M/B adaptado para o estudo. Os autores utilizam uma amostra extraída da base de dados da Securities Data Corporation (SDC), com 1077 transações e, por fim, concluíram que o valor intrínseco das empresas objeto de fusão diminui, em média, nos três anos seguintes à conclusão do negócio.

Dyer et al. (2004) observaram, num estudo qualitativo que envolve F&A e alianças formadas entre grandes empresas globais como Coca-cola e P&G, que a maioria das F&A não conseguem criar valor, e podem gerar uma perda de riqueza nos cinco anos seguintes a sua concretização.

Já Swaminathan et al. (2008) afirmam que a criação de valor ocorre se o motivo da fusão estiver bem definido. Os investigadores criaram um modelo próprio para analisar uma amostra de 206 F&A divulgadas publicamente em três sectores (eletrónica, produtos químicos e produtos alimentares) retirada da base de dados Worldwide Mergers & Acquisitions da Thomson Financial Securities Data. A conclusão do estudo foi de que a fusão não horizontal pode revelar-se mais vantajosa quando a diversificação é o principal objetivo, enquanto, a fusão horizontal, pode criar valor quando o objetivo é a consolidação, com alinhamento da ênfase estratégica, particularmente em indústrias dinâmicas e em crescimento.

Nesse sentido, de acordo com Muehlfeld et al. (2011), desde meados da década de 1980 tem havido um aumento do número e do valor das transações de F&A em todos os sectores do setor alimentar. Keenan et al. (2023) avalia, a partir de seu estudo com de uma amostra de 4449 operações de F&A do setor alimentar ao longo de 2001-2020, que essas operações permitem às empresas melhorar o desempenho financeiro ao mesmo tempo que expandem a sua quota de mercado e a sua influência sobre o sistema alimentar. Estes autores afirmam que a grande maioria dessas atividades possuem como característica principal o viés horizontal e em segundo lugar o enviesamento nacional.

Esta concentração a vários níveis reduz o poder de negociação das empresas mais pequenas e cria desafios para a política de concorrência e regulamentação destinadas a garantir a qualidade e a segurança dos alimentos (Viaene & Gellynck, 1995). Já que embora as F&A sejam eventos significativos para ambas as partes envolvidas no negócio, também geram impacto nas empresas concorrentes, uma vez que remodelam as estruturas e fronteiras do setor e reequilibram os poderes de negociação relativos dentro dos mesmos (Derrien et al., 2021).

Por conta deste impacto, as atividades de F&A são muitas vezes supervisionadas por entidades governamentais. Alcalde e Powell (2022) comentam que, no sentido da ação dos governos, em geral, estes tendem a agir com nacionalismo económico e exprimem a necessidade de proteger os interesses nacionais frente aos estrangeiros. Além disso, de acordo com os investigadores, os governos podem intervir, invocando o não cumprimento de determinadas formalidades ou requisitos administrativos, assim como podem implementar barreiras legislativas através de leis ou regulamentos que inviabilizem o negócio proposto.

O Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), por exemplo, estabelece, em seus artigos 101.º e 102.º, as principais regras de concorrência aplicáveis no espaço da UE. Em conjunto, estes artigos procuram impedir comportamentos empresariais que limitem a concorrência e garantem que o mercado europeu opere de forma aberta, equilibrada e favorável aos consumidores (Oppermann & Chmeis, 2017).

Nos EUA, de acordo com Ashenfelter, Hosken, et al. (2014), a aprovação do Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act introduziu a obrigação de notificação prévia e revisão prospetiva, permitindo às autoridades analisar operações de F&A antes da sua consumação e melhorando a eficácia da fiscalização. Além disso, os autores afirmam que, a simples verificação de aumento de concentração deixou de ser suficiente para que uma F&A

seja bloqueada, o bloqueio só deve se cogitado se houver probabilidade razoável de prejuízo concorrencial.

Nos mesmos moldes, no Brasil, as F&A possuem envolvimento ativo do CADE de modo a limitar qualquer forma de dominação de mercado, que possa ser caracterizado como abuso de poder económico (Mendonça & Ivo, 2020).

## **CAPÍTULO II – HISTÓRICO DA CRIAÇÃO DA BRF SA (FUSÃO SADI E PERDIGÃO)**

---

A Sadia e a Perdigão, foram duas das mais relevantes empresas do setor alimentar brasileiro. A Sadia foi fundada em 1944, no município de Concórdia, sendo o seu nome formado pelas iniciais “SA” (Sociedade Anónima) e pelas últimas letras de “Concórdia”. A Perdigão, por sua vez, foi criada em 1934, na cidade de Videira, pelas famílias Brandalise e Ponzoni, permanecendo sob o controlo da primeira até 1994, quando foi adquirida por um consórcio brasileiro de fundos de pensões.

Ambas as empresas se expandiram para o mercado internacional e estiveram envolvidas numa intensa disputa pela liderança em diversos segmentos do setor alimentar. Tentativas de associação ocorreram em 1999, 2002 e 2006, mas todas fracassaram, quer por divergências estratégicas, quer por percepções de ofertas hostis (Luz et al., 2020).

A crise financeira global de 2008, originada no mercado imobiliário e bancário norte-americano, teve impacto decisivo sobre a trajetória destas empresas (Tabela 1). De acordo com Romano & Almeida (2015), a Sadia vinha adotando uma estratégia de alavancagem financeira significativa, para além da cobertura de risco operacional e registou perdas substanciais de cerca de R\$ 2,5 mil milhões. Em contraste, Dalla et al. (2009) argumentam que, a Perdigão apresentava resultados positivos sustentados pelo crescimento das vendas e pela solidez no mercado real. Esta disparidade de desempenho tornou a Sadia vulnerável e culminou na fusão anunciada em 19 de maio de 2009, que deu origem à Brasil Foods que posteriormente passou a chamar-se BRF SA.

**Tabela 1- Comparativo Sadia e Perdigão (dados de 2008)**

Dados	Sadia	Perdigão
Receita Líquida	R\$10,7 bi	R\$11,4 bi
Lucro/Prejuízo	R\$-2,5 bi	R\$54 mi
Exportação	R\$5,6 bi	R\$5,1 bi
Funcionários	60.580	59.008
Linha de produtos	700	2.500
Investimento	R\$1.815 mi	R\$2.404 mi
Faturamento líquido por funcionário (em R\$ mil)	177	155,5
Plantas Industriais	18	46
Fundação	1944 em Concórdia - SC	1934 em Videira - SC
Produtos/Segmentos	Industrializados congelados, resfriados, massas prontas, margarinas e doces	Industrializados congelados de carne, lácteos, massas prontas e vegetais congelados

Fonte: Retirado de Dalla et al. (2009)

De acordo com a perspectiva de alguns autores, esse tipo de fusão – horizontal – seria proveitosa para as empresas envolvidas (Carroll, 1985; Swaminathan et al., 2008). A disputa em curso na época, seria revertida em sinergias traduzindo-se em vantagens competitivas.

Por se tratar de empresas com presença consolidada no mercado, a BRF optou por preservar a identidade das marcas. Assim, produtos já consolidados no mercado continuariam a ser fornecidos aos clientes, e a concorrência entre as duas marcas passaria a ser gerenciada pela empresa de modo a destacar e alavancar produtos similares em função da maior margem de contribuição (Luz et al., 2020).

A associação entre as duas empresas foi considerada uma das mais significativas do Brasil, pois deu origem a uma empresa líder no comércio internacional de proteína animal (Justino et al., 2011). Porém, também trouxe à tona uma série de questões, e gerou opiniões divergentes especialmente em relação à preservação da concorrência de mercado.

De acordo com Dalla et al. (2009), defensores destacaram as sinergias operacionais, a redução de custos e a possibilidade de oferecer produtos de melhor qualidade a preços mais baixos, alegando que a natureza do mercado e a presença de outros competidores impediriam a imposição unilateral de preços.

Já os críticos, que incluíram entidades de defesa do consumidor, advertiram para o risco de concentração excessiva, potencial aumento de preços e redução da diversidade de produtos. Recordaram casos anteriores, como a fusão da Brahma com a Antártica (Ambev S.A.), onde o poder de mercado resultante teria sido usado para excluir concorrentes menores. E ainda levantaram questões sobre a igualdade de critérios na avaliação de fusões, relembrando o veto do CADE à aquisição da Garoto pela Nestlé (Agência Estado, 2011).

Sendo assim, iniciou-se um processo no CADE para considerar aspectos importantes em relação a essa fusão. Sendo esses: (i) havia possibilidade de outras empresas do mesmo setor entrarem no mercado brasileiro e oferecerem concorrência significativa à empresa em questão; (ii) existiam outras empresas no mercado com condições de elevar a oferta de produtos para rivalizar à nova empresa; e (iii) se a importação de produtos semelhantes e similares aos da nova empresa era uma alternativa possível viável em caso de aumento dos preços (Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2016).

