

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E NEGÓCIOS  
NÍVEL MESTRADO**

**BIANCA TRENTIN**

***FRAMEWORK* DE SUPORTE À TOMADA DE DECISÃO EM FUSÕES E  
AQUISIÇÕES – Um estudo que considera o impacto da incerteza**

**Porto Alegre**

**2023**

BIANCA TRENTIN

**FRAMEWORK DE SUPORTE À TOMADA DE DECISÃO EM FUSÕES E  
AQUISIÇÕES - Um estudo que considera o impacto da incerteza**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Gestão e Negócios, pelo Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Orientador: Prof. Dr. José Antônio Valle Antunes Júnior

Coorientador: Prof. Dr. João Zani

Porto Alegre

2022

T795f Trentin, Bianca.  
Framework de suporte à tomada de decisão em fusões e aquisições – um estudo que considera o impacto da incerteza / por Bianca Trentin. – 2023.  
185 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios, Porto Alegre, RS, 2023.  
Orientador: Dr. José Antônio Valle Antunes Júnior.  
Coorientador: Dr. João Zani.

1. Fusões e aquisições. 2. Empresas. 3. Tomada de decisão. 4. Elementos de análise. 5. Incerteza. I. Título.

CDU: 658.168.5

BIANCA TRENTIN

**FRAMEWORK DE SUPORTE À TOMADA DE DECISÃO EM FUSÕES E  
AQUISIÇÕES - Um estudo que considera o impacto da incerteza**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Gestão e Negócios, pelo Programa de Pós-Graduação em Gestão e Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Conceito Final:

Aprovado em:

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Luis Felipe Maldaner – UNISINOS

---

Prof. Dr. Marcelo André Machado – UNISINOS

---

Prof. Dr. Marcos Antônio de Camargos – CEPEAD/UFMG

Aos meus pais, Jussara e Jacson, que desde sempre me incentivaram e me apoiaram para que eu buscasse a minha melhor versão. Mais que isso, presentearam a mim e ao meu irmão, Paulo Victor, com as ferramentas mais valiosas: a crença em Deus e os valores da bondade, do trabalho e do servir.

## **AGRADECIMENTOS**

O simples fato de ter vivido esta trajetória já comprova a providência divina em minha vida. Sem os planos de Deus, aqui não estaria.

Agradeço, especialmente, ao meu noivo, Cristian Wegener, que foi meu maior parceiro e companheiro durante a trajetória. Viveu intensamente comigo todas as fases do mestrado e da trajetória profissional que se desenhou ao mesmo tempo em minha vida. Ele sempre me incentivou a ir em frente, dar o melhor de mim e a não desistir.

Agradeço ao meu orientador, Professor Junico Antunes, que foi o motivo de eu iniciar o mestrado em um primeiro momento. Também, trouxe visibilidade sobre os caminhos a percorrer, conduziu-me e evitou que eu saísse da rota, isto sem tirar meu espaço de liberdade durante o processo.

Agradeço aos demais professores e às professoras que acompanharam minha formação nesses dois anos e nas fases anteriores. Ressalto, também, o agradecimento aos meus mentores da vida, que encontrei ao longo da trajetória profissional, e aos executivos que colaboraram para a construção desta pesquisa.

Agradeço aos meus amigos e colegas que me incentivaram e me acompanharam nesta construção. Agradeço, especialmente, à Manoela Conte, pelas orientações, sugestões, carinho e atenção em todo o percurso.

Agradeço mais uma vez e eternamente aos meus pais, Jacson e Jussara, pelo amor que transborda, pelo exemplo e pelo suporte, e ao meu irmão Paulo Victor, que me desafia a me desenvolver para poder ser, de alguma forma, seu exemplo. Agradeço também pela oportunidade de viver momentos especiais ao lado da família do Cristian durante esta trajetória (Miriam, Manuela e Isabella). Em especial, agradeço o presente de poder acompanhar o crescimento da pequena e sapeca Isa, o que me trouxe inúmeros ensinamentos e me transformou como pessoa.

Gratidão a todos.

“Nosso potencial é uma coisa. O que fazemos  
com ele é algo completamente diferente”.

*(Angela Duckworth – Garra, o poder da paixão e da perseverança)*

## RESUMO

As fusões e aquisições (*Mergers and Acquisitions* - M&A) representam um meio relevante de implementar estratégias corporativas que visam ao crescimento empresarial sustentável. No entanto, capturar o valor esperado se mostra um tópico desafiador. Nesse sentido, uma visão processual com elementos e critérios de análise para apoiar a tomada de decisão pode auxiliar na busca de resultados positivos em fusões e aquisições. Utilizando o método *Design Science Research* (DSR), esta pesquisa propôs um *framework* para que gestores e empresas possam discutir e avaliar elementos de análise relevantes no processo de tomada de decisão em processos de aquisição de outras empresas. O artefato é composto por quatro dimensões de análise – *empresa compradora, target, setor e contexto externo*. Cada dimensão é composta por um conjunto de elementos de análise. Ademais, o artefato inclui um elemento que representa a incerteza no processo de tomada de decisão, representado como ‘choque’, e que pode afetar as quatro dimensões de análise. A contribuição prática desta pesquisa é a proposição do artefato para apoiar os tomadores de decisão no momento de realização de M&A. Academicamente, o presente trabalho evidencia avanços no campo de estudos da visão processual de fusões e aquisições, por apresentar a tomada de decisão em um fluxo constituído de etapas distintas, sequenciais e interligadas.

**Palavras-chave:** Fusões e aquisições. Tomada de decisão. Framework de Análise. Incerteza.

## ABSTRACT

Mergers and Acquisitions (M&A) constitute relevant means of implementing corporate strategies aimed at sustainable business growth. However, capturing the expected value proves to be a challenging topic. In this regard, a procedural perspective with analytical elements and criteria to support decision-making can aid in achieving positive outcomes in mergers and acquisitions. Employing the Design Science Research (DSR) method, this study proposed a framework for managers and companies to discuss and evaluate pertinent analysis elements within the decision-making process of acquiring other companies. The artifact comprises four dimensions of analysis – acquiring company, *target*, sector, and external context. Each dimension consists of a set of analysis elements. Furthermore, the artifact includes an element representing uncertainty in the decision-making process, depicted as a 'shock,' which could impact the four dimensions of analysis. The practical contribution of this research is the proposition of the artifact to assist decision-makers during M&A execution. Academically, the work advances the field of procedural perspectives on mergers and acquisitions by portraying decision-making as a flow composed of distinct, sequential, and interconnected stages.

**Key-words:** Mergers and acquisitions. Decision-making. Analysis framework. Uncertainty.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - O processo de M&A – Um modelo de <i>inputs</i> e <i>outputs</i> .....	42
Figura 2 - Delineamento da Pesquisa .....	55
Figura 3 - Destaque da Etapa 01 no Método de Trabalho .....	57
Figura 4 - Procedimentos da Etapa 01 .....	57
Figura 5 - Apresentação da pesquisa aos entrevistados.....	61
Figura 6 - Destaque da Etapa 02 no Método de Trabalho Proposto .....	63
Figura 7 - Método de Análise das percepções dos especialistas.....	67
Figura 8 - Destaque da Etapa 03 no Método de Trabalho Proposto .....	69
Figura 9 - Método de Análise dos estudos de caso.....	72
Figura 10 - Categorização dos comentários dos convidados para as entrevistas.....	77
Figura 11 - F1 do <i>framework</i> .....	80
Figura 12 - Evolução da F1 para F2 do <i>framework</i> .....	95
Figura 13 - Versão F2 do <i>framework</i> .....	96
Figura 14 - Evolução da F1 para F3 do <i>framework</i> .....	118
Figura 15 - F3 do <i>framework</i> dos critérios de análise para a tomada de decisão no crescimento inorgânico .....	119
Figura 16 - Como utilizar o <i>framework</i> – Método de aplicação.....	120
Figura 17 - F3 do <i>framework</i> dos critérios de análise para a tomada de decisão no crescimento inorgânico .....	126
Figura 18 - Método de aplicação do <i>framework</i> .....	142
Figura 19 - F4 do <i>framework</i> .....	147
Figura 20 - Método de aplicação do <i>framework</i> .....	148
Figura 21 - Versões do <i>framework</i> .....	152

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Ocorrência de operações de fusões e aquisições no Brasil .....	18
Gráfico 2 - Valor de operações de M&A no mundo (em trilhões de dólares) .....	22

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Alternativas de crescimento .....	30
Quadro 2 - Formas estatutárias de realização de fusões e aquisições .....	33
Quadro 3 - Fases para realização de uma operação de M&A.....	39
Quadro 4 - Tópicos e disciplinas <i>da Due Diligence</i> .....	44
Quadro 5 - Métodos para avaliação dos Artefatos .....	54
Quadro 6 - Etapas da Pesquisa .....	56
Quadro 7 - Literaturas utilizadas na Etapa 01 .....	59
Quadro 8 - Literaturas utilizadas na Etapa 01 .....	62
Quadro 9 - Profissionais Entrevistados .....	64
Quadro 10 - Profissionais representantes das empresas dos estudos de caso.....	70
Quadro 11 - Empresas dos estudos de caso .....	71
Quadro 12 - Constructos adotados para a avaliação do artefato .....	73
Quadro 13 - Elementos identificados na literatura para análise durante a tomada de decisão para crescimento inorgânico .....	75
Quadro 14 - Ressalvas dos profissionais em relação à ocorrência de 'choque' no período 2020-2021 .....	85
Quadro 15 - Alterações da F1 para a F2 do <i>framework</i> .....	97
Quadro 16 - Alterações entre a F2 e a F3 do <i>framework</i> .....	121
Quadro 17 - Dimensões de decisão, fontes e contribuição .....	127
Quadro 18 - Elementos de análise na dimensão do setor.....	129
Quadro 19 - Elementos de análise na dimensão da empresa compradora.....	130
Quadro 20 - Elementos de análise na dimensão do <i>target</i> .....	134
Quadro 21 - Elementos de análise na dimensão da empresa e do <i>target</i> .....	136
Quadro 22 - Elementos de análise na dimensão do contexto externo .....	139

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Categorização de respostas da pergunta 01.....	83
Tabela 2 - Ações sugeridas para adequação estrutural do artefato.....	88
Tabela 3 - Ações sugeridas para adequação dos elementos do artefato.....	89
Tabela 4 - Ações que geraram desdobramentos de elementos adicionados.....	91
Tabela 5 - Ações que geraram desdobramentos de elementos alterados.....	92
Tabela 6 - Resumo das ações propostas.....	93
Tabela 7 - Descrição das transações analisadas em cada Estudo de Caso.....	102
Tabela 8 - Ações sugeridas para adequação estrutural do artefato.....	111
Tabela 9 - Ações sugeridas para adequação dos elementos do artefato.....	113
Tabela 10 - Ações que geraram desdobramentos de adição de elementos.....	114
Tabela 11 - Ações que geraram alteração de elementos.....	114
Tabela 12 - Resumo das ações propostas - Etapa 03.....	115

## LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Capex	<i>Capital Expenditure</i>
CVC	<i>Corporate Venture Capital</i>
DSR	<i>Design Science Research</i>
FIES	Fundo de Financiamento Estudantil
IED	Investimento Externo Direto
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
JV	<i>Joint Venture</i>
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> - Fusões e Aquisições
MEC	Ministério de Educação
PE	<i>Private Equity</i>
SPAC	<i>Special Purpose Acquisition Company</i>
SPACs	<i>Special Purpose Acquisition Companies</i>
TSR	<i>Total Shareholder Return</i>
VC	<i>Venture Capital</i>



## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO .....	16
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA .....	18
1.2 OBJETIVOS .....	21
1.2.1 Objetivo Geral.....	21
1.2.2 Objetivos Específicos .....	21
1.3 JUSTIFICATIVA .....	22
1.3.1 Contexto da Prática.....	22
1.3.2 Contexto Acadêmico .....	23
1.4 DELIMITAÇÕES.....	24
1.5 ESTRUTURA DA PESQUISA .....	25
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	27
2.1 TEORIAS DE CRESCIMENTO EMPRESARIAL.....	27
2.1.1 Crescimento Orgânico .....	30
2.1.2 Crescimento Inorgânico .....	31
2.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	31
2.2.1 Fusões .....	32
2.2.2 Aquisições .....	32
2.2.3 Classificação de fusões e aquisições .....	32
2.2.4 Formas e tipos de operações de fusões e aquisições .....	33
2.3 MOTIVAÇÕES PARA REALIZAÇÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	36
2.4 ETAPAS DE UM PROCESSO DE FUSÃO OU AQUISIÇÃO.....	39
2.4.1 <i>Due Diligence</i> .....	43
2.4.2 Tomada de decisão em fusões e aquisições .....	46
2.5 ONDAS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES E ELEMENTOS DE INCERTEZA.....	47
2.6 ONDAS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	47
2.7 A INCERTEZA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	48
2.8 EVENTOS CARACTERIZADOS COMO CISNES NEGROS .....	49
3 METODOLOGIA .....	52
3.1 MÉTODO DE PESQUISA .....	52
3.2 MÉTODO DE TRABALHO PROPOSTO .....	54
3.2.1 Delineamento .....	54
3.2.2 ETAPA 01 – Desenvolvimento da versão F1 do <i>framework</i> .....	57

3.2.2.1 Revisão de literatura.....	58
3.2.2.2 Exploração do ambiente através de conexões iniciais: apresentação da pesquisa aos entrevistados.....	60
3.2.2.3 Retorno à literatura relevante.....	61
3.2.3 ETAPA 02 – Desenvolvimento da versão F2 do <i>framework</i> .....	62
3.2.3.1 Interação com Especialistas.....	63
3.2.3.2 Análise dos dados e resultados das interações.....	66
3.2.4 ETAPA 03 – Desenvolvimento da versão F3 do <i>framework</i> .....	68
3.2.5 Avaliação do <i>framework</i> .....	73
4 RESULTADOS.....	75
4.1 ETAPA 01 - DESENVOLVIMENTO DA VERSÃO F1 DO <i>FRAMEWORK</i> .....	75
4.1.1 F1 do <i>framework</i> .....	80
4.2 ETAPA 02 - DESENVOLVIMENTO DA VERSÃO F2 DO <i>FRAMEWORK</i> .....	82
4.2.1 F2 do <i>framework</i> .....	93
4.3 ETAPA 03 - DESENVOLVIMENTO DA VERSÃO F3 DO <i>FRAMEWORK</i> .....	102
4.3.1 F3 do <i>framework</i> .....	115
5 <i>FRAMEWORK</i> DE SUPORTE À TOMADA DE DECISÕES EM FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	125
5.1 DIMENSÕES E ELEMENTOS DO <i>FRAMEWORK</i> .....	125
5.1.1 Setor.....	128
5.1.2 Empresa Compradora.....	130
5.1.3 <i>Target</i> .....	133
5.1.4 Empresa Compradora e <i>Target</i> .....	135
5.1.4 Contexto Externo.....	138
5.1.5 Elemento de incerteza - Choque.....	140
5.2 MÉTODO DE APLICAÇÃO DO <i>FRAMEWORK</i> .....	142
5.3 AVALIAÇÃO DA SOLUÇÃO.....	144
5.3.1 F4 do <i>framework</i> .....	146
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	149
6.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	154
6.2 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS.....	155
APÊNDICE A - PROTOCOLO DE ENTREVISTAS COM ESPECIALISTAS E ACADÊMICOS.....	178
APÊNDICE B – INSTRUÇÕES PRÉVIAS AO ESTUDO DE CASO.....	182

APÊNDICE C - PROTOCOLO DE ENTREVISTAS DE ESTUDO DE CASO .....184

## 1 INTRODUÇÃO

Significativas quantidades de dinheiro fluem anualmente como resultado de transações de fusões e aquisições (*Mergers and Acquisitions* - M&A). Devido à influência da globalização e da integração econômica, as empresas hoje estão expostas a uma grande quantidade de incertezas e riscos, tanto da competição interna quanto de ameaças externas. A alta velocidade de mudança do ambiente de negócios em relação à concorrência, produtos, pessoas, processo de fabricação, mercados, clientes e tecnologia é um fato nos dias atuais. Neste contexto, não é suficiente que as empresas apenas acompanhem essas mudanças. Espera-se que superem os concorrentes e inovem para maximizar continuamente o valor para os *shareholders* e *stakeholders*. Para sobreviver e expandir rapidamente, as empresas podem recorrer a fusões e aquisições corporativas que agregam valor para obter recursos externos e expandir o mercado.

Empresas buscam estratégias de crescimento empresarial como uma forma de se adaptarem às mudanças do mercado, explorarem novas oportunidades e se manterem competitivas em um ambiente dinâmico e desafiador. Johnson et al. (2022) e Kluyver e Pearce II (2007) sugerem ainda que há três formas de uma empresa crescer, as quais os autores chamam de “paradigma *build, buy or bond* – construir, comprar ou coligar”. As últimas duas, por sua vez, dizem respeito à escolha do crescimento inorgânico da organização. O crescimento inorgânico é representado pela expansão de um negócio conquistado por meio da efetivação de operações como fusões, aquisições, alianças, *joint ventures* e outros tipos de aliança (HESS, 2007).

Dessa forma, as fusões e aquisições, neste trabalho endereçadas como M&A, são reflexos de decisões estratégicas e impactam as diretrizes empresariais no que tange à busca de vantagens competitivas (HAERUDDIN, 2017). A escolha do crescimento inorgânico pode levar, conceitualmente, a um rápido processo de expansão, economia de escala, maior produtividade e obtenção de novos mercados (KHAN et al., 2020). As estratégias de M&A criam valor pela transferência de recursos e capacidades entre as organizações envolvidas, o que possibilita novas e diferentes combinações entre os elementos organizacionais (GRAEBNER et al., 2017). Elas são, reconhecidamente, um método-chave para a obtenção de crescimento e o aumento de diversidade e lucratividade organizacionais (HAERUDDIN, 2017). O crescimento inorgânico pode trazer às empresas economias de escala, de escopo, sinergias de

redução de custos e despesas, utilização de recursos complementares, transferência de tecnologia e de recursos valiosos (PINDYCK; RUBINFELD, 2005; MATIAS; PASIN, 2001; BARNEY, 1991).

A tomada de decisão de aquisição é um processo complexo, geralmente iterativo, envolvendo uma multiplicidade de participantes, consultores, opiniões e motivações (WEBER; ZU KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2019; HASPELAGH; JEMISON, 1987; SIROWER, 1997). É reconhecido pelos executivos e pelas empresas que as M&A são um mecanismo estratégico duradouro e importante para rejuvenescer e realinhar organizações quando o contexto ambiental está mudando, com mais gastos sendo realizados agora do que nunca (\$22 trilhões durante 2017-2022, segundo a fonte TTR iDeals). Adicionalmente, eles reconhecem que as M&A devem permitir que o adquirente esteja demonstravelmente 'melhor' após a aquisição (PORTER, 1989). No entanto, o peso avassalador da pesquisa sobre M&A, utilizando uma variedade de medidas de desempenho, mostra que a maioria das operações não é bem-sucedida (KING et al., 2021; PAPADAKIS; THANOS, 2010; CHRISTENSEN et al., 2011).

Um negócio pode fracassar por várias razões. Contudo, os aspectos associados à análise prévia da tomada de decisão em um processo de M&A podem afetar substancialmente o sucesso da operação (PARKER, 2005). Ao contemplar a realização de transações de M&A, estrategistas e gestores consideram uma série de fatores específicos do adquirente, do alvo e do negócio (CAMPBELL; SIRMON; SCHIJVEN, 2016). Esses fatores são utilizados por estrategistas e gestores, a fim de avaliar se o contexto é adequado para se envolver em uma transação de M&A (WELCH et al., 2020) e se o negócio focal é o ideal, considerando a situação atual, as necessidades e as perspectivas da empresa adquirente (VOLBERDA et al., 2012).

Diante disso, a visão sistêmica de todas as variáveis que afetam a tomada de decisão em fusões e aquisições é importante. Na maioria das vezes, empresas e gestores focam em variáveis isoladas, o que envolve um nível de abstração distante das complexidades da tomada de decisões do mundo real. Além disso, as M&A são altamente ambíguas por natureza, sugerindo que os tomadores de decisão precisam reunir, interpretar e integrar informações de várias fontes para perceber padrões que os ajudem a lidar com a ambiguidade (RINDOVA; FERRIER; WILTBANK, 2010). Essa não é uma tarefa simples. Nesse contexto, a presente pesquisa utilizou o *Design*

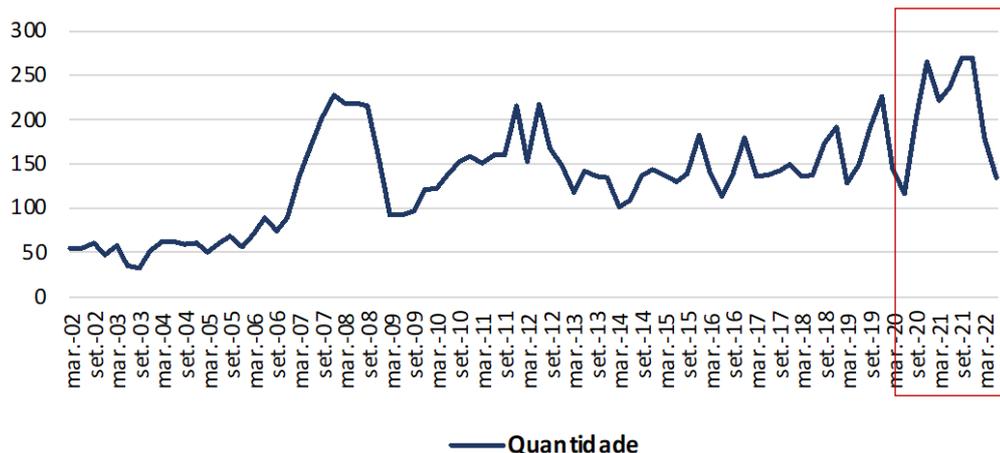
*Science Research* para propor um artefato<sup>1</sup> que contribua com o processo de análise e de discussão sobre o paradigma da tomada de decisão em fusões e aquisições.

## 1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

No Brasil, a escolha de fusões e aquisições como estratégia de crescimento empresarial se desenvolveu no início dos anos 1990 e, posteriormente, foi impulsionada por mudanças estruturais e estratégicas na economia brasileira, como as privatizações, a abertura e a desregulamentação de mercados que levaram empresas estrangeiras a entrarem no mercado brasileiro (ALMADA; POLICARPO, 2016; VIEIRA et al., 2017). Nas últimas décadas, o Brasil sofreu mudanças significativas no contexto econômico, as quais favoreceram a ocorrência de M&A, tornando o país mais atrativo para investidores. Nesse ambiente, as organizações foram estimuladas a vender ou adquirir outras, como forma de enfrentar os desafios de uma economia mais globalizada e interconectada (BOMFIM; CALLADO, 2016).

A tendência crescente no número de M&A no Brasil é apresentada no Gráfico 1, que utiliza dados do *Refinitiv*, que foram cruzados e validados no Capital IQ<sup>2</sup> pela autora.

Gráfico 1 – Ocorrência de operações de fusões e aquisições no Brasil



Fonte: Refinitiv (2022, não paginado)

<sup>1</sup> Dresch, Lacerda e Antunes Júnior (2015a, p. 57) definem artefatos como “[...] algo que é construído pelo homem, ou objetos artificiais que podem ser caracterizados em termos de objetivos, funções e adaptações”.

<sup>2</sup> Refinitiv e Capital IQ são bases de dados financeiros e de mercado globais.

O gráfico compreende transações do período de março de 2002 a março de 2022, que são apresentadas trimestralmente. O gráfico apresenta apenas operações domésticas, sendo composto por dados de transações em que tanto a empresa adquirente quanto a empresa adquirida são brasileiras.

Percebe-se que, além do aumento crescente no número de operações de M&A em empresas nacionais ao longo do tempo, ocorre um 'vale' no primeiro trimestre de 2020. A diminuição no número de transações neste período pode estar atrelada aos efeitos causados pelo Coronavírus (Covid-19). Contudo, percebe-se que o Brasil enfrenta uma recuperação rápida no semestre posterior. Comparando a quantidade de fusões e aquisições realizadas em junho de 2020 com dezembro de 2019, o aumento é de 50%. Por sua vez, quando comparado setembro de 2021 com setembro de 2018, o aumento é de 70%<sup>3</sup>.

Segundo a fonte TTR iDeals (TTR, 2022), o volume monetário transacionado em M&A, no Brasil, em 2018 foi US\$ 26,4 bilhões<sup>4</sup>, em 2019 de US\$ 43,5 bilhões, em 2020 de US\$ 31,7 bilhões e, em 2021, atingiu US\$ 66 bilhões. Dessa forma, ocorreu um crescimento de 150% no período 2018 a 2021, mesmo com a tendência de aumento de operações do tipo Venture Capital (VC), que normalmente possuem *tickets* menores (TTR, 2022). Diferentemente do mercado de 20 anos atrás, que era composto majoritariamente por empresas que compravam outras empresas e alguns investidores financeiros, atualmente, a lente de M&A inclui participação significativa e crescente de múltiplas plataformas de negócios para criar escala e de abordagens/mecanismos como Corporate Venture Capital - CVC, VC, *divestitures*, *strategic alliances* e SPACs (BAIN & COMPANY, 2020; BOSTON CONSULTING GROUP, 2021; BAIN & COMPANY, 2022).

As fusões e aquisições podem ser desafiadoras e apresentar uma taxa significativa de insucesso. Estudos indicam que entre 70% a 90% das transações de M&A não atingem completamente os objetivos propostos (KING et al., 2021; PAPADAKIS; THANOS, 2010; CHRISTENSEN et al., 2011). Existem várias razões pelas quais as M&A falham, incluindo a falta de adequação cultural entre as empresas

---

<sup>3</sup> Os aumentos nos valores de transação apresentados no Gráfico 1 não são discutidos pois: (i) os resultados apresentam tanto transações que divulgaram os valores negociados quanto as que não divulgaram; (ii) os valores divulgados nas bases de dados financeiras internacionais são fornecidos em dólares, logo as mudanças cambiais podem afetar a análise ao longo do tempo.

<sup>4</sup> A fonte de dados não fornece os critérios de busca utilizados para inclusão de transações na base, podendo envolver tanto transações nacionais quanto *cross-border*.

envolvidas, problemas de integração operacional, falhas na avaliação dos ativos ou sinergias esperadas, além de problemas de governança e liderança inadequada. Entretanto, como King et al. (2004, p.198) afirmam, "apesar de décadas de pesquisa, o que afeta o desempenho financeiro de empresas envolvidas em atividades de M&A ainda é inexplicado". Por sua vez, as diversas variáveis isoladas a serem analisadas na tomada de decisão em um processo de M&A tendem a trazer complexidade e ambiguidade às operações. Os tomadores de decisão necessitam reunir, interpretar e integrar informações de várias fontes para embasarem a tomada de decisão (ANGWIN et al., 2022).

Embora vários pesquisadores recomendem focar em uma abordagem de processo em fusões e aquisições (por exemplo, HASPELAGH; JEMISON, 1991; JEMISON; SITKIN, 1986; MEGLIO; RISBERG, 2010), pesquisadores tendem a se concentrar no gerenciamento pós-aquisição, em vez de examinar de perto as interligações ao longo de todo o processo de M&A (HASPELAGH; JEMISON, 1991; HAYWARD, 2002). É necessário que os acadêmicos e profissionais de gestão desenvolvam uma compreensão mais sistêmica, sólida e detalhada do processo cognitivo, analítico e comportamental da tomada de decisão em fusões e aquisições, que pode definir o fracasso e o sucesso das aquisições.

Ainda, este processo complexo e ambíguo de tomada de decisão em fusões e aquisições pode ser afetado pela presença da incerteza. Por mais que o efeito da incerteza em operações de M&A dependa de características específicas do negócio planejado e de características contextuais, é sabido que eventos inesperados ou situações de incerteza afetam a forma como as empresas direcionam seus investimentos, incluindo os investimentos para crescimento inorgânico (BHAGWAT; DAM; HARFORD, 2016; SHA; KANG; WANG, 2020; NGUYEN; PHAN, 2017; GARFINKEL; HANKINS, 2011).

O crescimento percebido no número de fusões e aquisições apresentado no Gráfico 1 ocorreu, em um momento de incerteza, no Brasil e no mundo: a crise sanitária do Covid-19. Em março de 2020, o mundo viu a pandemia se espalhar e afetar os mercados e os negócios no mundo todo, causando um choque econômico sem precedentes (BOSTON CONSULTING GROUP, 2021). A pandemia foi um evento inesperado, distinto do que já havia ocorrido no passado e com extremo impacto econômico e social, estando relacionada à teoria de Taleb (2007) que define este tipo de evento como 'Cisne Negro' (WIND et al., 2020). Esse contexto é o pano de fundo

deste estudo, que busca fornecer um guia claro para a tomada de decisão em fusões e aquisições, e que considere o impacto da incerteza nesse processo.

A falta de um guia claro e abrangente para apoiar a tomada de decisão em operações de M&A pode resultar em falhas significativas, como pagamentos excessivos, falhas na integração pós-aquisição, incompatibilidade cultural, entre outros problemas que podem prejudicar o sucesso e a criação de valor para as empresas envolvidas. Ao oferecer critérios claros e uma estrutura abrangente para a tomada de decisão em operações de M&A, espera-se que os executivos possam identificar com mais precisão as oportunidades de criação de valor e evitar armadilhas comuns associadas a essas transações. Para atender esta demanda, foi definida a questão principal de pesquisa: **diante do elevado grau de incerteza que permeia os processos de fusões e aquisições, quais seriam as variáveis / fatores que deveriam ser contempladas(os) em um *framework* para nortear o processo de tomada de decisão?**

## 1.2 OBJETIVOS

Esta seção apresenta os objetivos geral e específicos deste trabalho.

### 1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo consiste em propor um *framework* que forneça critérios e elementos que apoiem a tomada de decisão em operações de fusões e aquisições. O artefato considera o efeito da incerteza no processo de tomada de decisão.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos do trabalho são:

- a) Propor categorias e criar relações entre os elementos e critérios de tomada de decisão em operações de fusões e aquisições.
- b) Entender o efeito de eventos inesperados na tomada de decisão em operações de fusões e aquisições.

- c) Propor um método de utilização do *framework* de suporte à tomada de decisões em fusões e aquisições.