## **1 O Acordo com o CADE e suas Implicações**

O processo de aprovação da fusão realizado pelo CADE foi iniciado em 2009 e concluído em 2011. Foi marcado por dois momentos: (1) o voto do relator contrário à fusão; e (2) o acordo final fechado entre a empresa e o CADE para a aprovação da fusão (Romano & Almeida, 2015).

Em seu voto o relator argumentou que não se pode aprovar uma fusão ou aquisição que traga prejuízo real aos consumidores, mesmo que a operação possa fortalecer uma empresa nacional ou aumentar as exportações. Para ele, o bem-estar do consumidor deve estar sempre acima de qualquer outro interesse económico. (C. E. J. Ragazzo, 2011)

Com a decisão do relator tomada, uma série de reuniões foram realizadas com os demais conselheiros do órgão de modo a chegar em um acordo que pudesse reverter a decisão (Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2011). Tal acordo previa a suspensão da venda de produtos da marca Perdigão no mercado brasileiro, pelo período de três, quatro ou cinco anos, a depender do tipo de produto (Figura 1) e a obrigação por parte da BRF de alienação de cadeias completas de fabrico (Amato, 2011).

**Tabela 2 - Produtos e Prazos de Suspensão de Venda**

Produto	Prazo de suspensão de venda				
	1 ano	2 anos	3 anos	4 anos	5 anos
Pernil			3 anos		
Presunto			3 anos		
Tender			3 anos		
Linguiça			3 anos		
Paio			3 anos		
Salames				4 anos	
Lasanha					5 anos
Pizzas					5 anos
Kibes e almôndegas					5 anos
Frios saudáveis					5 anos

Fonte: Adaptado de Amato (2011)

Este foi considerado o maior caso da história do CADE até então, o acordo foi a maior intervenção estrutural já estabelecida pelo órgão regulador da concorrência e focou em ações para o mercado interno, e proteção ao consumidor, de modo a preservar as possibilidades de exportações da empresa (Agência Estado, 2011).

No capítulo a seguir estabelecerei alguns critérios para análise de desempenho da empresa durante todo o período percorrido do início da fusão a reinserção dos produtos no mercado e após o mesmo.



A metodologia adotada para a análise da fusão entre Sadia e Perdigão, que deu origem à BRF, assenta numa abordagem mista, combinando elementos quantitativos e qualitativos, de modo a captar tanto os efeitos económico-financeiros como os impactos concorrenciais e regulatórios da operação.

A análise quantitativa baseia-se na aplicação de indicadores clássicos utilizados em estudos F&A, e mencionados no capítulo um deste trabalho. Nomeadamente o ROA, o FCF, os rácios de liquidez, a relação valor de mercado/valor contabilístico (M/B), bem como o crescimento da receita e do lucro e, por fim, a relação entre as vendas e o valor de mercado através do rácio Price/Sales (P/S).

A investigação inclui ainda a análise dos efeitos da fusão sobre o mercado e os consumidores, com especial enfoque na evolução de preços, na diversidade de produtos e no acesso dos consumidores a alternativas.

O período estabelecido para análise corresponde aos anos de 2009 a 2024. Esse período engloba os três primeiros anos após a fusão, os quais a empresa aguardava o resultado do processo junto ao CADE; os cinco anos em que determinados produtos estiveram fora do mercado brasileiro; e os anos que se seguiram após o cumprimento destes prazos.

Os dados utilizados foram extraídos dos relatórios e demonstrações financeiras da BRF SA disponíveis na plataforma da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

## **2 Métodos de Análise de Dados**

A análise dos dados da empresa, como indicado, será desenvolvida a partir da aplicação de indicadores económico-financeiros clássicos. Estes indicadores permitem verificar a evolução do desempenho da empresa em três fases distintas: período inicial da fusão, fase de restrições impostas pelo CADE e etapa posterior à reinserção plena dos produtos no mercado.

### **2.1 Rendibilidade dos Ativos (ROA)**

A rendibilidade dos ativos mede a capacidade da empresa em gerar lucros a partir dos recursos totais investidos. É obtida pela razão entre o lucro líquido e os ativos totais médios da empresa, conforme a seguinte expressão:

$$ROA = \frac{\textit{Lucro Líquido}}{\textit{Ativos Totais Médios}} \times 100 \quad (1)$$

Este indicador é relevante para avaliar a eficiência operacional e a utilização dos ativos antes e depois da fusão.

## 2.2 Fluxo de Caixa Livre (FCF)

O fluxo de caixa livre corresponde à liquidez gerada após o pagamento das despesas operacionais e dos investimentos em capital. É calculado pela diferença entre o fluxo de caixa operacional e as despesas de capital:

$$FCL = \textit{Fluxo de Caixa Operacional} - \textit{Despesas de Capital} \quad (2)$$

A análise do FCF permite observar se as sinergias advindas da fusão se traduziram em geração efetiva de caixa para financiar operações e reduzir endividamento.

## 2.3 Rácios de Liquidez

Os rácios de liquidez avaliam a capacidade de a empresa satisfazer as suas obrigações de curto prazo:

Liquidez Corrente (LC) ou Liquidez Geral:

$$LC = \frac{\textit{Ativo Corrente}}{\textit{Passivo Corrente}} \quad (3)$$

É o indicador mais abrangente de liquidez. Valores acima de 1 sugerem que a empresa tem recursos suficientes para cobrir as suas obrigações de curto prazo, embora valores muito elevados possam indicar fundo de maneo excessivamente folgado.

Liquidez Reduzida (LR):

$$LR = \frac{\textit{activo corrente} - \textit{inventários}}{\textit{passivo corrente}} \quad (4)$$

A LR é considerada um indicador mais conservador que a LC, uma vez que os inventários podem não ser facilmente convertidos em caixa. Valores próximos ou superiores

a 1 indicam boa capacidade de pagamento imediato, mesmo sem depender da venda dos mesmos.

Liquidez Imediata (LI):

$$LI = \frac{\text{Disponibilidades(Caixa + Equivalentes)}}{\text{Passivo Corrente}} \quad (5)$$

É o indicador mais restritivo. Valores muito próximos de 1 sugerem excesso de caixa, enquanto valores demasiado baixos podem sinalizar risco de liquidez. O ideal é gerir uma utilização eficiente dos recursos com algum caixa disponível.

## 2.4 Relação Valor de Mercado/Valor Contabilístico (M/B)

O rácio M/B compara a avaliação do mercado com o valor contabilístico da empresa. É obtido pela seguinte fórmula:

$$\frac{M}{B} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações (Market Cap)}}{\text{Valor Contabilístico dos Capitais Próprios}} \quad (6)$$

Onde,

$$\text{Valor de Mercado das Ações} = \text{Número de Ações} \times \text{Preço da Ação no Mercado} \quad (7)$$

Um valor M/B superior a 1 reflete a perceção positiva do mercado relativamente ao crescimento e à eficiência futura da empresa.

## 2.5 Crescimento da Receita e do Lucro

O crescimento da receita e do lucro é medido pela variação percentual das vendas e serviços prestados em determinado ao período em relação ao seu anterior:

$$\text{Crescimento} = \frac{\text{Valor Atual} - \text{Valor Anterior}}{\text{Valor Anterior}} \times 100 \quad (8)$$

Este indicador permite avaliar em que medida a fusão contribuiu para a expansão do mercado e para a recuperação do desempenho comercial após a suspensão temporária de produtos.

## 2.6 Rácio Price/Sales (P/S)

O rácio Price-to-Sales (P/S) compara o valor de mercado com as vendas líquidas anuais:

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Valor de Mercado (Market Cap)}}{\text{Receita de Vendas Líquidas}}$$

(9)

Um rácio P/S superior a unidade pode significar uma perceção de crescimento e eficiência futura da empresa, o que leva ao mercado valorizar a empresa acima da sua receita.

## 3 Métodos de Análise de Mercado

Será feita uma análise qualitativa a partir de fatos e notícias da época que abordam o setor econômico da indústria em discussão. Terá como objetivo verificar a estrutura de mercado, evolução dos preços médios e o impacto da suspensão temporária de produtos imposta pelo CADE na diversidade da oferta disponível ao consumidor.

## **CAPÍTULO IV – RESULTADOS E DISCUSSÃO**

---

A partir dos dados retirados dos relatórios de administração da BRF, foi possível realizar os cálculos para apurar os valores dos indicadores econômico-financeiros selecionados para avaliação. Neste capítulo irei apresentar os resultados e discuti-los.

## 4 Análises dos dados da BRF (2009 a 2024)

### 4.1 Análise do ROA

Entre 2009 e 2011, período que corresponde à fase pré-fusão consolidada, a BRF apresentou um ROA estável, situado entre 4% e 4,7% (Tabela 3). Este desempenho refletia uma rentabilidade moderada sobre os ativos, sinalizando uma gestão adequada, ainda que sem grandes ganhos de eficiência.

Nos anos seguintes, observou-se uma queda significativa de 2,9% em 2012 e 1,5% em 2013. Esses números refletiam os custos de integração da fusão e também as restrições impostas pelo CADE, que pressionaram as margens e limitaram a capacidade de gerar lucro.