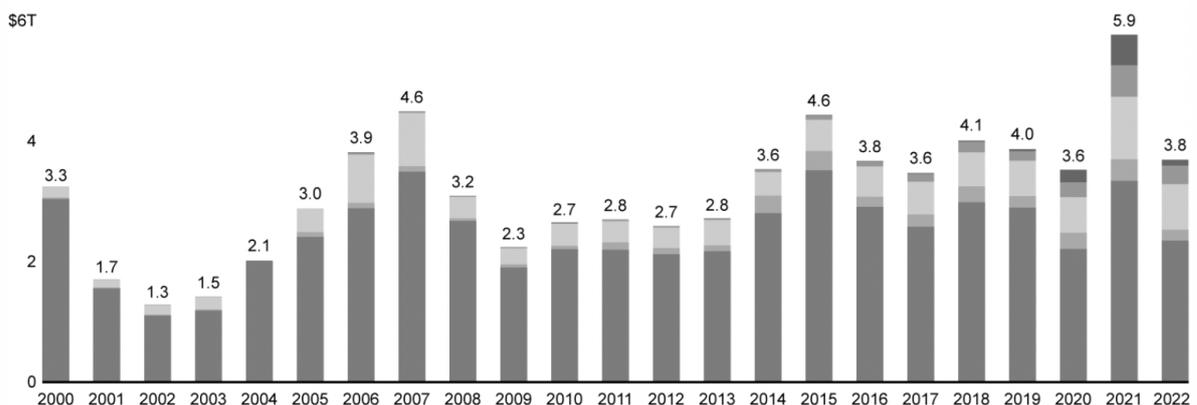
### 1.3 JUSTIFICATIVA

O presente trabalho se justifica sob dois aspectos principais. O primeiro diz respeito à relevância da proposição de um guia para que empresas adquirentes possam discutir sobre sua estratégia de crescimento inorgânico analisando elementos essenciais para uma tomada de decisão assertiva, com vistas à realização de fusões e aquisições. O segundo está relacionado às contribuições ao campo de estudos sobre fusões e aquisições no Brasil. A seguir, são detalhadas as justificativas tanto do ponto de vista do contexto da prática, como do contexto acadêmico.

#### 1.3.1 Contexto da Prática

No ano de 2021, operações de fusões e aquisições transacionaram um volume de capital recorde no mundo, chegando a US\$ 5.9 trilhões, valor 67% maior do que 2020 e 50% maior do que 2019, conforme exposto no Gráfico 2.

Gráfico 2 - Valor de operações de M&A no mundo (em trilhões de dólares)



Fonte: Bain & Company (2022, p. 5)

No Brasil, conforme citado anteriormente, o volume transacionado em 2021 chegou a US\$ 66 bilhões (considerando operações domésticas e *cross-border*), sendo este o valor recorde da década, não sendo somente maior que o resultado de transações de 2010, quando houve uma onda de privatizações no país que ocasionou atividades de fusões e aquisições (PWC, 2022; BAIN & COMPANY, 2022). Estes

números, por si só, apresentam a relevância de pesquisas que apoiem os executivos nesta área. Além disso, há uma necessidade inegável de uma análise mais detalhada e diferenciada das fusões e aquisições (M&A) como um fenômeno complexo (SCHWEIZER, 2005).

O *framework* proposto espera fornecer aos tomadores de decisão, em primeiro lugar, uma orientação estratégica robusta, permitindo-lhes avaliar cuidadosamente os riscos e oportunidades associados a uma aquisição específica. A aplicação do *framework* pode auxiliar os executivos a identificar armadilhas e áreas de preocupação no processo, com base em evidências analíticas e empíricas. Assim, espera-se que, através da aplicação do artefato, o processo decisório em fusões e aquisições possa ser eficiente, transparente e responsável; podendo trazer, inclusive, segurança aos *shareholders* e *stakeholders*.

### **1.3.2 Contexto Acadêmico**

Com o crescimento da relevância das atividades de M&A no cenário nacional, urge a demanda por pesquisas e estudos relacionados ao tema. Segundo De Camargos e Camargos (2015), a produção sobre M&A na literatura nacional tem evoluído, tornando-se cada vez mais consistente. No entanto, é ainda acanhada quando comparada com a produção sobre o tema em países desenvolvidos. Como fator dificultador, os autores elegem, além da complexidade e dificuldade de análise inerentes às atividades de M&A, a ausência de fontes de dados acessíveis aos pesquisadores e confiáveis.

Tradicionalmente, as pesquisas a respeito de M&A têm explorado aspectos individuais do processo de aquisição, como os motivos ou objetivos da aquisição (ANGWIN, 2007), o desempenho do retorno das ações pós-aquisição (SIROWER, 2000), a integração estrutural (PURANAM; SINGH; ZOLLO, 2006), a realização de sinergias (SHAVER, 2006) e a integração pós-aquisição (WEBER; TARBA, 2010). De forma geral, muitos estudos anteriores investigaram questões de aquisição corporativa dentro de estruturas unidimensionais: lógica estratégica (por exemplo, MATSUSHIMA, 2009), comportamento organizacional e finanças (por exemplo, PARVINEN; TIKKANEN, 2007). No Brasil, por sua vez, poucas pesquisas se debruçam sobre as estratégias de realização das transações de M&A e os fatores

analisados no *pre-merger*, em uma visão processual (BETTINAZZI; MILLER; CORBETTA, 2018; ANDRADE; MITCHELL; STAFFORD, 2001).

Por mais que este trabalho não tenha como intuito a análise da pandemia de COVID-19, e sim eventos inesperados de forma mais genérica, utiliza-se a pandemia como um exemplo de evento ‘Cisne Negro’ para busca de pesquisas relacionadas à tomada de decisão em fusões e aquisições no Brasil. Dessa forma, ressalta-se que nenhuma publicação acadêmica científica foi encontrada pela pesquisadora relacionando à pandemia e seus efeitos na tomada de decisão em fusões e aquisições no Brasil. Em contrapartida, há muitas análises de mercado que examinam a pandemia do COVID-19 e seu efeito na tomada de decisão em atividades de fusões e aquisições no Brasil no período de 2020 a 2022 (DELOITTE, 2021; BAIN & COMPANY, 2022; BOSTON CONSULTING GROUP, 2021; BOSTON CONSULTING GROUP, 2020; KPMG, 2021; PWC, 2021; MCKINSEY & COMPANY, 2021), comprovando a relevância do seu estudo para empresas e negócios.

Espera-se que o *framework* proposto nesta pesquisa colabore para a escola de processos em fusões e aquisições, a qual defende que a performance de fusões e aquisições pode ser aprimorada através da visão processual das operações (BAUER; MATZLER, 2012). O artefato busca considerar as interdependências do processo, evitando uma análise em perspectiva isolada (CARTWRIGHT, 2006; CARTWRIGHT; COOPER, 1999; HASPELAGH; JEMISON, 1991; LARSSON; FINKELSTEIN, 1999). Desse modo, na perspectiva acadêmica, o *framework* poderá atuar como um instrumento processual que auxilie a realizar objetivos estratégicos e alcançar os resultados de gestão esperados.

#### 1.4 DELIMITAÇÕES

O método de pesquisa utilizado – DSR – consiste em utilizar os conhecimentos descritivos e prescritivos existentes para criar um novo conhecimento prescritivo (GREGOR; HEVNER, 2013; MARCH; SMITH, 1995). O produto é uma proposta de solução para problemas reais (DRESCH; LACERDA; ANTUNES JÚNIOR, 2015b). Nesse sentido, o objetivo desta pesquisa não é determinar se empresas devem ou não adquirir outras empresas, nem definir o processo geral que as empresas devem seguir para realizar fusões e aquisições. Sua entrega central é um artefato que pode ser usado por organizações e gestores para apoio à tomada de decisão em operações

de M&A. Esta pesquisa é limitada a empresas que escolheram como estratégia de crescimento empresarial o crescimento inorgânico, estando no lado adquirente da transação.

No que tange aos procedimentos, optou-se por uma abordagem qualitativa, que possibilitou o aprofundamento do tema, ao invés de quantitativa, que, em função da complexidade do fenômeno, poderia não trazer os resultados esperados. Assim, considerou-se a literatura, a opinião de especialistas e acadêmicos e a realização de estudos de caso para a definição da estrutura do artefato. Os estudos de caso foram realizados com empresas dos setores da educação, saúde e tecnologia, não com intenção de criar uma visão determinística destes setores, mas sim de compreender se o *framework* captava os elementos de análise de diferentes setores.

## 1.5 ESTRUTURA DA PESQUISA

Este trabalho foi estruturado em seis capítulos. O primeiro corresponde à introdução e seus respectivos subcapítulos: problema, questões, objetivos e justificativa da pesquisa, delimitações e estrutura do trabalho.

O segundo capítulo traz os arcabouços teóricos que constituem a base para a construção do *framework*. Neste capítulo, são abordados os conceitos referentes a teorias de crescimento empresarial, fusões e aquisições, e conceitos relevantes para a pesquisa e para a tomada de decisão nestas operações.

No terceiro capítulo, são apresentados o método de pesquisa e o método de trabalho. O método de trabalho, por sua vez, é composto pelo delineamento do método, explicação das etapas de desenvolvimento do artefato e avaliação do artefato.

O quarto capítulo discorre sobre os resultados das diferentes etapas da pesquisa. Esta seção aborda as etapas de proposição, desenvolvimento e avaliação do artefato, mostrando as diferentes versões do *framework* resultantes dos procedimentos aplicados.

O capítulo cinco discute a terceira versão do artefato, abordando de maneira detalhada todas as suas dimensões e elementos. Este capítulo tem como intuito discutir a contribuição final e esclarecer a forma de aplicação do *framework* proposto. Igualmente, ao fim do capítulo, o artefato é avaliado.

Por fim, no capítulo seis, são sintetizadas as principais contribuições desta pesquisa, bem como limitações e sugestões para trabalhos futuros.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica é dedicada a explorar os conhecimentos existentes e pertinentes ao equacionamento do problema de pesquisa. Este capítulo está organizado em cinco subcapítulos. O primeiro discute acerca da estratégica de crescimento empresarial, explicando o conceito de crescimento orgânico e inorgânico. O segundo subcapítulo se aprofunda no conceito de fusões e aquisições, classificando-as e apresentando seus tipos e formas de efetivação. O terceiro subcapítulo discorre sobre as motivações apresentadas na literatura para as empresas realizarem fusões e aquisições. Na sequência, as etapas do processo de M&A compõem o subcapítulo quatro, fornecendo enfoque para os passos de *due diligence* e da tomada de decisão efetiva. Finalmente, o último subcapítulo trata das ondas de M&A, sua relação com a incerteza e com os eventos caracterizados como Cisnes Negros.

### 2.1 TEORIAS DE CRESCIMENTO EMPRESARIAL

As atividades inorgânicas de crescimento empresarial, representadas tradicionalmente por fusões e aquisições, são o tema principal de estudo deste trabalho e serão exploradas nos próximos itens do referencial teórico. Buscando desenvolver uma base teórica robusta e completa, inicialmente, neste capítulo, serão apresentadas as teorias estratégicas que estão relacionadas às atividades de crescimento inorgânico.

Camargos e Coutinho (2008) defendem que as atividades de crescimento inorgânico não estão totalmente assimiladas e sedimentadas em uma teoria geral que lhe sirva de suporte. O que existe é um conjunto de explicações que se propõem a lhe conferir legitimidade. As explicações derivam principalmente da teoria da firma que, por sua vez, apresenta um esclarecimento lógico para o surgimento, evolução e aumento do tamanho da firma.

O desenvolvimento da teoria da firma é contemplado por diferentes escolas de economistas, desde Smith (1996) e seus seguidores, os economistas clássicos, tal como Mill (1983), passando pelos economistas e neoclássicos, como Marshall (1982); Institucionalistas, como Veblen (1997) e Coase (1937); Neoinstitucionalistas, como

Williamson (1991); Schumpeter (1982) e Neoschumpeterianos, destacando-se o trabalho de Penrose (1962).

Para Camargos e Coutinho (2008), as atividades de fusões e aquisições encontram suporte teórico principalmente nas Teorias da Maximização da Riqueza dos Acionistas, na Teoria do Crescimento, desenvolvida por Edith Penrose (1962), e na teoria da Agência e da Governança Corporativa.

Quanto aos itens abaixo que descrevem diferentes Teorias da Firma, os dois primeiros itens são defendidos por Camargos e Coutinho (2008) como teorias que embasam atividades de M&A; o terceiro item é acrescentado pela autora por acreditar ser uma teoria igualmente relevante no contexto citado:

1. Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma: as forças do mercado motivam os gestores a tomarem decisões que maximizem o valor das firmas e a riqueza dos acionistas. As firmas se engajarão em fusões e aquisições se estas resultarem no aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, advindos de aumentos na rentabilidade, seja pela criação do poder de monopólio, sinergias, ou substituição de gestores ineficientes nas firmas adquiridas.

2. Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial: além de um nível satisfatório de lucro, os administradores tentarão maximizar sua utilidade, em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas, objetivos estes que podem ser obtidos por meio do aumento do tamanho da firma, sendo as Fusões e Aquisições, uma forma rápida de consegui-los.

3. Teoria da Agência: Segundo Jensen e Meckling (1976), as grandes corporações estão permeadas pela relação de agência, que nada mais é do que um contrato em que uma ou mais pessoas (principais) outorgam autoridade a terceiros (agentes), para cuidarem de seus interesses. Como ambas as partes são maximizadoras da utilidade, há razões para crer que existam situações em que os interesses envolvidos sejam divergentes. O chamado custo de agência é o resultado, em termos de perda de riqueza, incorrida por uma firma, como fruto dos conflitos de interesses entre agentes e principais. Estes últimos deverão instituir incentivos permanentemente, tais como opções de compra de ações e participação nos resultados, e mecanismos de monitoramento da atividade dos gerentes, para que os primeiros atuem visando maximizar o lucro da empresa e, conseqüentemente, a riqueza dos proprietários.

As teorias que tratam sobre a decisão de investimento da firma, sejam elas de caráter neoclássico ou não, tendem a considerar a influência das estruturas de mercado na determinação do investimento. Nas corporações modernas, são levados em consideração os limites da firma nas suas fronteiras horizontais e verticais, para criar ou ainda aumentar a quantidade de produtos para o mercado (CHANDLER, 1990; BESANKO; DORASZELSKI, 2004; BARNEY, 1991). Penrose (1959) defende que as firmas possuem limite de expansão e que as mesmas tendem a apresentar rendimentos decrescentes a partir de um certo ponto do seu crescimento. Assim, para garantir o crescimento constante, as firmas devem adaptar sua estrutura interna ou desenvolver novos mecanismos de produção e comercialização.

As oportunidades de crescimento exploradas pelas firmas podem ser alcançadas através da utilização dos recursos disponíveis, que são considerados raros, valiosos e de difícil reprodução. Dessa forma, tende a se criar vantagem competitiva para aquelas que conseguem utilizá-los na geração de seu crescimento (BARNEY, 1991).

Devido à diversidade de estrutura, tamanho e posicionamento de mercado apresentado pelas firmas, múltiplas estratégias tratam do tema do crescimento da firma. Como consequência, várias classificações para estratégia de crescimento foram estruturadas e estudadas pela academia. Chandler (1962) distinguiu quatro principais estratégias:

- i. Expansão de volume: Ampliação do volume de venda apresentado pela empresa no mercado em que atua.
- ii. Dispersão geográfica: Ampliação da quantidade total de localidades onde a empresa oferta seus bens ou serviços.
- iii. Integração vertical: Movimentação da empresa ao longo da sua cadeia de valor, tanto à montante quanto à jusante.
- iv. Diversificação da produção: Desenvolvimento de novos produtos, serviços ou negócios.