**Tabela 3 - ROA BRF 2009-2024**

Ano	Lucro Líquido (R\$ mil)	Ativos Totais (R\$ mil)	Ativos Médios (R\$ mil)	ROA (%)
2009	1 204 567,00	25 280 893,00	25 280 893,00	4,76
2010	1 136 512,00	27 312 741,00	26 296 817,00	4,32
2011	1 260 884,00	29 684 282,00	28 498 511,50	4,42
2012	879 942,00	31 580 276,00	30 632 279,00	2,87
2013	482 000,00	33 991 422,00	32 785 849,00	1,47
2014	2 240 000,00	36 458 218,00	35 224 820,00	6,36
2015	2 445 000,00	38 975 266,00	37 716 742,00	6,48
2016	-372 000,00	41 231 809,00	40 103 537,50	-0,93
2017	-1 099 000,00	42 998 216,00	42 115 012,50	-2,61
2018	-4 466 000,00	44 671 335,00	43 834 775,50	-10,19
2019	1 218 000,00	46 923 118,00	45 797 226,50	2,66
2020	1 390 069,00	49 664 906,00	48 294 012,00	2,88
2021	582 591,00	55 903 387,00	52 784 147,00	1,10
2022	823 242,00	57 854 447,00	56 878 917,00	1,45
2023	1 466 892,00	57 272 090,00	57 563 269,00	2,55
2024	2 074 553,00	62 675 076,00	59 973 583,00	3,46

Fonte: Criado pelo autor. Dados: BRF S.A. (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025).

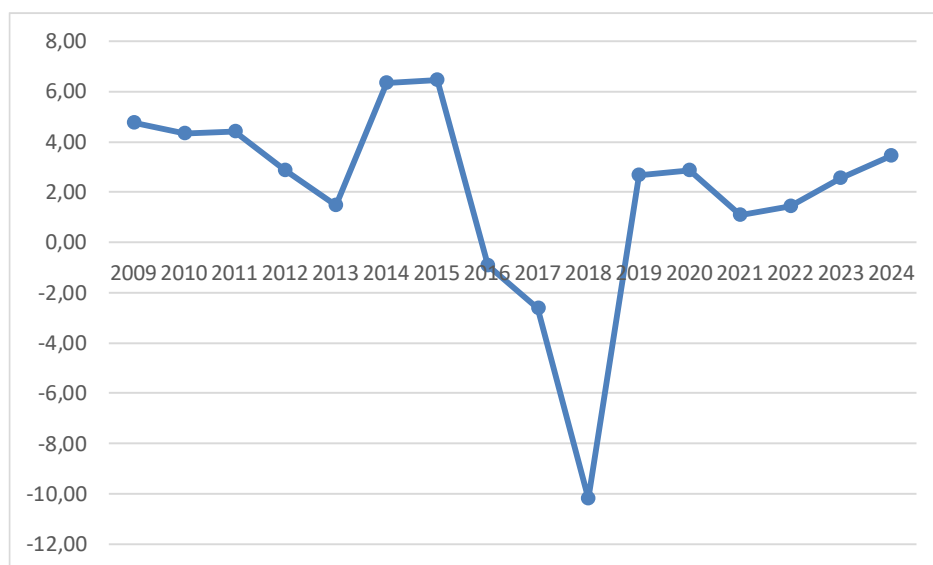
Já o período de 2014 a 2015 representou o auge da eficiência, com o ROA a ultrapassar 6%, o valor mais elevado da série. Tal desempenho refletiu a reorganização pós-

fusão, o ganho de escala produtiva e a recuperação de mercados, materializando as sinergias positivas que a operação prometia gerar.

Essa fase, no entanto, não durou muito. Entre 2016 e 2018, a BRF enfrentou uma sucessão de crises: a Operação Carne Fraca, embargos internacionais, custos elevados de milho e soja e até perdas contábeis com imparidades (BRF S.A., 2017, 2018, 2019). O resultado foi um ROA negativo, que atingiu -10,2% em 2018 (Figura 1). Os ativos continuaram a crescer, mas deixaram de gerar retorno, transformando-se em fonte de prejuízo.

Em 2019, a empresa começou a recuperar, ainda que timidamente. O ROA voltou a valores positivos, com 2,7%, um resultado inferior ao do período pré-crise, mas que marcou a inversão da tendência negativa e sinalizou o início de uma nova fase de reorganização operacional.

**Figura 1 - ROA BRF S.A.**



Fonte: Criado pelo autor.

Entre 2020 e 2024, observa-se uma trajetória de consolidação: o indicador sobe gradualmente de 2,88% para 3,46%, refletindo a recomposição de margens, o aumento da produtividade e a racionalização de ativos. O desempenho recente também demonstra uma maior estabilidade operacional, apoiada em programas de eficiência e gestão de portfólio implementados após 2020.

Este percurso reforça que a fusão trouxe ganhos estruturais de eficiência, mas que a rentabilidade de longo prazo dependeu, sobretudo, da capacidade da empresa em recompor margens e adaptar-se a choques externos e regulatórios.

## 4.2 Análise do Fluxo de Caixa Livre (FCF)

No período imediatamente posterior à fusão, entre 2009 e 2011, o fluxo de caixa livre da BRF manteve-se acima de R\$ 1,2 mil milhões por ano, com crescimento consistente. Esse desempenho revelou uma geração robusta de caixa, mesmo num contexto de fortes investimentos em despesas de capital (CAPEX), demonstrando que a fusão conferiu à empresa capacidade de financiar internamente a sua expansão (Tabela 4).

Entre 2012 e 2013, durante a fase de ajustes e restrições regulatórias, o FCF estabilizou em torno de R\$ 1,4 mil milhões. Apesar da queda do lucro líquido nesse período, a empresa conseguiu sustentar a geração de caixa, sinal claro de que o negócio central permanecia sólido e resiliente.

Nos anos de 2014 e 2015, registou-se o auge da eficiência, com o FCF a atingir o pico de R\$ 1,6 mil milhões em 2015. As sinergias da fusão e os ganhos de escala resultaram numa maior folga de caixa, tornando este o período mais favorável em termos de liquidez operacional.

**Tabela 4 - FCF BRF 2009-2024**

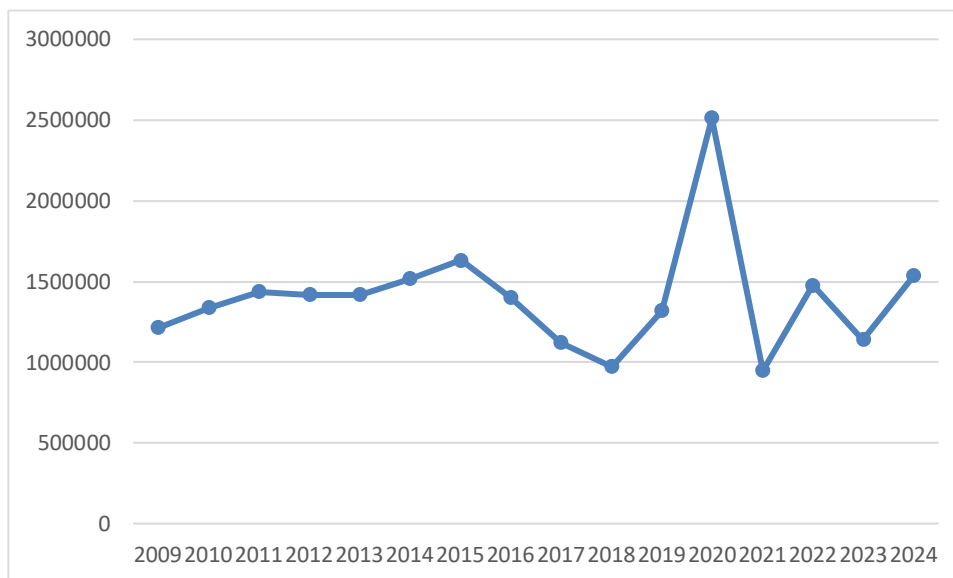
Ano	FCO (R\$ mil)	CAPEX (R\$ mil)	FCF (R\$ mil)
2009	2 458 326,00	1 245 713,00	1 212 613,00
2010	2 672 114,00	1 332 451,00	1 339 663,00
2011	2 981 620,00	1 546 873,00	1 434 747,00
2012	3 102 884,00	1 682 902,00	1 419 982,00
2013	3 214 556,00	1 794 315,00	1 420 241,00
2014	3 451 782,00	1 932 228,00	1 519 554,00
2015	3 672 441,00	2 041 117,00	1 631 324,00
2016	3 288 994,00	1 889 435,00	1 399 559,00
2017	2 874 665,00	1 754 220,00	1 120 445,00
2018	2 641 118,00	1 668 903,00	972 215,00
2019	3 102 884,00	1 782 445,00	1 320 439,00
2020	4 417 630,00	1 907 012,00	2 510 618,00
2021	3 923 636,00	2 974 804,00	948 832,00
2022	4 763 962,00	3 287 542,00	1 476 420,00
2023	4 245 764,00	3 105 427,00	1 140 337,00
2024	5 113 892,00	3 578 411,00	1 535 481,00

Fonte: Criado pelo autor. Dados: BRF S.A. (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025).