Essas estratégias possuem foco no aumento de produtividade da empresa (Produtivas) ou na defesa do seu posicionamento no mercado em relação às ameaças apresentadas pelo ambiente externo (defensivas). Dessa forma, as empresas podem se movimentar estrategicamente de forma defensiva, produtiva, híbrida ou nula (CHANDLER, 1993).

A partir de uma ótica de expansão, diversificação ou crescimento, Singh e Montgomery (1987) dividem as formas de crescimento empresarial em crescimento orgânico e inorgânico. Resumidamente, o Quadro 1 apresenta a diferença entre o crescimento orgânico e inorgânico.

Quadro 1 - Alternativas de crescimento

<b>Alternativa de Crescimento</b>	<b>Característica</b>
<b>Crescimento orgânico</b>	Crescimento de dentro pra fora: investimentos dentro da própria empresa. Exemplos: investimento em equipamentos para expansão da capacidade de produção ou na construção de novas plantas.
<b>Crescimento inorgânico</b>	Crescimento de fora pra dentro: investimento feito na aquisição de outras empresas. Exemplos: integração vertical ou horizontal, controle acionário total ou parcial.

Fonte: Adaptado pela autora a partir de Façanha (2012, p.32)

Os subcapítulos 2.1.1 e 2.1.2 aprofundam as diferenças entre as alternativas de crescimento.

### **2.1.1 Crescimento Orgânico**

Segundo Achtenhagen, Brunninge e Melin (2017), o crescimento orgânico é tipicamente assumido como o modo de crescimento 'normal' das empresas. O crescimento orgânico ocorre através da exploração de oportunidades existentes e novas em mercados antigos e/ou novos com produtos e serviços antigos e/ou novos (BRUSH; CERU; BLACKBURN, 2009). Por exemplo, investimentos em novas instalações de produção ou na cadeia de distribuição de um produto podem permitir que a empresa se expanda capturando uma maior participação de mercado. Para alcançar o crescimento orgânico, o desenvolvimento interno da empresa é importante (ERICSON, 2007). Isso pode ocorrer, por exemplo, melhorando seus processos operacionais, tornando-os mais econômicos, estabelecendo uma organização profissional de vendas ou alavancando uma imagem de marca. Em seu estudo, Ortiz-de-Urbina-Criado, Guerras-Martín e Montoro-Sánchez (2014) confirmam que as empresas que se expandem mantendo uma relação próxima com seu portfólio de negócios atual preferem crescer organicamente.

Penrose (1959) argumenta que o crescimento orgânico não ocorre automaticamente e que o planejamento intencional e a alocação de recursos para a expansão são necessários. Para poder aproveitar as oportunidades de crescimento no mercado, recursos especializados e capacidade gerencial precisam estar disponíveis para a empresa. Durante o processo de expansão, novos serviços gerenciais precisam ser criados, e ocorre uma melhoria geral em habilidades e eficiência. Ao longo do tempo, os gestores acumulam experiência, usando o conhecimento adquirido com maior capacidade e levando a uma base de recursos versátil em termos da gama de serviços que podem fornecer.

### **2.1.2 Crescimento Inorgânico**

O crescimento inorgânico é representado pela expansão de um negócio conquistado por meio de operações de concentração como fusões, aquisições, alianças, *joint ventures* e outros tipos de aliança. Conforme a especificidade de determinados setores, esse crescimento pode ocorrer devido a diretivas legais, impacto de alterações cambiais e conjuntura internacional. Em oposição ao crescimento orgânico, este tipo de expansão faz com que empresas atinjam de forma rápida dimensões que levariam mais tempo para atingir crescendo organicamente (HESS, 2007).

Penrose (1959) fornece argumentos diferentes para explicar 'porquê' as empresas podem optar por adquirir empresas existentes. Os custos e as dificuldades gerenciais e técnicas de entrar em um novo campo podem ser reduzidos com a aquisição de outra empresa. Achtenhagen, Brunninge e Melin (2017) explicam que, por exemplo, pode ser mais barato assumir uma planta de produção existente do que a construir do zero. Ainda, a aquisição de outra empresa também pode ser orientada por qualificações específicas do alvo da aquisição. Ademais desta explicação, os motivos para a realização de fusões e aquisições serão aprofundados no item 2.3 do referencial teórico.

## **2.2 FUSÕES E AQUISIÇÕES**

As fusões e aquisições podem ser consideradas como o método de crescimento inorgânico mais frequentemente utilizado pelas empresas no século 21

(HAMMER, 2017). Dessa forma, nos próximos subcapítulos, será definido o que são fusões e o que são aquisições, apresentando suas particularidades. Após, apresentar-se-ão as formas de realização de fusões e aquisições.

### **2.2.1 Fusões**

De acordo com a Lei Federal no 6404/76, Art. 228, as fusões podem ser definidas como uma “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Ou seja, em uma fusão, duas ou mais empresas se aproximam e se tornam uma única empresa (KHAN, 2011; GEORGIOS; GEORGIOS, 2011). De Camargos e Camargos (2015) colaboram dizendo que a fusão pode ocorrer por meio da troca de ações (união financeira), podendo resultar na união operacional das empresas envolvidas, com apenas uma delas mantendo a identidade jurídica, ou na criação de uma nova empresa.

### **2.2.2 Aquisições**

As aquisições são definidas pela Lei Federal no 6404/76, Art. 227 como uma “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Portanto, uma aquisição ocorre quando uma firma compra, de forma total ou parcial, as ações circulantes ou ativos de outra firma. De Camargos e Camargos (2015) definem que as aquisições podem ser entendidas como operações que determinam modificação permanente na estrutura societária de uma ou mais empresas, podendo ser estruturadas como: (i) *stock purchase* – compra ou venda de parte ou o total das ações de uma companhia (controle societário); (ii) *asset purchase* - realizada por meio da venda dos ativos ou passivos do complexo empresarial.

### **2.2.3 Classificação de fusões e aquisições**

Além da classificação genérica de acordo com o objetivo, também é possível classificar as fusões e aquisições quanto à forma sob a qual elas se manifestam, a saber (BREALEY; MYERS, 2006):

- i. Horizontais: uma empresa adquire outra empresa do seu mesmo mercado, predominantemente concorrente.
- ii. Verticais: quando resulta da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser em direção aos fornecedores, ou em direção aos distribuidores.
- iii. Congênere: aquisição de uma empresa do mesmo segmento de atuação, mas sem uma relação direta, seja de fornecedor, cliente ou concorrência.
- iv. Conglomerado: aquisição de empresa de outros segmentos, cujo principal objetivo é a diversificação de investimentos.

#### 2.2.4 Formas e tipos de operações de fusões e aquisições

Existem diferentes formas estatutárias de realizar fusões e aquisições, as quais dizem respeito às estruturas legais utilizadas para efetuar estas operações. O Quadro 2 resume as principais formas estatutárias de fusões e aquisições.

Quadro 2 - Formas estatutárias de realização de fusões e aquisições

Forma do M&A	Descrição
<b>Incorporação direta</b>	A empresa-alvo é incorporada por uma subsidiária recém-formada da adquirente.
<b>Fusão triangular futura</b>	A empresa-alvo é incorporada por uma subsidiária integral da adquirente, e os acionistas da empresa-alvo recebem ações, caixa, dívidas, propriedades ou uma combinação deles da adquirente.
<b>Fusão triangular reversa</b>	Uma nova subsidiária é formada pela adquirente e é incorporada ao alvo; os acionistas da empresa adquirida recebem ações, caixa, dívidas, propriedades da adquirente e as ações da subsidiária de aquisição se transformam em ações da empresa-alvo; o alvo se torna subsidiária integral e sua identidade corporativa é mantida.
<b>Aquisição de ativos</b>	Um adquirente pode adquirir substancialmente todos ou parte dos ativos de uma empresa-alvo corporativa em troca de contrapartidas, incluindo ações, dinheiro, dívida, propriedade etc. Além das vantagens fiscais, o comprador pode adquirir todos ou apenas ativos

	selecionados e todas ou apenas algumas responsabilidades selecionadas, evitando lidar com acionistas minoritários em muitas circunstâncias e evitando o voto dos acionistas da empresa-alvo.
<b>Aquisição de ações</b>	Um adquirente pode obter o controle sobre uma empresa-alvo comprando ações dos acionistas da empresa-alvo, em vez de fundir-se com ela ou adquirir seus ativos. A corporação adquirente pode negociar com acionistas individuais ou, se a empresa-alvo for uma empresa de capital aberto, pode fazer uma oferta pública. O adquirente pode fazer uma oferta pública diretamente aos acionistas ordinários controladores da empresa-alvo para comprar suas ações e, em seguida, realizar uma fusão em duas etapas para eliminar acionistas minoritários. Uma oferta pública é regulamentada pelas leis federais de valores mobiliários. Independentemente de a transação ser feita por meio de uma oferta pública ou uma fusão em uma única etapa, as regulamentações federais e estaduais se concentram na divulgação para garantir que os acionistas da empresa-alvo tenham tempo suficiente e informações adequadas para tomar uma decisão totalmente informada.
<b>Joint Venture (JV)</b>	Combinação de negócios a custo baixo, situação em que ocorrem arranjos contratuais ou se criam estruturas como entidades de propriedade conjunta, como corporações, parcerias ou sociedades de responsabilidade limitada.

Fonte: Adaptado pela autora a partir de Poniachek (2019, p. 36)

Ainda, em relação a abordagens para fusões e aquisições, outras abordagens surgiram ao longo dos anos além dos tradicionais M&A corporativos que normalmente acontecem de maneira horizontal, vertical, congênere e de conglomerado (BREALEY; MYERS, 2006). Como alternativas, é reforçada a abordagem de *Joint Venture*, a Aliança Estratégica, o *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), o *Private Equity* (PE), o *Venture Capital* (VC), o *Corporate Venture Capital* (CVC) e o Desinvestimento.

Macedo-Soares (2002) diz que alianças estratégicas são acordos voluntários de cooperação entre firmas que envolvem troca, compartilhamento, codesenvolvimento e contribuição de capital, de tecnologia e de bens específicos. SPACs, por sua vez,

são empresas que levantam capital através da abertura de capital (Initial Public Offering - IPO), levantando fundos com o único propósito de realizar um processo de M&A com uma empresa (BERGER, 2008). Devido a essa empresa estar sendo negociada publicamente em bolsa, quando uma SPAC adquire outra empresa, essa empresa instantaneamente passa a ser negociada publicamente. Dessa forma, os SPACs podem ser vistos como alternativa para IPOs para empresas (COLLINS, 2012).

Ribeiro (2005) explica que *Private Equity (PE)* ou *Venture Capital (VC)* são atividades de intermediação financeira, situação em que organizações realizam a gestão de veículos de investimento que congregam recursos de um ou mais investidores para investimentos de longo-prazo em outras empresas. Os aportes são feitos normalmente em forma de ações, quotas de participação, debêntures conversíveis, opções, ou outras opções negociadas. Após algum tempo, essas participações são liquidadas e os recursos investidos, mais o eventual ganho de capital, retornam aos investidores. Ainda, segundo Ribeiro (2005), o VC é empregado como sinônimo de investimento em empresa que se encontra em desenvolvimento. Já o termo PE é empregado como sinônimo do investimento em empresas já desenvolvidas.

Chesbrough (2002) define CVC como um fundo privado criado e controlado por uma empresa madura com o propósito de realizar investimentos em projetos de inovação, mais especificamente quando tal investimento é realizado diretamente em uma *startup* externa. Apesar de realizarem investimentos financeiros, tais programas não buscam meramente retorno monetário à corporação, mas também empreendimentos que promovam negócios complementares ou que alavanquem vendas de seus produtos (WEIBLEN; CHESBROUGH, 2015). Enquanto no VC a motivação primária para se investir em outras empresas é financeira, ou seja, a perspectiva de alto retorno a partir de um investimento de alto risco, no CVC, o julgamento deve ser feito sob outras perspectivas, em particular alavancagem do crescimento da corporação, quer seja promovendo atuais ou lançando novos negócios (CHESBROUGH, 2002).

Os principais tipos de desinvestimentos examinados na literatura são: *sell-off*, *spin-off* e *equity carve-out* (BRAUER; SCHIMMER, 2010; CHEN; GUO, 2005; KOLEV, 2016; MULHERIN; BOONE, 2000; VILLALONGA; MCGAHAN, 2005). Um *sell-off* envolve a venda de ativos de uma empresa para outra, em troca de dinheiro e/ou

valores mobiliários. Um *spin-off* ocorre quando uma empresa que faz o desinvestimento redistribui a propriedade de uma subsidiária para seus acionistas, criando uma companhia que opera de forma independente, com a sua própria estrutura de governança. Os acionistas da empresa controladora, normalmente, recebem um número proporcional de ações da nova entidade criada (BERGH; SHARP, 2015). *Equity carve-out* é o desinvestimento parcial ou total de uma unidade de negócios por meio de uma oferta pública inicial (IPO) (FRANK; HARDEN, 2001; LEE; MADHAVAN, 2010). Enquanto em *spin-offs* o desinvestimento por parte dos controladores é total, em *carve-outs*, ocorre de forma parcial (FRANK; HARDEN, 2001; HULBURT; MILES; WOOLRIDGE, 2002).

### 2.3 MOTIVAÇÕES PARA REALIZAÇÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Neste capítulo, serão comentadas defesas teóricas de motivações para a realização de fusões e aquisições. Segundo Kloeckner (1994), Camargos e Barbosa (2003) e Camargos e Coutinho (2008), os motivos teóricos para as M&A estão fundamentados tanto na perspectiva neoclássica da maximização da riqueza, que atesta que o monitoramento constante do mercado induz os gestores a tomarem decisões que maximizem a riqueza dos *shareholders* e *stakeholders*, quanto na perspectiva da maximização da utilidade gerencial, que apresenta M&A como instrumentos que servem aos interesses da liderança gerencial da companhia.

Desses dois motivos podem ser derivados outros, conforme salienta Kloeckner (1994): i) expansão ou internacionalização empresarial, onde fusões e aquisições podem ser mais vantajosas estratégica, temporal e financeiramente por eliminar várias etapas do investimento próprio; ii) expectativas assimétricas, sendo que diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma empresa, ocasionando propostas de aquisições; iii) racionalidade limitada nas decisões de dirigentes, pois, sob condições de incerteza, os gestores nem sempre tomam decisões racionais; iv) utilização de fluxo de caixa excedente em processos de M&A, em vez de distribuí-los na forma de dividendos; v) motivos fiscais, fazendo uso de créditos tributários (oriundos de prejuízos no passado) em exercícios subsequentes; vi) oportunidade de investimento, quando o valor de mercado da empresa-alvo está baixo do seu valor patrimonial; vii) busca do poder de monopólio, pelo aumento da concentração de mercado e da consequente redução do poder de

competição das outras empresas, reduzindo a concorrência; viii) razões gerenciais, quando fusões e aquisições são utilizadas para satisfazer interesse de gestores; ix) razões financeiras, aproveitando a capacidade ociosa de endividamento, bem como redução do custo de capital, advindo da redução dos custos de captação.

Segundo Zilber e Piekny (2005), os motivos mais comuns para a escolha de uma estratégia de fusões e aquisições são: i) ampliar *marketshare* (fatia de mercado); ii) entrar em novos mercados ou ter acesso a novos canais de distribuição; iii) obter novos produtos; iv) exercer inovações e descobertas em produtos ou tecnologia para reduzir prazos e custos; v) melhorar a qualidade de produtos ou serviços; vi) diminuir o número de competidores; vii) capitalizar em razão de mudanças na política e nas regras; viii) fortalecer a reputação e a imagem; ou ix) aumentar a credibilidade.

Segundo Lindgren e Spangberg (1981) e Shelton (1988), nas atividades de fusões e aquisições, é buscada uma criação de valor em potencial, por meio da sinergia, partindo-se do pressuposto de que a empresa adquirida irá contribuir estratégica ou financeiramente para a adquirente. Cartwright e Cooper (1999) e Rourke (1992) indicam que a intenção de compra pode estar relacionada à maximização de valor da empresa para o acionista – por meio de economia de escala ou transferência de conhecimento –, à lógica de mercado, ao aumento da participação no mercado e à redução do nível de incerteza. A intenção de compra pode ainda estar relacionada, quando a empresa possui problemas de desempenho, à necessidade de diversificação pura, de aquisição de tecnologia e de aproveitamento de situações de reestruturação. Para Sterger (1999), os objetivos para a realização de fusões e aquisições podem ser divididos em dois grupos: i) o primeiro, das “tradicionais”, visam à consolidação e à expansão de mercado; e ii) o segundo, das “transformacionais”, onde o foco é o desenvolvimento de novo portfólio, novo modelo de negócios, ou mudança radical de patamar.

Ferreira e Callado (2015), que estudaram fusões e aquisições no Brasil, apresentam que há uma vertente de estudos que entende que estes processos têm motivações eminentemente microeconômicas, a saber: um modo de entrada em novos mercados ou países (BHAGAT; MALHOTRA; ZHU, 2011); diversificação de produtos e integração da cadeia produtiva (SPOHR; SILVEIRA, 2012); busca de poder de monopólio (CAMARGOS; BARBOSA, 2005); e diversificação de risco (TRICHES, 1996). Contudo, de acordo com Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004), as fusões e aquisições realizadas no mercado brasileiro apresentam interesses tipicamente

estratégicos, visando à conquista de maior participação no mercado; ganhos operacionais; aumento na lucratividade; produtividade; ampliação da rede de distribuição e logística; e operações que almejavam à obtenção de *know-how* corporativo, de tecnologia, práticas gerenciais e de mercado.

Angwin (2007), por sua vez, apresenta motivações mais amplas e complexas. O autor agrupa as razões em quatro categorias: i) “*exploitation*” do alvo por meio de sinergias para aumentar o valor do adquirente com alto grau de certeza; ii) exploração – aquisição em novas áreas para gerar valor potencial e oportunidades futuras com baixa certeza de que isso irá efetivamente gerar melhores retornos financeiros para o adquirente; iii) “*statis*” – tentativa de preservar a situação competitiva do adquirente através do fechamento da empresa adquirida (pouco ou algum benefício direto é extraído da própria aquisição); iv) sobrevivência – tentar evitar a morte do adquirente por meio da aquisição – a aquisição pode resultar na perda de valor do adquirente, mas isso pode ser melhor do que não adquirir.

Berkovitch e Nayaranan (1993) comentam sobre a dificuldade de se distinguir qual é o verdadeiro motivo de se fazer um M&A, uma vez que podem ser determinados por três motivos principais, que podem se desdobrar em vários outros. Os motivos citados por Berkovitch e Nayaranan (1993) são: i) sinergia: os M&A ocorrem quando existem ganhos econômicos resultantes da união dos recursos das duas firmas; ii) agência: as M&A ocorrem porque geram acréscimo do bem-estar dos administradores em detrimento dos acionistas de firmas adquirentes; e iii) *hubris*: as M&A ocorrem quando existem erros de avaliação dos valores das firmas-alvo cometidos por gestores (termo usado para descrever a figura da autoridade, empreendedor) que se engajam em processos de M&A que não são sinérgicos.

Indo ao encontro do defendido por Berkovitch e Nayaranan (1993), Angwin (2007) apresenta que, embora seja atraente para os pesquisadores a capacidade de categorizar as fusões e aquisições em motivos únicos ou categorias únicas, a conveniência analítica leva a suposições simplificadas sobre por que as fusões e aquisições são realizadas. De fato, em uma pesquisa realizada com CEOs de 100 adquirentes domésticos no Reino Unido (ANGWIN, 2007), em resposta à pergunta aberta sobre suas motivações para realização das atividades M&A, 45% deram três ou mais motivos distintos e 71% dos CEOs deram dois ou mais motivos.

Angwin (2007) argumenta que razões únicas para negócios são raras e múltiplas razões estão mais próximas ao normal, sendo que essas razões não

precisam estar necessariamente alinhadas. Para capturar essa complexidade, três dimensões são identificadas. A primeira dimensão evidencia que há diferenças nas motivações das empresas (reconhecendo que nem todos os negócios são sobre a maximização do lucro). A segunda dimensão diz que pressões contextuais impõem motivações (pressões consoantes que podem encorajar negócios por lucro e pressões dissonantes que podem ser contrárias às prescrições clássicas, como interferência governamental). E a terceira dimensão corresponde às intenções da alta administração (que talvez podem maximizar os lucros para os acionistas ou trabalhar para ganho pessoal da gerência às custas dos acionistas).

Hassan, Ghauri e Mayhofer (2018) descrevem que os motivos para a realização de fusões e aquisições nem sempre são bem definidos pelas lideranças de empresas adquirentes. Os autores também definem que isto pode ser explicado pela singularidade de cada M&A. As diferenças de uma fusão ou aquisição para outra são óbvias e é extremamente difícil apresentar os motivos gerais de uma transação. Exatamente por isso, é difícil definir se um M&A teve sucesso ou falhou (JANSSON; ERICSSON, 2022).

## 2.4 ETAPAS DE UM PROCESSO DE FUSÃO OU AQUISIÇÃO

Segundo Poniachek (2019), o processo de fusões e aquisições pode ser dividido em oito fases. O Quadro 3 apresenta resumidamente cada uma das fases apresentadas pelo autor.

Quadro 3 - Fases para realização de uma operação de M&A

<b>Fase</b>	<b>Definição</b>	<b>Descrição</b>
<b>1</b>	Estratégia pré-aquisição	Um plano deve ser desenvolvido sobre como o crescimento ocorrerá por meio de fusões e aquisições.
<b>2</b>	Seleção de alvos	Buscar possíveis candidatos à aquisição. É comum contar com o auxílio de empresas de investimento externas.
<b>3</b>	<i>Due Diligence</i>	Analisar e valorar a empresa. Identificar problemas adversos e diferentes valores de sinergia que podem ser realizados por meio da fusão. Especialistas externos podem auxiliar nessa fase.
<b>4</b>	Negociação	Processo de negociar a aquisição entre a empresa adquirente e o alvo.

5	Carta de intenções e acordo de confidencialidade	Publicação formal ao mercado de um acordo de fusão ou aquisição, estabelecendo os termos preliminares do acordo proposto e a confidencialidade das informações durante o processo.
6	Aprovações regulatórias	A empresa adquirente precisará obter a aprovação das autoridades antitruste, dos reguladores de bolsa de valores e de outros órgãos, dependendo do mercado específico.
7	Oferta pública	Uma vez que as autoridades regulatórias aprovam a transação, o comprador faz uma oferta pública de aquisição ao alvo
8	Integração pós-fusão	Após a assinatura do contrato de venda, ocorre a integração das duas companhias.

Fonte: Adaptado pela autora a partir de Ponichkek (2019, p. 87)

Wise (1984) define ações que devem ser tomadas pela empresa adquirente para a realização de um M&A. O autor apresenta que, anteriormente à tomada de decisão pela compra de um alvo, as principais ações devem ser: (i) a definição de objetivos de longo prazo da empresa; (ii) a seleção de meios para atingir os objetivos; (iii) certificar-se de que as aquisições propostas podem alcançar os objetivos; (iv) estabelecer procedimentos de busca de alvos; (v) desenvolver estratégias e critérios para analisar as potenciais aquisições; (vi) preparar as negociações com a empresa-alvo; (vii) preparar a efetivação da aquisição; e (viii) planejar as mudanças e integração pós-aquisição.

A Bain & Company (2014) formula um modelo de fusões e aquisições que consiste em cinco estágios, que apresentam similaridades com os oito passos apresentados por Ponichkek (2019). Inicialmente, é apresentada a necessidade da formulação da estratégia de crescimento inorgânico, tornando o M&A uma extensão da sua estratégia corporativa. Após, é necessário identificar o alvo e formular como ele criará valor. Para tal, deve ser criada uma tese de negócio. O próximo passo é a aplicação da *due diligence*, processo de investigação e análise minuciosa realizada pela empresa adquirente, com o objetivo de avaliar todos os aspectos relevantes da empresa-alvo, incluindo seus ativos, passivos, desempenho financeiro, riscos e obrigações legais. A *due diligence* embasará a precificação da empresa-alvo. Finalmente, deve ocorrer o planejamento de integração pós-fusão e a execução da operação de M&A em si.

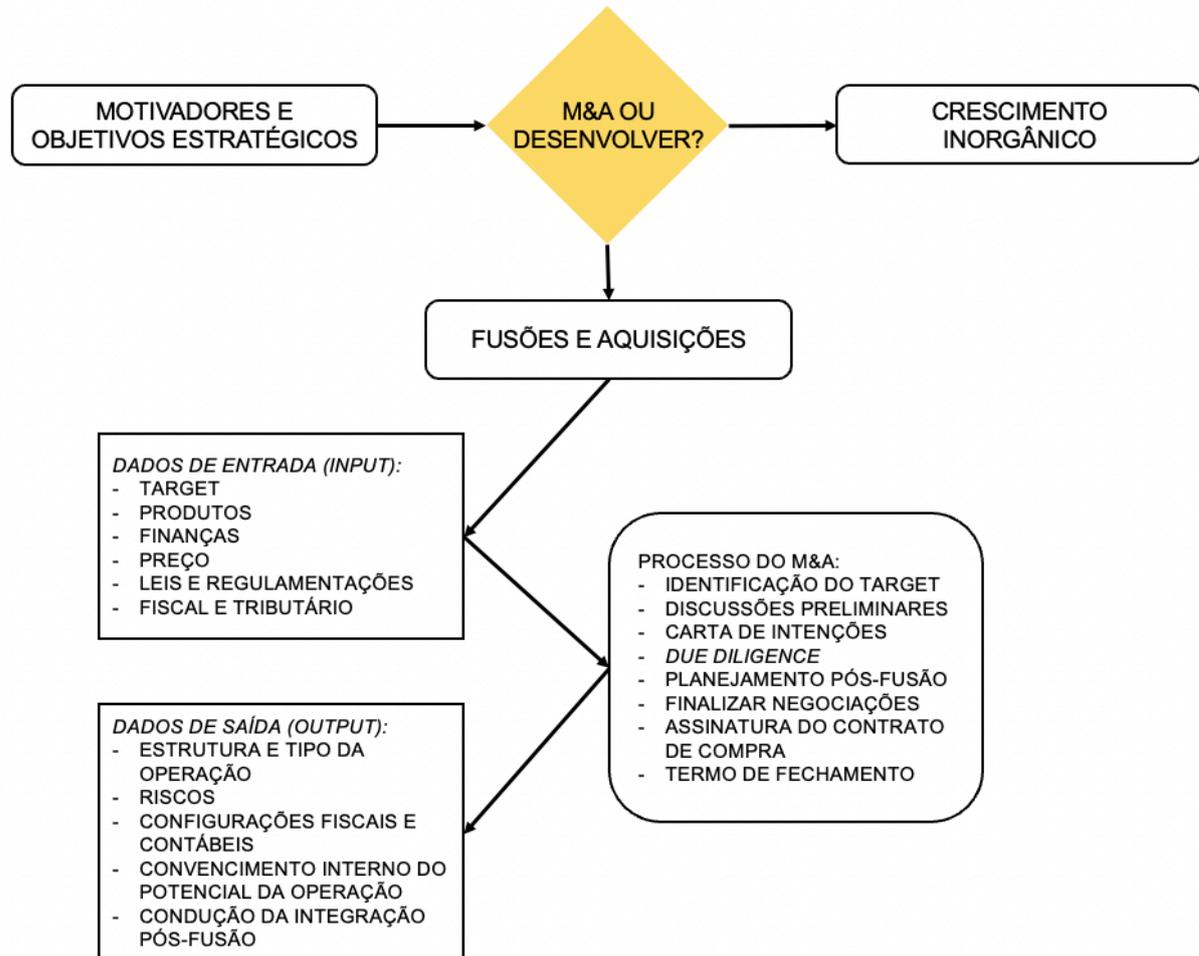
Caiazza e Volpe (2015) ressaltam a importância do primeiro passo do processo ser a formulação da estratégia. Para os autores, a eficácia de uma M&A em alcançar os objetivos estratégicos dependerá tanto da validade conceitual e empírica da

estratégia quanto da compreensão e comprometimento da liderança da empresa adquirente com ela. Esta é a etapa fundamental e crítica do processo de M&A, envolvendo o desenvolvimento da lógica de criação de valor através da escolha da M&A como um meio de alcançar os objetivos estratégicos da empresa (CARBONARA; CAIAZZA, 2009).

De acordo com Schuler e Jackson (2001), os principais fatores de sucesso das fusões e aquisições envolvem os processos de definir claramente os objetivos e tarefas da M&A, a realização da devida diligência, boa gestão pela equipe de aquisição, aprendizado bem-sucedido com base em experiências anteriores, um planejamento integrado e retenção de talentos-chave. Segundo Epstein (2005), por sua vez, é necessária a visão estratégica da M&A, a análise estruturada de qual a estrutura da transação adequada, a realização da devida diligência, o planejamento pré-fusão e a integração pós-fusão. O autor também destaca que a não realização destes processos e o impacto de fatores externos podem afetar o sucesso da M&A.

A Figura 1 apresenta, de maneira esquemática, o processo de fusões e aquisições desenvolvido por Poniachek (2019). Para o autor, o processo inicia na definição dos motivadores e objetivos estratégicos, inclui dados de entrada, é composto por diversas micro etapas para a efetivação da M&A em si, inclui dados de saída e finaliza na integração pós-fusão.

Figura 1 - O processo de M&A – Um modelo de *inputs* e *outputs*



Fonte: Alterado pela autora a partir de Poniachek (2019, p. 44)

A revisão de literatura acerca das etapas do processo de fusões e aquisições apresenta elementos comuns citados pelos autores, sendo um deles a necessidade de clareza quanto aos motivadores para a realização da M&A, que devem ser desdobrados em objetivos estratégicos. O subcapítulo 2.3 desta fundamentação teórica apresentou as principais vertentes teóricas que discorrem sobre os motivadores. A importância da realização do processo de *due diligence* é consenso entre os autores, logo será endereçada com detalhes no próximo subcapítulo. Além destes, Poniachek (2019) apresentou como um *output* do processo de M&A a forma estatutária de efetivação da operação, que foi abordada no subcapítulo 2.2.4. Finalmente, uma etapa que não foi claramente abordada pelos estudos citados foi a

tomada de decisão em si para a realização de fusões e aquisições. Como sua compreensão é relevante para este estudo, o subcapítulo 2.4.2 discute sobre.