Contudo, entre 2016 e 2018, a empresa enfrentou a fase mais crítica. O FCF recuou para aproximadamente R\$ 1,1 mil milhões em 2017 e atingiu o valor mínimo da série em

2018, com apenas R\$ 972 milhões. Ainda que o indicador tenha permanecido positivo mesmo nos anos de prejuízo contábilístico, a sua redução evidenciou limitações na capacidade de aliviar o endividamento crescente (Figura 2).

**Figura 2 - FCF BRF S.A.**



Fonte: Criado pelo autor.

Em 2019, iniciou-se a recuperação, com o FCF a regressar a R\$ 1,32 mil milhões e atingir R\$ 2,51 mil milhões em 2020, impulsionado pela melhoria da eficiência operacional, pela gestão ativa de estoques e pela valorização cambial que beneficiou as exportações. Nos anos seguintes, entre 2021 e 2024, o indicador mantém-se estavelmente positivo, variando entre R\$ 949 milhões e R\$ 1,54 mil milhões, o que demonstra disciplina na execução de investimentos e equilíbrio entre geração de caixa e expansão produtiva.

É importante observar que a BRF manteve sua capacidade de investimento estratégico e de modernização, mesmo com as dificuldades enfrentadas e em contextos de menor rentabilidade.

### **4.3 Análise da Liquidez**

Entre 2009 e 2014, a BRF apresentou uma posição de liquidez confortável, com a LC situada consistentemente acima de 1,6, atingindo o máximo de 1,72 em 2010. Este comportamento revela que, no período pós-fusão, a empresa manteve ativos de curto prazo amplamente suficientes para cobrir as suas dívidas imediatas. A LR manteve-se entre 1,06 e 0,97, o que indica que, mesmo sem considerar os inventários, a BRF possuía uma folga operacional adequada. Já a LI oscilou entre 0,45 e 0,31, nível considerado saudável,

demonstrando equilíbrio entre disponibilidade de caixa e aproveitamento de recursos para investimento.

A partir de 2016 observa-se, uma alteração no perfil da liquidez. A LC caiu para 1,42 em 2018, enquanto a LR recuou para 0,72, revelando aumento da dependência de inventários para sustentar as obrigações de curto prazo. A LI, por sua vez, atingiu apenas 0,15, o valor mais baixo da série. Embora a empresa nunca tenha enfrentado risco imediato de insolvência, a redução da liquidez indica maior pressão sobre o fundo de maneo, sobretudo no período de 2016 a 2018 em que a BRF acumulou prejuízos. Ainda assim, a empresa nunca se encontrou numa posição crítica, uma vez que a LC permaneceu consistentemente acima de 1, o que afasta o risco de insolvência (Tabela 5).

**Tabela 5 – Indicadores de Liquidez BRF 2009-2024**

Ano	Ativo Corrente (R\$ mil)	Inventários (R\$ mil)	Passivo Corrente (R\$ mil)	Caixa e Equivalentes (R\$ mil)	LC	LR	LI
2009	11 476 201,00	4 045 128,00	6 975 639,00	3 112 894,00	1,64	1,06	0,45
2010	12 385 640,00	4 603 214,00	7 202 413,00	2 654 327,00	1,72	1,08	0,37
2011	13 184 275,00	5 001 448,00	7 998 451,00	2 867 120,00	1,65	1,02	0,36
2012	13 847 316,00	5 146 500,00	8 574 244,00	3 019 472,00	1,62	1,01	0,35
2013	14 995 102,00	5 945 920,00	9 082 315,00	2 654 895,00	1,65	0,99	0,29
2014	15 846 229,00	6 389 455,00	9 731 204,00	2 982 640,00	1,63	0,97	0,31
2015	16 439 872,00	6 925 612,00	10 154 396,00	3 142 815,00	1,62	0,94	0,31
2016	17 021 438,00	7 836 525,00	11 226 804,00	2 745 600,00	1,52	0,82	0,24
2017	17 587 310,00	8 551 470,00	12 015 408,00	2 113 720,00	1,46	0,75	0,18
2018	18 143 920,00	8 924 450,00	12 778 423,00	1 864 530,00	1,42	0,72	0,15
2019	19 202 734,00	9 238 655,00	13 105 204,00	2 011 362,00	1,47	0,76	0,15
2020	22 911 984,00	6 802 759,00	15 440 328,00	7 576 625,00	1,48	1,04	0,49
2021	20 472 357,00	5 167 438,00	18 712 821,00	7 258 912,00	1,09	0,82	0,39
2022	23 533 917,00	6 061 534,00	21 955 483,00	5 406 875,00	1,07	0,8	0,25
2023	22 804 926,00	5 897 501,00	20 421 334,00	6 612 398,00	1,12	0,83	0,32
2024	24 100 213,00	6 412 675,00	21 733 690,00	7 318 224,00	1,11	0,81	0,34

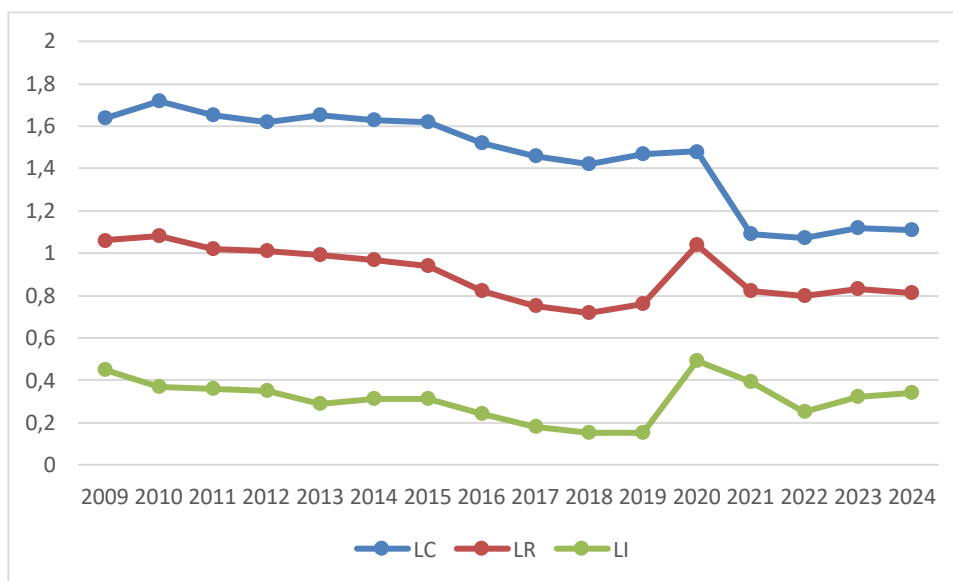
Fonte: Criado pelo autor. Dados: BRF S.A. (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025).

A partir de 2019, observa-se estabilização gradual dos indicadores. Em 2020, regista-se uma recuperação pontual do caixa (LI = 0,49), reflexo do reforço de liquidez durante a pandemia e do controlo de investimentos. Nos anos seguintes, o equilíbrio manteve-se, com uma estrutura de liquidez mais contida, mas financeiramente saudável. A LC manteve-se entre 1,47 e 1,11 no período de 2019 a 2024, enquanto a LR permaneceu estável na faixa de 0,76 a 0,81, e a LI oscilou entre 0,15 e 0,39 (Figura 3).

Importa salientar que a política da BRF de manter uma LI entre 0,2 e 0,4 revela uma utilização eficiente do caixa, uma vez que valores muito próximos a unidade na LI podem

representar excesso de recursos ociosos. Desta forma, o capital é direcionado para operações e investimentos produtivos, sem comprometer a solvência.

**Figura 3 - LC x LR x LI BRF S.A.**



Fonte: Criado pelo autor.

#### **4.4 Análise da relação Valor de Mercado/Valor Contabilístico (M/B)**

Para a análise do rácio M/B, além dos dados levantados nos relatórios administrativos da empresa, fez-se necessário apurar a cotação histórica das ações da empresa no mercado (Investing.com, sem data). De modo a estimar uma análise mais precisa, optou-se por utilizar a cotação de fecho de cada ano no cálculo do valor de mercado.

Em 2009, antes da consolidação plena da fusão, o rácio M/B situava-se em 0,63. Este valor abaixo de 1 indicava que o mercado avaliava a BRF abaixo do seu valor contabilístico, sinal de desconfiança ou de expectativas pouco favoráveis quanto ao seu desempenho futuro.

Entre 2010 e 2013, registou-se uma viragem significativa. O M/B subiu de 1,36 para 2,11, revelando que os investidores passaram a atribuir à empresa um valor de mercado superior ao dos seus capitais próprios (Tabela 6). Essa valorização refletiu a confiança do mercado nas perspetivas de crescimento e na capacidade da fusão em gerar sinergias positivas.