#### **2.4.1 Due Diligence**

A *due diligence* representa uma análise detalhada de diversos aspectos de uma empresa-alvo. O objetivo dessa investigação é fornecer à empresa compradora uma compreensão abrangente do valor e dos riscos relacionados à empresa-alvo; incluindo, assim, a análise dos seus recursos e passivos (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013). Nesse processo, a empresa-alvo é avaliada em relação a suas forças e fraquezas, sua posição estratégica e competitiva na indústria (ANGWIN, 2001). Ela quase sempre inclui a revisão e análise de "dados concretos" sobre o negócio - produtos, ativos financeiros, modelos de negócio e tecnologia – tendo foco principal em questões legais e financeiras (STACHOWICZ-STANUSCH, 2009). Envolve uma análise profunda e revisão de todos os aspectos de uma empresa, incluindo: produção, tecnologia, marketing, vendas, finanças, estrutura regulatória, recursos humanos e outros (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013). Um dos objetivos da *due diligence* é reduzir as assimetrias de informação entre comprador e vendedor, facilitando as fricções que surgem durante a negociação do preço da transação e outros termos do acordo de aquisição (WANGERIN, 2019).

A *due diligence* também busca avaliar a possibilidade de a empresa-alvo conectar-se ao modelo de negócio da empresa adquirente e se as sinergias desejadas podem ser alcançadas. Por isso, não é indicado que a *due diligence* se limite apenas a considerações financeiras e legais, mas também considere aspectos operacionais e estratégicos (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013). No sentido da importância da diversidade de análises na *due diligence*, Denison e Ko (2016) acrescentam que uma das coisas mais importantes neste processo é examinar a cultura organizacional em estágios iniciais. Os autores apontam que existem dois objetivos principais da *due diligence* cultural. O primeiro é informar à equipe responsável pela transação para que possam tomar decisões em relação ao negócio. O segundo, e talvez o objetivo mais importante, é destacar as lacunas culturais e esclarecer os desafios de integração decorrentes das diferenças culturais, para que a empresa resultante da fusão possa se preparar melhor para esses desafios.

Jansson e Ericsson (2022) apresentam que a realização de um processo de *due diligence* detalhado, contendo informações específicas e importantes sobre a empresa-alvo, fornece ao comprador a preparação adequada para realizar uma M&A de sucesso para ambas as empresas. Os autores também discorrem acerca de possibilidades para provar que a *due diligence*, quando realizada profissional e detalhadamente, irá afetar positivamente a integração das companhias. Muitos estudos (SCHULER; JACKSON, 2001; EPSTEIN, 2005; AIM M&A, 2009) chegaram à mesma conclusão de que a *due diligence* na fase de preparação de uma transação representa um dos principais fatores de sucesso das fusões e aquisições.

Quando feita corretamente, a *due diligence* ajuda as organizações a descobrir questões-chave que podem dificultar as negociações ou a integração (ANGWIN, 2001), pois ela pode identificar, aprovar ou negar razões comerciais para as transações propostas de fusões e aquisições (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013). Uma *due diligence* eficaz deve descobrir as questões que podem interromper as negociações, levar ao término da transação ou até mesmo causar processos judiciais prolongados. O ideal e sugerido é que a *due diligence* ocorra antes de grandes decisões serem tomadas no processo de uma M&A (DENISON; KO, 2016).

O Quadro 4 apresenta os tópicos que normalmente são os temas principais na condução de processos de *due diligence* (Finanças, Jurídico Legal e Comercial), e acrescenta outros temas relevantes que, muitas vezes, são deixados de lado (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013).

Quadro 4 - Tópicos e disciplinas da *Due Diligence*

<b>Tópico / Disciplina</b>	<b>Objetivo</b>	<b>Resultado esperado</b>
Financeiro	Validação de resultados históricos, processos e dívidas	Confirmação em relação a lucro, provendo base para precificação da empresa-alvo.
Jurídico legal	Acordos contratuais e identificação de problemas	Garantias e indenizações, validação de contratos existentes, acordo de compra e venda.
Comercial	Dinâmica de mercado, posição competitiva da empresa-alvo, perspectivas comerciais	Sustentabilidade dos lucros futuros, formulação de estratégia para o negócio pós-fusão, <i>input</i> para precificação.
Pessoas e cultura	Características do capital humano, termos e condições dos contratos de	Identificar possíveis riscos relacionados a recursos humanos, acessar custos e

	trabalho, nível de comprometimento e motivação, cultura organizacional	despesas da operação, priorizar assuntos de RH que precisam ser tratados durante a fase de integração.
Gestão e Governança	Qualidade da gestão e governança, estrutura organizacional	Identificação de questões-chave para fase de integração, análise de nova estrutura organizacional pós-fusão.
Impostos	Estruturas tributárias, passivos e acordos	Evitar passivos fiscais imprevistos e analisar oportunidades para otimizar a posição do negócio pós-fusão.
Ambiental	Passivos gerados de estruturas físicas e processos, regulações e <i>compliance</i>	Evitar passivos ambientais, verificando a natureza e o custo das ações para limitar os passivos.
Tecnologia da Informação (TI)	Performance, propriedade e adequação de sistemas atuais	Viabilidade de integração de sistemas e dos custos associados, planos para aumentar eficiência operacional e vantagem competitiva.
Parque tecnológico	Performance, propriedade e adequação de sistemas atuais	Valor e sustentabilidade dos produtos.
Operações	Técnicas de produção, validade da tecnologia atual	Ameaças técnicas, sustentabilidade dos métodos atuais, oportunidades de melhoria, investimentos requeridos.
Propriedade Intelectual	Validade, duração e proteção de patentes	Expiração, impacto e custos.
Imóveis	Escrituras, registros cadastrais e contratos de aluguel	Confirmação de propriedade, avaliação e precificação de ativos imobiliários.
Antitruste	Requerimentos nacionais e de regulamentações setoriais, grau de compartilhamento de informações ou de mercado com concorrentes	Avaliação de riscos antitruste devido às atividades da empresa-alvo.
Seguro/Risco	Exposições presentes, futuras e passadas do negócio da empresa-alvo	Custos e benefícios de manter atividades de risco ou transferi-las.

Fonte: Adaptado pela autora a partir de Howson (2003, p. 8)

A análise dos outros temas (além de Finanças, Jurídico Legal e Comercial) visa garantir que não existam assimetrias de informações no processo de M&A, conforme apresentado por Wangerin (2019). Através desta análise multidisciplinar, é possível obter uma tomada de decisão mais consciente e segura.

### 2.4.2 Tomada de decisão em fusões e aquisições

De forma conceitual, a tomada de decisão é um processo pelo qual uma pessoa ou um grupo de pessoas seleciona uma opção, com base em uma avaliação cuidadosa dos fatos, informações disponíveis e preferências individuais. Envolve definir a questão avaliada, coletar dados relevantes, analisar as opções, avaliar os riscos e benefícios associados a cada alternativa e escolher a melhor solução possível (CHIAVENATO, 2003).

Na perspectiva da escola do processo de fusões e aquisições, o processo de tomada de decisão de aquisição é considerado crucial e pode ter um impacto significativo no resultado da aquisição (WEBER; ZU KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2019). Essa perspectiva apresenta o processo de M&A como consistindo em duas fases: a fase anterior à tomada de decisão, que compreende o conhecimento abrangente do verdadeiro valor da empresa-alvo e dos riscos associados para tomar a decisão correta, e a fase posterior à tomada de decisão, que corresponde à fase de integração pós-aquisição.

Jemison e Sitkin (1986) e Haspeslagh e Jemison (1991), desde meados da década de 1980, sugerem conceituar as aquisições como uma série de processos de decisão. Mesmo após mais de 20 anos, o trabalho deles continua sendo crucial para a compreensão da fase de tomada de decisão do processo de M&A. Haspeslagh e Jemison (1991) identificam quatro fatores que trazem dificuldade para enxergar o processo de M&A como um processo de múltiplas tomadas de decisão - segmentação de atividades, múltiplos motivos, impulsividade e ambiguidade de expectativas.

Weber, Zu Knyphausen-Aufseß e Schweizer (2019) argumentam que executivos devem buscar uma compreensão mais profunda dos fatores que impulsionam o comportamento de aquisição e explorar as condições contingentes associadas a esses fatores. Outrossim, sugerem aos executivos o entendimento do processo de tomada de decisão em fusões e aquisições de maneira geral, e do papel do aprendizado organizacional no aprimoramento do desempenho da aquisição. Ao focar nos aspectos cognitivos e comportamentais, executivos podem obter *insights* para melhorar a taxa de sucesso das aquisições e desenvolver capacidades de aquisição eficazes.

## 2.5 ONDAS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES E ELEMENTOS DE INCERTEZA

Este tópico busca, primeiramente, explicar o que são ondas de fusões e aquisições. Este entendimento é importante para este estudo pois, na ocorrência de um grande número de fusões e aquisições em um curto período, é indagado qual o motivador comum das companhias para essa tomada de decisão. Após, vista a relação das ondas de fusões e aquisições com 'choques' (GORT, 1969; MITCHELL; MULHERIN, 1996; HARFORD, 2005), a autora apresenta discussões teóricas sobre os efeitos de choques e da incerteza em fusões e aquisições. Finalmente, a incerteza é relacionada com eventos Cisnes Negros, devido à ocorrência do evento do coronavírus, que pode ser caracterizado como um evento Cisne Negro, no período 2020-2021 no Brasil.

## 2.6 ONDAS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Em certos períodos da história, há o crescimento substancial do número de negócios e do valor de negócios de fusões e aquisições no mundo. Esse padrão é tomado pela literatura como um fato estilizado sobre M&A: elas acontecem em ondas (GÄRTNER; HALBHEER, 2009; GUGLER et al., 2012; TOWN, 1992; GORTON; KAHL; ROSEN, 2009; LAMBRECHT, 2004; RHODES-KROPF; VISWANATHAN, 2004; DUCHIN; SCHMIDT, 2013). Estas ondas podem aumentar ou diminuir sua intensidade e seus impactos sobre a economia e o mercado de capitais, sem, entretanto, reduzir as transformações que causam nas empresas (DE CAMARGOS; CAMARGOS, 2015).

Segundo Rocha (2017), ocorreram seis ondas de M&A: a primeira, de 1887-1904; a segunda, de 1916-1929; a terceira, de 1965-1969; a quarta, de 1981-1989; a quinta, de 1991-2000; e a sexta, de 2003-2007, que finalizou com a crise financeira de 2008. Todas essas ondas parecem ter início em alterações de ordem econômica, política ou legislativa (MARTYNOVA; RENNEBOG, 2008). Não foi encontrado pela autora nenhuma pesquisa indicando que o aumento global e brasileiro do número e do valor transacionado em operações de fusões e aquisições no período 2020-2021

correspondeu a uma onda de M&A. Contudo, o crescimento expressivo e os números recordes do período (Gráfico 1 e Gráfico 2) são um forte indicador disto.

Não há consenso sobre porquê as ondas de fusões e aquisições ocorrem. De maneira geral, são apresentadas duas classes de teorias para explicar sua ocorrência. Por um lado, autores como Shleifer e Vishny (2003) e Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) desenvolvem teorias comportamentais em que os gestores adquirentes exploram a supervalorização de suas empresas. Por outro lado, autores como Gort (1969), Mitchell e Mulherin (1996) e Harford (2005) tendem a adotar teorias neoclássicas em que as ondas de fusões e aquisições resultam de choques no ambiente econômico, tecnológico ou regulatório de um setor.

Harford (2005) apoia a visão de que choques, sejam eles econômicos, regulatórios ou tecnológicos, causam as ondas de fusões e aquisições na indústria. Para o autor, nem todos os choques irão gerar uma onda; é necessário que haja liquidez de capital suficiente para acomodar as transações necessárias. Esse componente de liquidez em nível macro provoca a concentração das ondas de fusões e aquisições na indústria, mesmo que os choques na indústria não sejam uniformes. Por fim, Ahern e Harford (2014) mostram que os fluxos comerciais entre indústrias não apenas explicam quais empresas se fundem, mas também como a atividade de fusões, originada de choques individuais em nível da indústria, propaga-se pela economia ao longo desses fluxos comerciais.

A conclusão geral da literatura é que muitos fatores contribuem para a atividade de fusões e aquisições, mas os choques econômicos e as condições macroeconômicas são os fatores dominantes. A autora relaciona a visão do 'choque', citado por Harford (2005), como um elemento de incerteza que pode afetar a tomada de decisão em fusões e aquisições. Entretanto, conforme já explicado pelo autor, ele por si só pode não ser suficiente para gerar um movimento amplo de fusões e aquisições.

## 2.7 A INCERTEZA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

A incerteza é um conceito que se refere à falta de conhecimento ou previsibilidade sobre um evento futuro ou resultado. Trata-se da ausência de informações completas ou da incapacidade de determinar com precisão as probabilidades de ocorrência de um evento. A incerteza pode surgir de vários fatores,

como a falta de dados, complexidade, aleatoriedade ou imprevisibilidade do ambiente (KNIGHT, 1921).

Bhagwat, Dam e Harford (2016) defendem que a incerteza tem efeito direto na atividade de fusões e aquisições, diminuindo a atividade de negociações, mas afetando principalmente o aumento do tempo entre o anúncio e a conclusão do negócio. Os autores não afirmam que mudanças na incerteza por si só podem criar ondas, como tradicionalmente definidas, mas apresentam evidências de que elas têm um efeito de primeira ordem na atividade de fusões e aquisições.

No estudo de Sha, Kang e Wang (2020), é mostrado que as empresas chinesas têm maior probabilidade de fazer aquisições durante períodos de alta incerteza econômica e política. Além disso, é demonstrado que as empresas estatais têm menos probabilidade do que as empresas não estatais de fazer aquisições durante períodos de alta incerteza econômica e política. As empresas estatais também têm menos probabilidade de usar apenas dinheiro em suas aquisições durante períodos de alta incerteza econômica e política.

Nguyen e Phan (2017) investigam os efeitos da incerteza política nas fusões e aquisições nos EUA. Eles descobrem que a incerteza política está negativamente associada à probabilidade de fazer aquisições e positivamente associada ao tempo para concluir os negócios de fusões e aquisições. Os adquirentes têm maior probabilidade de usar ações como forma de pagamento durante períodos de alta incerteza política. Além disso, a incerteza política está positivamente associada ao retorno anormal do adquirente em torno da data do anúncio, e isso se deve à prudência do adquirente durante o período de alta incerteza política.

Do ponto de vista da gestão de risco, Garfinkel e Hankins (2011) mostram que o aumento da incerteza do fluxo de caixa incentiva as empresas a fazer aquisições verticais. Do ponto de vista da agência, Duchin e Schmidt (2013) mostram que a incerteza econômica está positivamente associada às fusões e aquisições. Eles argumentam que isso se deve à busca por poder por parte dos gestores e que os gestores acreditam que há atenção limitada dos investidores e consequências imediatas ao realizar aquisições ruins durante períodos de alta incerteza.

## 2.8 EVENTOS CARACTERIZADOS COMO CISNES NEGROS

É possível discutir a conexão entre a incerteza e eventos caracterizados como ‘Cisnes Negros’. Cisnes Negros são eventos altamente imprevisíveis e de grande impacto que ocorrem de forma inesperada. Esses eventos estão associados a uma alta dose de incerteza, uma vez que suas ocorrências são difíceis de serem antecipadas e seus efeitos podem ser devastadores. A denominação de um evento como cisne negro tem origem histórica no ‘problema da indução’ tratado pelo filósofo Karl Popper (1902-1994). Segundo Popper (1935), não é a verificação de uma grande quantidade de vezes que um fato ou fenômeno se repete na natureza que delimita o que é ciência, mas sim a possibilidade de que a teoria possa ser considerada falsa, nem que seja por uma única ocorrência. Assim, o filósofo destaca que: “independente de quantos casos de cisnes brancos possamos observar, isso não justifica a conclusão de que todos os cisnes são brancos”.

Em um período mais recente, a teoria dos ‘Cisnes Negros’ foi difundida por Taleb (2016), que utiliza da mesma lógica de Popper (1935). Taleb (2016) destaca os três atributos que os eventos classificados como Cisne Negro possuem. Primeiro, o Cisne Negro é um *Outlier*, pois está fora do âmbito das expectativas comuns, já que nada no passado pode apontar convicentemente para a sua possibilidade. Segundo, ele exerce um impacto extremo. Terceiro, apesar de ser um *outlier*, a natureza humana faz com que se desenvolvam explicações para sua ocorrência após o evento, tornando-o explicável e previsível. Conforme destaca o terceiro atributo, os Cisnes Negros são imprevisíveis e, ao contrário do que nossa “natureza humana” propõe, faz-se necessário ajustar-se à sua existência ao invés de tentar prevê-los. De acordo com a narrativa do autor, a vantagem de se ajustar e se concentrar no “anticonhecimento” é a possibilidade de vivenciar Cisnes Negros positivos ao maximizar sua exposição a eles, tendo em vista que campos como o das descobertas científicas e dos investimentos de risco, o desconhecido pode proporcionar grandes recompensas.

No período 2020-2021, quando foi vivenciado o crescimento no número de fusões e aquisições no Brasil e no mundo, ocorria a disseminação do coronavírus (COVID-19), que teve como consequência a morte de muitas pessoas e a necessidade de diferentes graus de isolamento social para a maior parte da população mundial. Devido à imprevisibilidade da ocorrência da crise do COVID-19 e os desafios únicos criados aos negócios e empresas, relaciona-se este evento a um evento que gerou incerteza e que pode ser caracterizado como um choque para os setores

industriais (YAROVAIA; MATKOVSKY; JALAN, 2021; JANG; LEE, 2022; HARFORD, 2005).

Em relação a identificar a crise do COVID-19 como um Cisne Negro, Antipova (2020) entende que classificar um evento dessa forma depende de interpretação individual. Contudo, a autora também destaca que eventos Cisne Negro são eventos que causam choques de larga escala, que podem mudar severamente a atividade econômica, social, ambiental e como citado anteriormente por Jang e Lee (2022), com alterações na esfera política. Assim, a autora reconhece em suas conclusões a crise do COVID-19 como um evento Cisne Negro, por esse evento apresentar todas as características citadas. Em comparação com as três características dos eventos Cisnes Negros citadas por Taleb (2016), entende-se que a pandemia do Covid-19 é um evento fora do âmbito das expectativas comuns, visto que exerce um impacto extremo e de alguma forma apresenta explicações previsíveis.

Dessa forma, a autora buscou apresentar a relação entre ondas de fusões e aquisições, choques, incerteza e eventos caracterizados como Cisnes Negros. Não é possível definir de maneira consensual o efeito da incerteza nas realizações de fusões e aquisições, porém é possível inferir que a incerteza impacta o processo de tomada de decisão em fusões e aquisições. Ainda, os eventos caracterizados como choques e a incerteza por si só não justificam o aumento no número de fusões e aquisições e a ocorrência de ondas de M&A (HARFORD, 2005). Contudo, há comprovação teórica e empírica de que eles afetam o processo. Finalmente, foi exposto que, no período 2020-2021, o Brasil experienciou um evento inesperado (COVID-19), que causou incerteza e que pode ser caracterizado como um choque. Igualmente, o Brasil também experienciou o aumento de fusões e aquisições no período, que pode ser relacionado a uma onda doméstica de M&A. Todos esses elementos são pano de fundo desta pesquisa.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo, serão abordados os procedimentos metodológicos que foram seguidos para a realização da presente pesquisa. Como método de pesquisa, foi utilizado o *Design Science Research* (DSR), que busca produzir construções e soluções inovadoras para solucionar problemas complexos do mundo real, contribuindo para a teoria em que é aplicado (VOORDIJK, 2009; LUKKA, 2003). Como método de trabalho, a pesquisadora dividiu a presente pesquisa em três etapas, sendo cada etapa responsável pelo desenvolvimento de uma versão do artefato. Finalmente, seguindo as fases propostas do método de pesquisa, é apresentado o procedimento utilizado para a avaliação do artefato.

#### 3.1 MÉTODO DE PESQUISA

O DSR, abordagem metodológica adotada no presente trabalho, tem como objetivo desenvolver conceitos de solução para problemas complexos e relevantes em um determinado contexto, tendo, em geral, um caráter multidisciplinar (VOORDIJK, 2009). Tradicionalmente, as abordagens científicas são dedutivas, tentando descrever como a realidade deve ser, ou indutivas, procurando explicar como a realidade é (CHALMERS, 1993). Enquanto as ciências naturais objetivam fazer descobertas e justificá-las, a ciência do *design* procura criar algo que tenha utilidade para o ser humano (MARCH; SMITH, 1995). A DSR combina descrição e prescrição (VAN AKEN, 2004; GREGOR; HEVNER, 2013), buscando-se reduzir a distância entre a prática e a pesquisa (LUKKA, 2003). Nas ciências descritivas, a seu tempo, busca-se desenvolver teorias universais, com alto nível de abstração, considerando um número limitado de variáveis. Em DSR, as características do contexto são muito importantes para o desenvolvimento de conhecimento prescritivo (VAN AKEN, 2004).

Dessa forma, autores definem a abordagem da DSR como abdutiva (MAHOOTIAN; EASTMAN, 2009), pois, como esclarecem Dresch, Lacerda e Antunes Júnior (2015a), a função central dessa abordagem é sugerir como a realidade pode ser. Ainda, os mesmos autores apontam que as abordagens dedutiva e indutiva complementam a abordagem abdutiva. A primeira é usada para buscar na teoria existente conhecimentos que possam ser utilizados no desenvolvimento da solução,

enquanto a segunda é utilizada na generalização da solução para uma classe de problemas.

Gregor e Hevner (2013) explicam que o conhecimento descritivo é representado por teorias, classificações, princípios e medições. Já o conhecimento prescritivo resulta em um artefato. Lukka (2003) define DSR como um procedimento de pesquisa para produzir construções inovadoras (artefatos) com o objetivo de solucionar problemas enfrentados no mundo real e, assim, contribuir para a teoria da disciplina na qual é aplicada.

O artefato pode ter a forma de constructo, modelo, método, princípio de projeto, instanciações e *framework*, entre outros (KUECHLER; VAISHNAVI, 2009). Constructos constituem-se de conceitos e da linguagem que definem um determinado fenômeno. Modelos expressam relacionamentos entre os constructos. Métodos caracterizam-se como um passo-a-passo para a realização de determinada tarefa. Princípio de projeto corresponde a princípios-chave e conceitos para guiar um projeto. Instanciações dizem respeito à operacionalização dos constructos. Finalmente, o *framework* é um guia, conceitual ou real, que serve como suporte e guia (KUECHLER; VAISHNAVI, 2009; MARCH; SMITH, 1995).

Nesta pesquisa, o escopo principal proposto foi a criação de um artefato em forma de *framework*, representado por uma estrutura conceitual e teórica, composta por dimensões e elementos de análise, visando fornecer suporte à tomada de decisão em operações de fusões e aquisições. O artefato não foi caracterizado como modelo, pois ele não teve como função descrever as relações entre diferentes variáveis ou componentes de um sistema.

Após a construção do artefato, a sua utilidade foi medida na etapa de avaliação, que visava identificar se o instrumento teria valor, ou seja, se teria a capacidade de resolver os problemas apontados (VENABLE; PRIES-HEJE; BASKERVILLE, 2012). Dresch, Lacerda e Antunes Júnior (2015a) e Hevner et al. (2004) apresentaram os métodos para avaliar a utilidade, qualidade, aplicabilidade e eficácia do artefato, conforme exposto no Quadro 5.

Quadro 5 - Métodos para avaliação dos Artefatos

Forma de Avaliação	Método Proposto
<b>Observacional</b>	Estudo de caso: estuda o artefato em profundidade no ambiente de negócios. Estudo de campo: monitora o uso do artefato em projetos múltiplos.
<b>Analítica</b>	Análise estatística, análise de arquitetura, otimização e análise dinâmica.
<b>Teste</b>	Teste funcional ( <i>black box</i> ) e teste estrutural ( <i>white box</i> ).
<b>Experimental</b>	Experimento controlado: estuda o artefato em um ambiente controlado para verificar suas qualidades (por exemplo, usabilidade). Simulação: executa o artefato com dados artificiais.
<b>Descritiva</b>	Argumento informado: utiliza a informação das bases de conhecimento (por exemplo, das pesquisas relevantes) para construir um argumento convincente a respeito da utilidade do artefato. Cenários: constrói cenários detalhados em torno do artefato para demonstrar sua utilidade.

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Dresch, Lacerda e Antunes Júnior (2015a) e Hevner et al. (2004)

Esta pesquisa utilizou o método observacional e descritivo para avaliação do artefato. Nessa etapa, foi possível compreender se houve um progresso em relação à lacuna identificada. Além disso, a referida avaliação teve a função de retroalimentar a etapa de criação, apontando problemas nos procedimentos ou no produto da pesquisa (HEVNER et al., 2004).

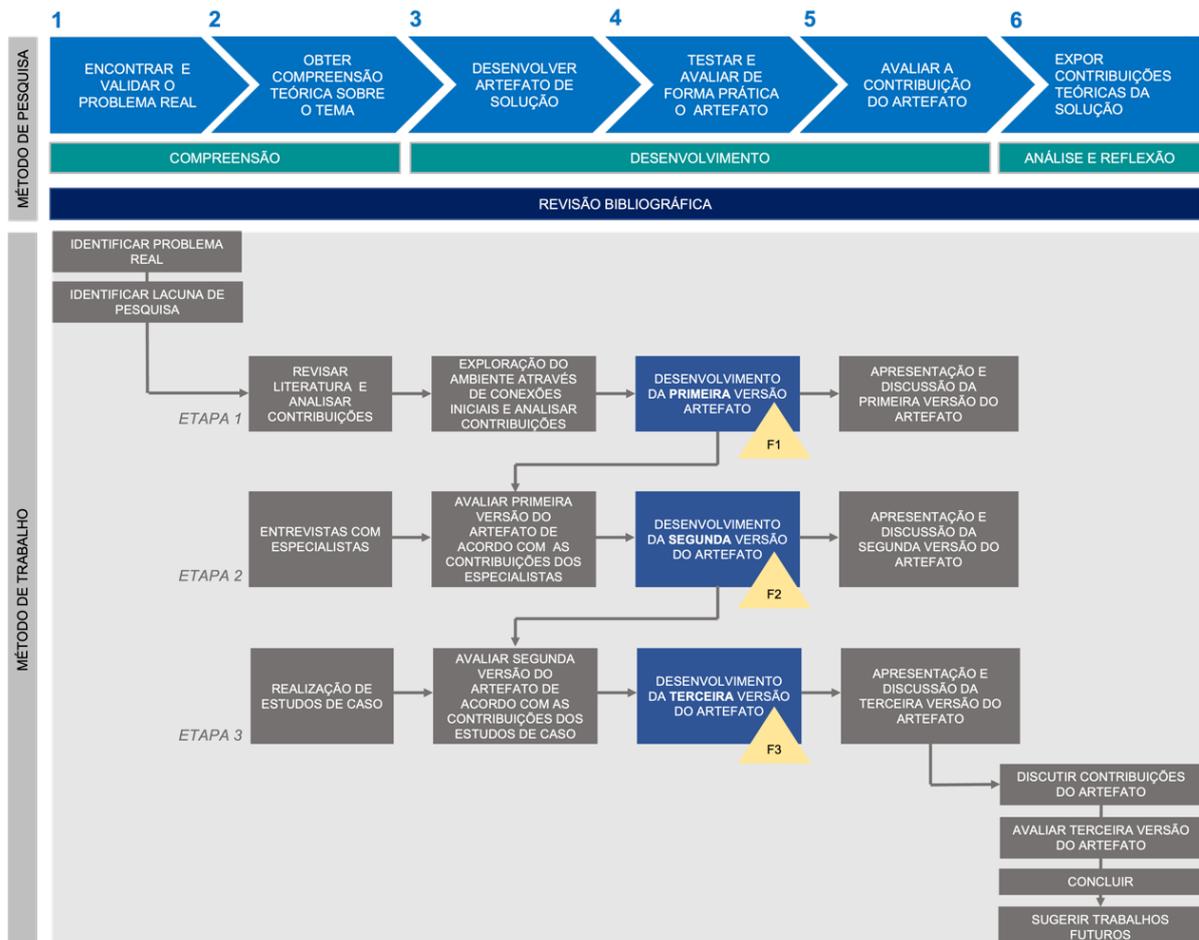
## 3.2 MÉTODO DE TRABALHO PROPOSTO

### 3.2.1 Delineamento

Lukka (2003) sugere seis etapas de pesquisa em DSR: (i) encontrar um problema com relevância prática e com potencial para uma contribuição teórica; (ii) obter um entendimento geral e aprofundado do tema no que diz respeito à abordagem prática e teórica; (iii) desenvolver a solução do problema, a partir de interações empíricas, baseada em ciclos de construção, aplicação e melhorias; (iv) implementar e avaliar a solução; (v) testar a solução e avaliar a contribuição prática, ou seja, avaliar a aplicabilidade da solução; (vi) identificar e analisar a contribuição teórica. Holmström, Ketokivi e Hameri (2009), por sua vez, distribui as atividades de pesquisa em DSR em três grandes etapas: (a) compreensão do problema; (b) desenvolvimento da solução; e (c) avaliação da solução.

Seguindo as etapas sugeridas por Lukka (2003) para aplicação do DSR, considerando o exposto por Holmström, Ketokivi e Hameri (2009) e ainda se embasando nos resultados obtidos pelo delineamento da pesquisa de Conte (2020), a Figura 2 apresenta o esquema do delineamento de pesquisa do presente trabalho:

Figura 2 - Delineamento da Pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora

O Quadro 6 mostra os procedimentos esperados para as fases de criação e avaliação da pesquisa e os objetivos a eles relacionados.