**Tabela 6 - Rácio M/B BRF 2009-2024**

Ano	Nº Ações (em circulação)	Preço (R\$)	Market Cap (R\$ mil)	Capital Próprio (R\$ mil)	M/B
2009	436236623	20,83	9 086 808,86	14 375 000,00	0,63
2010	872473246	26,60	23 207 788,34	17 043 000,00	1,36
2011	872473246	36,28	31 653 329,36	17 666 000,00	1,79
2012	872473246	41,23	35 972 071,93	18 742 000,00	1,92
2013	872473246	47,67	41 590 799,64	19 705 000,00	2,11
2014	872473246	61,64	53 779 250,88	19 852 000,00	2,71
2015	872473246	54,70	47 724 286,56	18 621 000,00	2,56
2016	812473246	48,25	39 201 834,12	18 004 000,00	2,18
2017	799005245	36,60	29 243 591,97	17 973 000,00	1,63
2018	811416022	21,93	17 794 353,36	17 530 000,00	1,02
2019	811759800	35,20	28 573 944,96	17 600 000,00	1,62
2020	807707162	22,04	17 801 865,85	18 385 000,00	0,97
2021	807419692	22,52	18 183 091,46	8 825 623,00	2,06
2022	1078116849	9,33	10 058 830,20	10 146 824,00	0,99
2023	1678656067	10,88	18 263 778,01	11 867 119,00	1,54
2024	1620844075	12,76	20 681 970,40	13 264 778,00	1,56

Fonte: Criado pelo autor. Dados: BRF S.A. (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025); Investing.com (sem data).

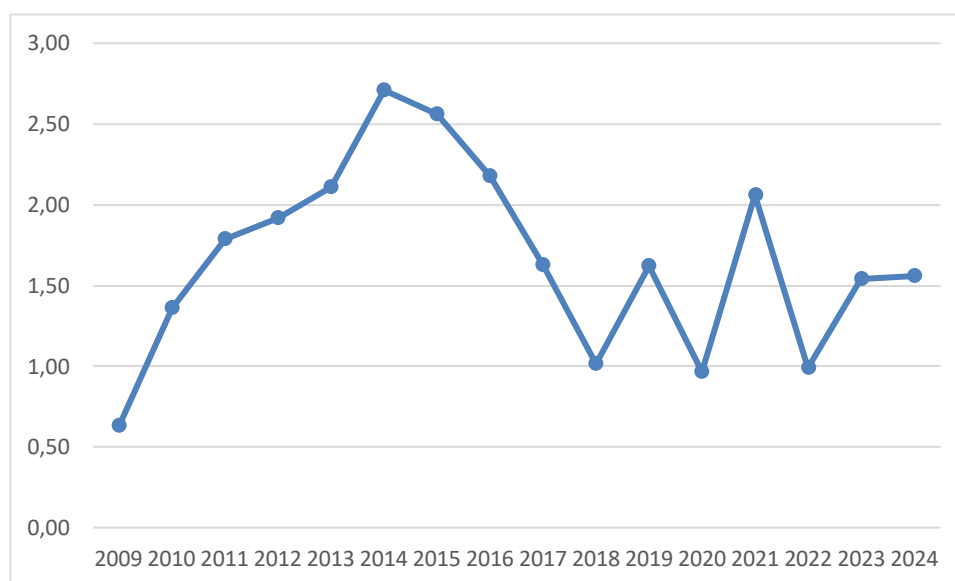
Nos anos de 2014 e 2015, o indicador atingiu o seu auge. Em 2014, alcançou 2,71, o maior da série, e, em 2015, manteve-se elevado em 2,56. Este período representou o ponto alto da percepção do mercado quanto ao potencial da BRF. A combinação de forte rentabilidade (ROA > 6%), geração de caixa robusta e expansão internacional justificava esse prêmio expressivo.

A partir de 2016, no entanto, o M/B caiu para 2,18 e para 1,63 no ano seguinte, à medida que os investidores começaram a refletir nos preços de mercado os problemas de governança, e a queda da rentabilidade.

O colapso da confiança ocorreu em 2018, quando o rácio atingiu 1,02, praticamente equivalente ao valor contabilístico da empresa (Figura 4). Esta desvalorização refletiu a perda de credibilidade junto do mercado, marcada pelos resultados negativos e pelos impactos da Operação Carne Fraca.

Nos anos seguintes, com o início da recuperação operacional, o rácio volta a subir gradualmente. Em 2019, o M/B alcança 1,62, sinalizando o regresso parcial da confiança dos investidores.

**Figura 4 - M/B BRF S.A.**



Fonte: Criado pelo autor.

Durante o período de 2020 a 2022, verifica-se nova oscilação, com o múltiplo a atingir o ponto mais baixo (0,99 em 2022), refletindo as margens ainda deprimidas e a incerteza macroeconómica. Contudo, entre 2023 e 2024, o indicador regressa a níveis mais consistentes, estabilizando entre 1,54 e 1,56, acompanhando a melhoria do ROA, do FCF e da recomposição das margens operacionais.

#### **4.5 Análise do Crescimento de Receita e Lucro**

No período de 2009 a 2011, a BRF registou um crescimento sólido e estável. As receitas aumentaram entre 9% e 11% ao ano e, em 2011, o lucro acompanhou esse ritmo, crescendo 10,9% (Tabela 7). Este alinhamento entre escala e rentabilidade refletiu a confiança inicial do mercado e os primeiros resultados positivos da fusão.

Já entre 2012 e 2013, embora as receitas tenham continuado a crescer (7% em 2012 e 6,9% em 2013), a rentabilidade caiu de forma acentuada, com o lucro a retrair 30% em 2012 e 45% em 2013. Este desfasamento resultou da pressão de custos, dos ajustes inerentes ao processo de integração e das restrições impostas pelo CADE. Em termos práticos, a empresa vendia mais, mas conseguia obter menos lucro por unidade de venda.

**Tabela 7 - Crescimento da Receita e do Lucro BRF 2009-2024**

<b>Ano</b>	<b>Receita Líquida (R\$ mil)</b>	<b>Crescimento Receita (%)</b>	<b>Lucro Líquido (R\$ mil)</b>	<b>Crescimento Lucro (%)</b>
2009	21 938 433,00		1 204 567,00	
2010	24 283 352,00	10,69%	1 136 512,00	-5,65%
2011	26 548 936,00	9,33%	1 260 884,00	10,94%
2012	28 503 607,00	7,36%	879 942,00	-30,21%
2013	30 476 882,00	6,92%	482 000,00	-45,22%
2014	33 469 468,00	9,82%	2 240 000,00	364,73%
2015	35 245 682,00	5,31%	2 445 000,00	9,15%
2016	33 734 865,00	-4,29%	-372 000,00	-115,21%
2017	34 526 431,00	2,35%	-1 099 000,00	-195,43%
2018	34 529 958,00	0,01%	-4 466 000,00	-306,37%
2019	36 944 694,00	6,99%	1 218 000,00	-127,27%
2020	39 469 700,00	6,83%	1 390 069,00	14,13%
2021	48 343 305,00	22,48%	582 591,00	-58,09%
2022	53 817 535,00	11,32%	823 242,00	41,31%
2023	57 336 104,00	6,54%	1 466 892,00	78,18%
2024	60 415 928,00	5,37%	2 074 553,00	41,43%

Fonte: Criado pelo autor. Dados: BRF S.A. (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025).

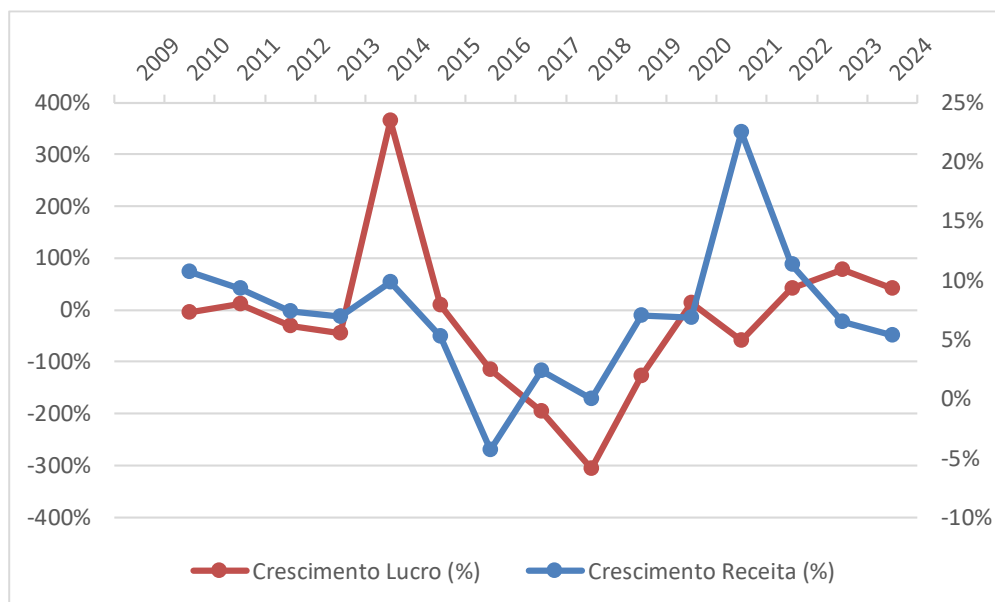
Nos anos de 2014 e 2015, a BRF atingiu o auge do seu desempenho. As receitas aceleraram, chegando a quase 10% de crescimento em 2014, e os lucros dispararam, crescendo 365% em 2014 e mais 9,2% em 2015. Este período traduziu a materialização das sinergias da fusão, com ganhos de escala, maior eficiência operacional e expansão de mercados. Foi o ponto alto da performance da empresa na década.

O cenário mudou drasticamente entre 2016 e 2018. As receitas estagnaram, chegando mesmo a cair 4,3% em 2016 e a praticamente não crescer em 2018. Ao mesmo tempo, a empresa mergulhou em prejuízos crescentes: perdas de R\$ 372 milhões em 2016, R\$ 1,1 mil milhões em 2017 e R\$ 4,5 mil milhões em 2018. Esta derrocada esteve associada à Operação Carne Fraca, aos embargos internacionais, ao elevado endividamento e ao aumento dos custos agrícolas, fatores que corroeram a rentabilidade (BRF S.A., 2017, 2018, 2019). A BRF manteve o volume de vendas, mas perdeu por completo a capacidade de transformar receitas em lucro.

Em 2019, iniciou-se um processo de recuperação. As receitas voltaram a crescer 7% (Figura 5) e o lucro líquido regressou ao positivo, alcançando R\$ 1,2 mil milhões. Esta

inversão marca o início da reestruturação financeira e operacional da BRF, com foco em eficiência produtiva e recomposição de margens.

**Figura 5 - Crescimento da Receita vs. Crescimento do Lucro BRF S.A.**



Fonte: Criado pelo autor.

Durante o período de 2020 a 2024, a BRF entra numa fase de crescimento sustentado, beneficiando da diversificação de mercados e do fortalecimento do portfólio de produtos. A receita líquida apresenta uma trajetória ascendente, enquanto o lucro líquido passa por um processo de recomposição gradual, culminando em R\$ 2,07 mil milhões em 2024. Esta evolução decorre da implementação de planos de eficiência, disciplina de capital e melhoria da produtividade, destacando o papel da gestão pós-crise na reconstrução de valor.

Em termos estruturais, a BRF mostrou capacidade de crescer em escala, mas nem sempre em eficiência. O crescimento das receitas foi constante, mas a rentabilidade revelou-se vulnerável a crises externas e a choques de custos. No período pós-2019, a recuperação do lucro sugere uma empresa mais disciplinada, orientada para margem e eficiência operacional, em vez de crescimento meramente quantitativo.

#### **4.6 Análise Rácio Price/Sales (P/S)**

Em 2009, logo após a fusão entre Sadia e Perdigão, o P/S foi de apenas 0,41, o que significa que o mercado atribuía menos da metade do valor da receita de vendas líquida ao valor de mercado da BRF. Este resultado indica baixa confiança inicial, possivelmente pela incerteza quanto à integração operacional e a indefinição da aprovação do processo de fusão no CADE.

Entre 2010 e 2014, o P/S apresentou crescimento consistente, atingindo o pico de 1,61 em 2014. Neste período, o mercado valorizava a empresa em mais de 1,5 vez as suas vendas anuais, refletindo o auge da confiança nos ganhos de escala, nas sinergias da fusão e no crescimento internacional da BRF (Tabela 8).

**Tabela 8 -Rácio P/S BRF 2009-2024**

Ano	Nº Ações (em circulação)	Preço (R\$)	Market Cap (R\$ mil)	Receita Líquida (R\$ mil)	P/S
2009	436236623	20,83	9 086 808,86	21 938 433,00	0,41
2010	872473246	26,60	23 207 788,34	24 283 352,00	0,96
2011	872473246	36,28	31 653 329,36	26 548 936,00	1,19
2012	872473246	41,23	35 972 071,93	28 503 607,00	1,26
2013	872473246	47,67	41 590 799,64	30 476 882,00	1,36
2014	872473246	61,64	53 779 250,88	33 469 468,00	1,61
2015	872473246	54,70	47 724 286,56	35 245 682,00	1,35
2016	812473246	48,25	39 201 834,12	33 734 865,00	1,16
2017	799005245	36,60	29 243 591,97	34 526 431,00	0,85
2018	811416022	21,93	17 794 353,36	34 529 958,00	0,52
2019	811759800	35,20	28 573 944,96	36 944 694,00	0,77
2020	807707162	22,04	17 801 865,85	39 469 700,00	0,45
2021	807419692	22,52	18 183 091,46	48 343 305,00	0,38
2022	1078116849	9,33	10 058 830,20	53 817 535,00	0,19
2023	1678656067	10,88	18 263 778,01	57 336 104,00	0,32
2024	1620844075	12,76	20 681 970,40	60 415 928,00	0,34

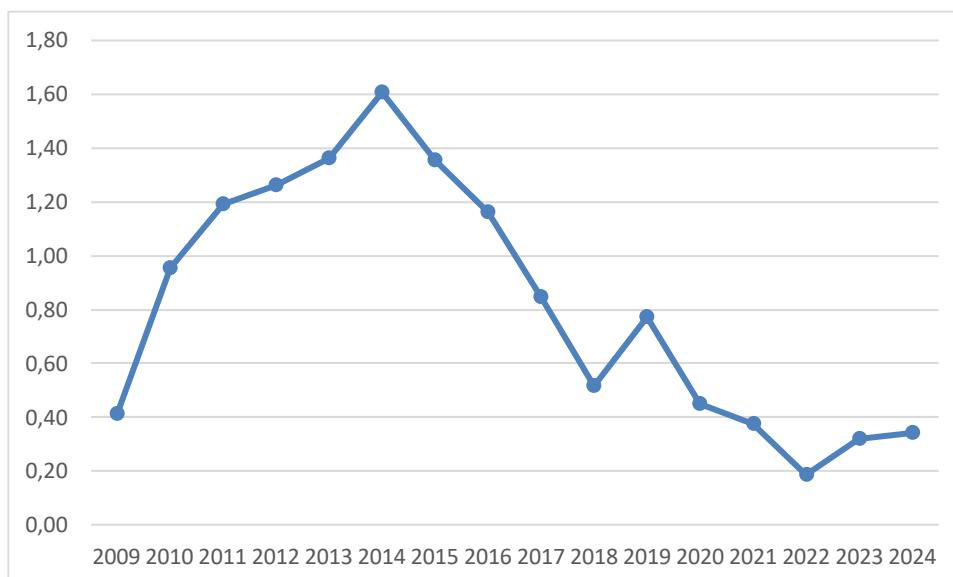
Fonte: Criado pelo autor. Dados: BRF S.A. (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025).

A partir de 2015, a tendência inverte-se. O P/S recua para 1,07 em 2015 e, em seguida, para 0,85 em 2017, refletindo o abrandamento do crescimento e o início das dificuldades operacionais. Entre 2017 e 2018, o rácio desaba para 0,52, coincidindo com a crise reputacional da Operação Carne Fraca, os embargos internacionais e os prejuízos contabilísticos acumulados. Nesse momento, o mercado passou a valorizar a BRF por apenas metade do valor das suas vendas anuais, evidenciando a quebra de confiança e a perceção de risco elevado.

Em 2019, com a recuperação inicial dos resultados, o P/S sobe para 0,77, sinalizando retoma parcial da confiança dos investidores. Nos anos seguintes, o indicador reflete o mesmo padrão observado no M/B: compressão durante o período pandémico e recuperação progressiva a partir de 2022. O rácio atinge o mínimo de 0,19 em 2022, quando as margens ainda estavam deprimidas, e volta a crescer para 0,32 em 2023 e 0,34 em 2024,

acompanhando a recomposição do lucro líquido e o restabelecimento da rentabilidade operacional (Figura 6).

**Figura 6 - P/S BRF S.A.**



Fonte: Criado pelo autor.

A comparação com o M/B é particularmente relevante: enquanto o M/B avalia a rentabilidade do capital investido, o P/S traduz a eficiência em transformar vendas em valor de mercado. Assim, quando a BRF apresentava margens elevadas (2013–2015), ambos os rácios atingiram níveis máximos; já nas fases de crise (2016–2018), o P/S mostrou-se ainda mais sensível, caindo mais rapidamente à medida que as receitas, embora estáveis, deixaram de gerar retorno económico.

#### **4.7 Análise Integrada dos Indicadores Financeiros**

A avaliação conjunta dos indicadores financeiros da BRF entre 2009 e 2024 permite compreender a evolução da empresa desde a fusão entre Sadia e Perdigão, passando pelas restrições impostas pelo CADE, até à consolidação da recuperação estrutural observada nos últimos anos.

Nos anos iniciais pós-fusão (2009–2015), a BRF apresentou crescimento sustentado e geração de valor. O ROA manteve-se positivo e crescente, atingindo 6,48% em 2015 — sinal de eficiência na utilização dos ativos e de captura de sinergias operacionais. O FCF permaneceu sólido e crescente, variando entre R\$ 1,2 e R\$ 1,6 mil milhões, o que indica forte geração de caixa operacional e disciplina no investimento em CAPEX. Os rácios de liquidez mostraram folga confortável ( $LC > 1,6$ ), refletindo boa capacidade de curto prazo e

gestão eficiente do giro. Ao mesmo tempo, os rácios M/B e P/S atingiram os níveis mais altos da série (2,71 e 1,61 respetivamente), espelhando a euforia do mercado com as perspetivas de expansão e rentabilidade.

Durante o período de crise (2016–2018), a empresa enfrentou um ambiente adverso: o ROA tornou-se negativo (-10,19% em 2018), com lucros convertidos em prejuízos expressivos. As margens foram pressionadas pela alta dos custos agrícolas, volatilidade cambial e pelos impactos reputacionais da Operação Carne Fraca. Apesar disso, o FCF manteve-se positivo (entre R\$ 1,1 e R\$ 0,97 mil milhões), o que demonstra resiliência operacional e controlo do ciclo de caixa. A LC caiu para 1,42 e a LI atingiu apenas 0,15, evidenciando fragilidade de liquidez imediata. Os rácios de mercado refletiram esse cenário: o M/B reduziu-se para 1,02 e o P/S caiu para 0,52, traduzindo uma perda de confiança generalizada.

A partir de 2019, inicia-se uma fase de reestruturação e recuperação. O ROA volta ao positivo (2,66%), e o FCF cresce para R\$ 1,32 mil milhões. Em 2020, o FCF ultrapassa R\$ 2,5 mil milhões, beneficiado pela gestão eficiente de caixa durante a pandemia e pela diversificação de mercados. Os anos de 2021 a 2024 consolidam a trajetória de melhoria: o ROA atinge 3,46%, o FCF mantém média de R\$ 1,3 a R\$ 1,5 mil milhões, e a liquidez estabiliza-se (LC ~1,1; LR ~0,8; LI ~0,34), refletindo uma estrutura financeira ajustada e menos ociosa.

Nos mercados financeiros, observa-se reprecificação gradual. O M/B, que atingira 0,99 em 2022, sobe novamente para 1,56 em 2024, enquanto o P/S melhora de 0,19 para 0,34. Essa valorização demonstra que o mercado voltou a reconhecer o potencial de geração de valor da empresa, ainda que os números permaneçam abaixo dos picos de 2014 e 2015.

Em termos de crescimento, a receita líquida expandiu-se de R\$ 21,9 mil milhões em 2009 para R\$ 60,4 mil milhões em 2024, o que reflete um aumento de quase 175% em 16 anos. O lucro líquido, por sua vez, foi mais volátil. Grandes oscilações entre 2016 e 2018 deram lugar a uma recuperação progressiva, culminando em R\$ 2,07 mil milhões em 2024.

No conjunto, os indicadores mostram uma empresa cíclica, mas estruturalmente resiliente. O impacto das medidas do CADE foi temporário, retardando a captura de sinergias no curto prazo, mas a disciplina financeira e a eficiência operacional pós-2019 permitiram reconstruir margens e recuperar credibilidade de mercado.

## **5 Efeitos do Acordo na Competitividade do Mercado**

O acordo firmado com o CADE, para aprovar a fusão entre Sadia e Perdigão, também causou impactos na dinâmica competitiva no sector agroalimentar. A imposição de restrições à marca Perdigão abriu espaço para concorrentes como a Seara, da JBS S.A., que aumentou substancialmente a sua quota de mercado, chegando a cerca de 20% em algumas categorias (Agência O Globo, 2017).

Apesar disso, a concentração de mercado no Brasil continuou elevada: poucas empresas dominam as prateleiras dos supermercados, com gigantes como BRF e JBS presentes em praticamente todas as categorias de alimentos perecíveis. Em 2015 a BRF conseguia alcançar cerca de 90% dos lares brasileiros, além de deter 20% do mercado global de aves (Repórter Brasil, 2015).

A reintrodução gradual da marca Perdigão em 2015, obrigou a BRF a pensar numa estratégia para recuperar as quotas perdidas. Desta forma, a marca regressou ao mercado com forte investimento publicitário, numa tentativa de reconquista do consumidor e de rivalizar com a Seara no segmento de preço (Exame, 2015).

Em suma, as medidas do CADE alteraram parcialmente a configuração competitiva do sector. Ao abrir espaço para o crescimento da Seara, essas medidas reforçaram a dinâmica competitiva do mercado e impulsionaram uma reorganização da estratégia de marcas da BRF. Contudo, a elevada concentração estrutural manteve-se.



A análise desenvolvida ao longo desta investigação demonstra que a fusão entre Sadia e Perdigão gerou resultados ambivalentes. Por um lado, a operação permitiu ganhos de escala, sinergias operacionais e maior projeção internacional da BRF, refletidos na melhoria do ROA, FCF e na valorização de mercado (M/B e P/S) entre 2010 e 2015. Por outro lado, os efeitos das medidas impostas pelo CADE, aliados a crises externas e problemas de governança, limitaram a capacidade da empresa de transformar crescimento em rentabilidade sustentável no médio prazo.

Os indicadores financeiros revelaram esta dualidade: enquanto o fluxo de caixa livre e a liquidez corrente se mantiveram relativamente sólidos, o ROA e o lucro líquido oscilaram de forma acentuada, chegando a registrar prejuízos severos entre 2016 e 2018. Os rácios M/B e P/S, por sua vez, espelharam as expectativas do mercado: variaram de grande otimismo entre 2014 e 2016, para um colapso de confiança em 2018, seguidos de uma recuperação parcial a partir de 2019, acompanhando a recomposição das margens e a melhoria da rentabilidade.

No plano concorrencial, o acordo com o CADE teve o mérito de abrir espaço para concorrentes como a Seara, reforçando a dinâmica competitiva. Contudo, a estrutura de mercado permaneceu altamente concentrada, o que demonstra as limitações de medidas regulatórias isoladas para garantir pluralidade de oferta.

De forma geral, a fusão Sadia–Perdigão evidencia os potenciais e riscos das F&A em setores estratégicos. Se, por um lado, trouxe ganhos momentâneos e fortaleceu a presença internacional da BRF, por outro mostrou que tais operações, quando não acompanhadas por uma gestão eficiente, podem perder força no médio/longo prazo.

O caso reforça a importância de avaliar F&A não apenas como instrumento de expansão empresarial, mas também como facto que deve equilibrar criação de valor, proteção ao consumidor e manutenção de mercados concorrenciais.

Desta forma, este estudo contribui para a literatura sobre F&A ao analisar, de forma integrada, o impacto económico-financeiro e concorrencial de uma das operações mais relevantes do setor agroalimentar brasileiro. Ao combinar indicadores quantitativos com a análise qualitativa das medidas regulatórias, a investigação oferece uma visão abrangente

sobre os efeitos de F&A em mercados concentrados e sobre a eficácia da atuação do regulador.

Algumas limitações devem ser reconhecidas. A primeira relaciona-se com a disponibilidade e consistência dos dados, que variaram ao longo do período analisado, limitando a profundidade de certas comparações. Além disso, é difícil isolar, com total precisão, os efeitos diretos da fusão dos impactos de fatores externos, como crises económicas, variações cambiais e escândalos reputacionais.

Recomenda-se que investigações futuras explorem o desempenho da BRF em comparação a outras empresas do setor de proteína animal, considerando as mudanças estruturais e as novas dinâmicas competitivas do mercado. Seria igualmente relevante comparar este caso com outras grandes fusões em setores regulados, tanto no Brasil como internacionalmente, a fim de identificar padrões de sucesso ou fracasso.

## **REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

---

- Agência Estado. (2011, Julho 13). *Sadia-Perdigão vira o maior caso da história do Cade*. <https://g1.globo.com/economia/noticia/2011/07/sadia-perdigao-vira-o-maior-caso-da-historia-do-cade.html>
- Agência O Globo. (2017, Julho 5). *JBS disputa mercado de lasanhas com Perdigão*. Época Negócios. <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2017/07/jbs-disputa-mercado-de-lasanhas-com-perdigao.html>
- Alcalde, N., & Powell, R. (2022). Government intervention in European mergers and acquisitions. *The North American Journal of Economics and Finance*, 61, 101689. <https://doi.org/10.1016/J.NAJEF.2022.101689>
- Amato, F. (2011, Julho 11). *G1 - BRF e Cade selam acordo e fusão entre Sadia e Perdigão é aprovada - notícias em Negócios*. <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2011/07/brf-e-cade-selam-acordo-e-fusao-sadia-e-perdigao-e-aprovada.html>
- Anderson, C. W., Huang, J., & Torna, G. (2017). Can investors anticipate post-IPO mergers and acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 45, 496–521. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2017.05.006>
- Ashenfelter, O., Hosken, D., & Weinberg, M. (2014). Did Robert Bork Understate the Competitive Impact of Mergers? Evidence from Consummated Mergers. *Journal of Law and Economics*, 57(S3), S67–S100. <http://www.journals.uchicago.edu/t-and-c>
- Baxamusa, M., Datta, S., & Jha, A. (2021). Does policy uncertainty increase relational risks? Evidence from strategic alliances. *Financial Management*, 50(3), 645–689. <https://doi.org/10.1111/fima.12334>
- Breuer, A., Lesconi Frumușanu, M., Lighezan Breuer, B., & Manciu, A. (2012). CASH AND LIQUIDITY/LIQUIDITY AND LIQUIDITY RATIO. *Academica Brâncuși*, 4/2012, 78–82. <https://core.ac.uk/outputs/25818574/>
- BRF S.A. (2011). *Relatório Administrativo BRF SA 2010*.
- BRF S.A. (2012). *Relatório Administrativo BRF SA 2011*.
- BRF S.A. (2013). *Relatório Administrativo BRF SA 2012*.

- BRF S.A. (2014). *Relatório Administrativo BRF SA 2013*.
- BRF S.A. (2015). *Relatório Administrativo BRF SA 2014*.
- BRF S.A. (2016). *Relatório Administrativo BRF SA 2015*.
- BRF S.A. (2017). *Relatório Administrativo BRF SA 2016*.
- BRF S.A. (2018). *Relatório Administrativo BRF SA 2017*.
- BRF S.A. (2019). *Relatório Administrativo BRF SA 2018*.
- BRF S.A. (2020). *Relatório Administrativo BRF SA 2019*.
- BRF S.A. (2021). *Relatório Administrativo BRF SA 2020*.
- BRF S.A. (2022). *Relatório Administrativo BRF SA 2021*.
- BRF S.A. (2023). *Relatório Administrativo BRF SA 2022*.
- BRF S.A. (2024). *Relatório Administrativo BRF SA 2023*.
- BRF S.A. (2025). *Relatório Administrativo BRF SA 2024*.
- Brooks, C., Chen, Z., & Zeng, Y. (2018). Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 48, 187–216. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2017.11.003>
- Caprio, L., Croci, E., & Del Giudice, A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1636–1657. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2011.09.008>
- Carroll, G. R. (1985). Concentration and Specialization: Dynamics of Niche Width in Populations of Organizations. *American Journal of Sociology*, 90(6), 1262–1283. <http://www.jstor.org/stable/2779636>
- Chen, V. Z., Hobdari, B., & Zhang, Y. (2019). Blockholder heterogeneity and conflicts in cross-border acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 57, 86–101. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2018.02.002>
- Chira, I., & Madura, J. (2015). Reference Point Theory and Pursuit of Deals. *Financial Review*, 50(3), 275–300. <https://doi.org/10.1111/fire.12067>

- Conselho Administrativo de Defesa Econômica. (2011). Cade aprova, com restrições, a criação da BR Foods. *[Comunicado de imprensa]*. <https://www.gov.br/cade/pt-br/assuntos/noticias/cade-aprova-com-restricoes-a-criacao-da-brfoods>
- Conselho Administrativo de Defesa Econômica. (2016). *Guia Para Análise de Atos de Concentração Horizontal*. <https://www.cade.gov.br/assuntos/acordos-de-controle-de-concentracao/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal>
- Dalla, A., Elson, C., & De Souza-Santos, R. (2009). Brasil Foods: a fusão entre Perdigão e Sadia. *Economia & Tecnologia*, 17(05), 165–176. [www.empresas.ufpr.br](http://www.empresas.ufpr.br)
- Derrien, F., Frésard, L., Slabik, V., & Valta, P. (2021). *Industry asset revaluations around public and private acquisitions*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2960576>
- Dyer, J., Kale, P., & Singh, H. (2004). When to Ally & When to Acquire. *Harvard business review*, 82, 108–115, 188.
- Elnahas, A. M., & Kim, D. (2017). CEO political ideology and mergers and acquisitions decisions. *Journal of Corporate Finance*, 45, 162–175. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2017.04.013>
- Exame. (2015, Janeiro 19). *BRF relança Perdigão para brigar com Seara*. <https://exame.com/negocios/brf-relanca-perdigao-para-brigar-com-seara/>
- Hossain, M. S. (2021). Merger & Acquisitions (M&As) as an important strategic vehicle in business: Thematic areas, research avenues & possible suggestions. *Journal of Economics and Business*, 116, 106004. <https://doi.org/10.1016/J.JECONBUS.2021.106004>
- Ince, B. (2024). How do regulatory costs affect mergers and acquisitions decisions and outcomes? *Journal of Banking and Finance*, 163. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107156>
- Investing.com. (sem data). *Preços Históricos das Ações da BRF ON (BRFS3)*. Investing.com. Recuperado em 23 de Agosto de 2025, de <https://pt.investing.com/equities/brf-foods-on-ej-nm-historical-data>
- Justino, T. V., Pádua, V. C. de, & Machado, J. H. (2011). Análise de Rentabilidade Pós-Fusão: Um estudo de caso na BRF BRASIL FOODS S.A. *Revista de Iniciação*

*Científica da Libertas*, 1(1).  
<https://revistaic.pesquisaextensaolibertas.com.br/index.php/riclibertas/article/view/1>

- Keenan, L., Monteath, T., & Wójcik, D. (2023). Hungry for power: financialization and the concentration of corporate control in the global food system. *Geoforum*, 147, 103909. <https://doi.org/10.1016/j.geoforum.2023.103909>
- Luz, R., Luz, R., Rosa, A. B. da, Machado, E. A. C. de, Lima, C. R. M. de, & Casagrande, J. L. (2020). Fusão Sadia e Perdigão (BRF): uma análise utilizando os modelos Fleuriet e Dupont. *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, 13(1), 245–284. <https://doi.org/10.19177/reen.v13e12020245-284>
- Ma, Q., Whidbee, D. A., & Zhang, A. W. (2011). Value, valuation, and the long-run performance of merged firms. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.07.001>
- Mendonça, S. B., & Ivo, F. de P. (2020). Administrative Council for Economic Defense and Central Bank of Brazil: analysis of conflict of competence. *Revista de Direito*, 12(1), 1–27. <https://doi.org/10.32361/202012016280>
- Muehlfeld, K., Weitzel, U., & van Witteloostuijn, A. (2011). Mergers and acquisitions in the global food processing industry in 1986-2006. *Food Policy*, 36(4), 466–479. <https://doi.org/10.1016/j.foodpol.2011.05.002>
- Oppermann, B., & Chmeis, A. (2017). The Uniform Application of Articles 101 and 102 TFEU in German Competition Law. Em *Studies in European Economic Law and Regulation* (Vol. 9, pp. 195–220). Springer Science and Business Media B.V. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-47382-6\\_11](https://doi.org/10.1007/978-3-319-47382-6_11)
- Ragazzo, C. E. J. (2011). Ato de Concentração no 08012.004423/2009-18. *Conselho Administrativo de Defesa Econômica*.
- Repórter Brasil. (2015, Janeiro 11). *A concentração das empresas nas gôndola do supermercado*. <https://reporterbrasil.org.br/2015/01/a-concentracao-das-empresas-nas-gondolas-do-supermercado/>
- Romano, P. R., & Almeida, V. de S. e. (2015). Análise dos Efeitos em Mercado de Capitais Decorrentes de Fusões: O Caso BRF S.A. *Revista de Administração*

*Contemporânea*, 19(5), 606–625. <https://doi.org/10.1590/1982-7849RAC20151890>

- Srinivasan, S. (2020). Foreign competition and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101484. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2019.07.007>
- Swaminathan, V., Murshed, F., & Hulland, J. (2008). Value Creation following Merger and Acquisition Announcements: The Role of Strategic Emphasis Alignment. *Journal of Marketing Research*, 45(1), 33–47. <https://doi.org/10.1509/jmkr.45.1.033>
- Viaene, J., & Gellynck, X. (1995). Structure, conduct and performance of the European food sector. *European Review of Agricultural Economics*, 22(3), 282–295. <https://doi.org/10.1093/erae/22.3.282>
- Wang, J. X., Dong, T., & Zhai, J. (2023). Goodwill Impairment, Loss Avoidance Effects and Subsequent Corporate M&A Decisions. *Emerging Markets Finance and Trade*, 59(2), 479–497. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2088347>
- Wu, H., Jiao, Z., Wang, S., & Wu, Z. (2024). Corporate mergers and acquisitions: A strategic approach to mitigate expected default frequency. *Finance Research Letters*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105416>
- Zhao, Y., Bi, X., & Ma, Q. P. (2025). Predicting mergers & acquisitions: A machine learning-based approach. *International Review of Financial Analysis*, 99. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.103933>