Quadro 6 - Etapas da Pesquisa

Fases	Procedimento	Objetivo
<b>Criação</b>	- Revisão da Literatura - Exploração do ambiente (ETAPA 01)	a) identificar conhecimentos prescritivos e descritivos relacionados aos fatores avaliados na tomada de decisão pelo crescimento inorgânico dentro das organizações; b) identificar na literatura como os eventos de incerteza ou de ruptura podem afetar a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico dentro das empresas; c) propor a primeira versão do artefato em formato de <i>framework</i> ;
<b>Criação e avaliação</b>	- Interação com acadêmicos e especialistas (ETAPA 02)	d) avaliar a primeira versão do artefato após análise dos resultados e das interações com especialistas; e) propor a segunda versão do <i>framework</i> ;
	- Estudos de caso (ETAPA 03)	f) avaliar a segunda versão do artefato após análise dos resultados e das interações com especialistas; g) propor a terceira versão do <i>framework</i> ;
<b>Avaliação</b>	- Discussão e conclusão	h) avaliar a terceira versão do artefato; i) expor as contribuições teóricas da solução; f) avaliar a terceira versão do artefato; g) propor a quarta versão do <i>framework</i> ;

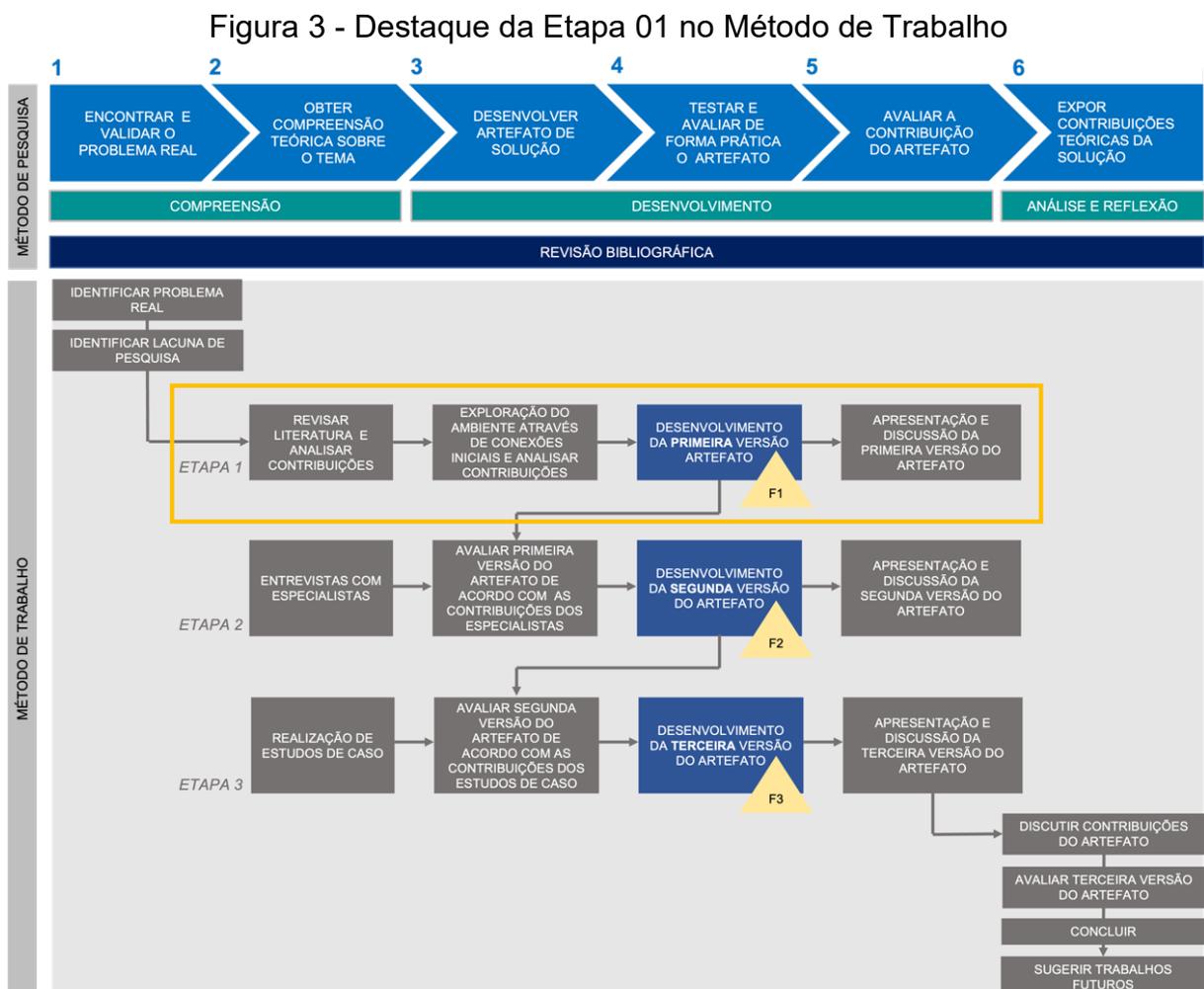
Fonte: Elaborado pela autora

Destaca-se ainda que as Etapas 02 e 03 abarcaram tanto procedimentos de criação quanto de avaliação do artefato. Assim, nestas etapas, ocorreu a avaliação da versão anterior do *framework* e a criação de uma nova versão. Conforme Tremblay, Hevner e Berndt (2010), a pesquisa sustentada pela *Design Science Research* não pode estar preocupada somente com o desenvolvimento do artefato em si. Devem-se expor evidências de que o artefato, efetivamente, pode ser utilizado para equacionar problemas reais (TREMBLAY; HEVNER; BERNDT, 2010).

Os métodos para avaliação de artefatos apresentados por Dresch, Lacerda e Antunes Júnior (2015a) e Hevner et al. (2004) foram anteriormente expostos no Quadro 5 (subcapítulo 3.1) desta pesquisa. Em cada uma das etapas de desenvolvimento do *framework*, optou-se pela utilização do método observacional, através da análise das contribuições de especialistas ou de estudos de caso, buscando estudar o artefato em profundidade no ambiente de negócios, e do método descritivo, através da utilização de informações de bases de conhecimento para validar os elementos propostos no artefato. Ademais, após o desenvolvimento da terceira versão do *framework*, uma pesquisa com executivos e acadêmicos foi conduzida para avaliar a utilidade e aplicabilidade do *framework*, considerando fatores como facilidade de entendimento, relevância para resolução de problemas reais e simplicidade (MARCH; SMITH, 1995). Nos subcapítulos seguintes, será apresentada a metodologia de trabalho de cada uma das etapas de desenvolvimento do *framework*.

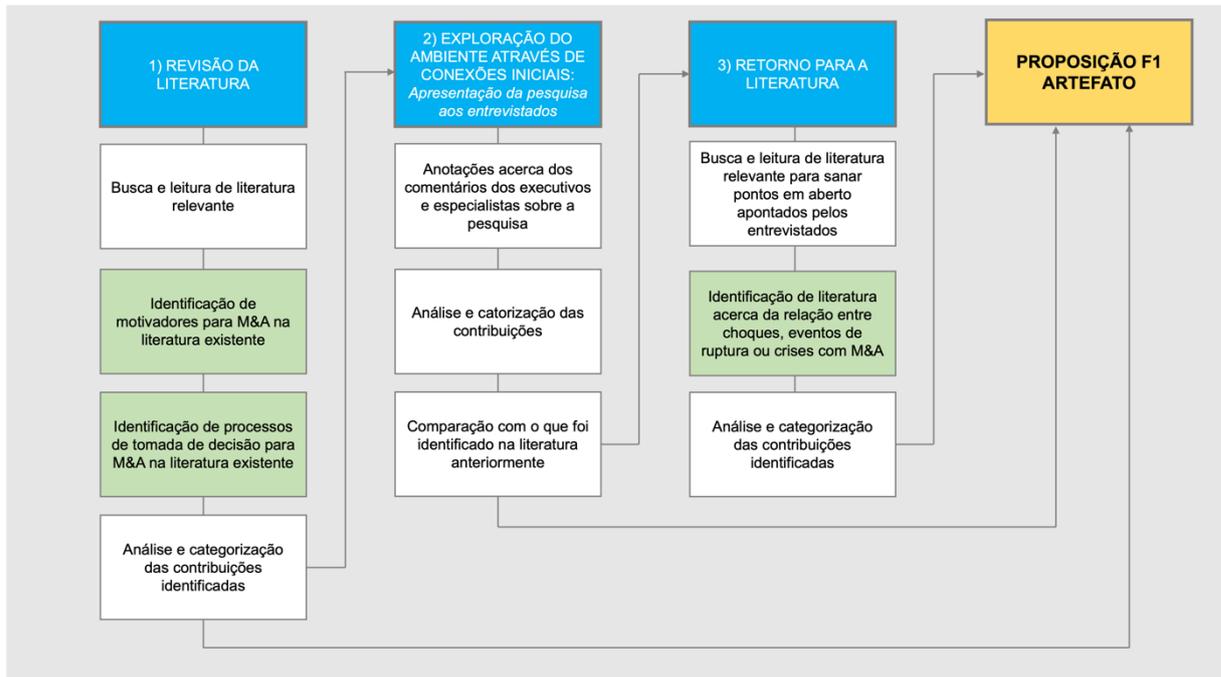
### 3.2.2 ETAPA 01 – Desenvolvimento da versão F1 do *framework*

A primeira versão (F1) do artefato foi baseada nos conhecimentos prescritivos e descritivos acessados na revisão de literatura e em conversas exploratórias iniciais com os participantes da pesquisa antes das suas entrevistas (quando a pesquisadora os convidou para participar da presente pesquisa). Ainda, após estas etapas, a pesquisadora entendeu que precisaria categorizar as anotações da exploração inicial e retornar para a literatura para finalmente propor a F1 do *framework*, adicionando uma última etapa de retorno à literatura relevante. Por fim, a pesquisadora propôs a F1 do *framework*. A Figura 3 destaca a Etapa 01 no Método de Trabalho da Pesquisa.



A Figura 4 apresenta de maneira esquemática e detalhada os procedimentos realizados na Etapa 01.

Figura 4 - Procedimentos da Etapa 01



Fonte: Elaborado pela autora

Os subcapítulos subsequentes descrevem as etapas que compuseram o procedimento realizado na Etapa 01.

### 3.2.2.1 Revisão de literatura

Para acessar a literatura pertinente para esta pesquisa, a pesquisadora buscou acessar a literatura através de pesquisas no Google Acadêmico, no SciELO e nos repositórios das principais Universidades de Negócios do Brasil (FIA Business School, FGV Business School, USP, COPPEAD UFRJ, Insper, UFRGS, Unisinos, UFMG, PUC). Durante as pesquisas, os principais termos utilizados foram: i) “Mergers and Acquisitions Waves”; ii) “M&A Waves”; iii) “Ondas de fusões e aquisições”; iv) “Decision Making M&A”; v) “M&A Brasil”; vi) “Fusões e aquisições Brasil”; vii) “M&A motivations”; viii) “Crises and M&A”; ix) “Crises and M&A waves”; x) “Tomada de decisão para crescimento inorgânico”; entre outros testes realizados para buscar literaturas relevantes.

O intuito das pesquisas era encontrar na literatura citações acerca do que motivava a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico, ou quais fatores eram avaliados nesse momento. A busca por termos relacionados a ondas de fusões e aquisições tinham relação com identificar os motivadores que faziam as fusões e aquisições acontecerem em maior quantidade nesses momentos. Por sua vez, a

pesquisa por literaturas acerca de “crises” era para que se buscasse entender se havia relação entre crises, M&A e ondas de M&A, ou seja, se as crises traziam motivadores para a tomada de decisão ou se elas por si só poderiam ser um motivador.

Dessa forma, foram identificadas e, após isso, utilizadas as principais pesquisas para proposição da F1 do *framework*:

Quadro 7 - Literaturas utilizadas na Etapa 01

Tema	Literatura Identificada
Motivadores de M&A	ANGWIN, D. Motive archetypes in mergers and acquisitions (M&A): the implications of a configurational approach to performance. In: <b>Advances in mergers and acquisitions</b> . Emerald Group Publishing Limited, 2007.
Motivadores de M&A	BAIN & COMPANY. <b>Global M&amp;A Report 2022</b> . Disponível em: < <a href="https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/">https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/</a> >. Acesso em: 15 abr. 2022.
Motivadores de M&A	FONSECA, R. R. D.; ALMEIDA, V. D. S.. Relação entre otimismo e ondas de fusão e aquisição: Evidências do mercado brasileiro. <b>Revista de Administração de Empresas</b> , v. 63, 2022.
Motivadores de M&A	BATISTA, A. T. N.; LAMOUNIER, W. M.; MÁRIO, P. DO C.; FERREIRA, B. P. . Fusões e aquisições no Brasil e choques de incerteza da economia. <b>Contextus</b> – Revista Contemporânea de Economia e Gestão, v. 20, p. 295-307, 2022.
Motivadores de M&A	MOROZINI, João Francisco; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva. "Identificação dos fatores que influenciam na escolha da forma de investimento em crescimento (orgânico ou inorgânico) das indústrias brasileiras." <b>Revista Universo Contábil</b> 9.4, p. 90-109, 2013.
Motivadores de M&A	Angwin, D.. Motive archetypes in mergers and acquisitions (M&A): the implications of a configurational approach to performance. In: <b>Advances in mergers and acquisitions</b> : Emerald Group Publishing Limited v. 6, p. 77-105,, 2007.
Motivadores de M&A	Calipha, R.; Tarba, S.; Brock, D. . Mergers and acquisitions: a review of phases, motives, and success factors. <b>Advances in mergers and acquisitions</b> , v. 9, p. 1-24, 2010.
Motivadores de M&A	EREL, I.; JANG, Y.; WEISBACH, M. S.. Financing-motivated acquisitions. <b>National Bureau of Economic Research</b> , n w17867, 2012.
M&A no Brasil	Ferreira, T. S. V.; Callado, A. L. C.. Fusões e aquisições no Brasil: reflexões acerca da evolução do volume de transações. <b>Revista Pensamento Contemporâneo em Administração</b> , v. 9, n. 2, p. 70-83, 2015.
M&A no Brasil	MARION FILHO, Pascoal José; VIEIRA, Gisele Magalhães. FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) DE EMPRESAS NO BRASIL (1990-2006). <b>Rev. Adm. UFSM</b> , Santa Maria, v. 3, n.1, p. 109-130, jan./abr. 2010.
M&A no Brasil	SARFATI, Gilberto; SHWARTZBAUM, Alan. Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. <b>Revista Pensamento Contemporâneo em Administração</b> , v. 7, n. 4, p. 1-23, 2013. APA
M&A no Brasil	TANURE, B.; CANÇADO, V. L.. Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira. <b>Revista de administração de empresas</b> , v. 45, p. 10-22, 2005.
Ondas de M&A	GIESBERG, J.; KRAUSE, J.; RUDNICKI, J.; WEST, A. <b>The power of through-cycle M&amp;A</b> . MCKINSEY & COMPANY. Disponível em: < <a href="https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-power-of-through-cycle-m-and-a">https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-power-of-through-cycle-m-and-a</a> >. Acesso em: 15 abr. 2022.

<b>Ondas de M&amp;A</b>	STEGER, U.; KUMMER, C.. <b>Why merger and acquisition (M &amp; A) waves reoccur</b> : The vicious circle from pressure to failure. Lausanne, Switzerland: IMD, 2007.
<b>Ondas de M&amp;A</b>	RESENDE, M.. Wave behaviour of mergers and acquisitions in the UK: a sectoral study. <b>Oxford Bulletin of Economics and Statistics</b> , v. 61, n. 1, p. 85-94, 1999.
<b>Ondas de M&amp;A</b>	RESENDE, M. Mergers and acquisitions waves in the UK: a Markov-switching approach. <b>Applied Financial Economics</b> , v. 18, n. 13, p. 1067-1074, 2008.
<b>Tomada de decisão e M&amp;A</b>	STRAUB, T.; BORZILLO, S.; PROBST, G. A decision-making framework to analyze important dimensions of M&A performance. In: Advances in Mergers and Acquisitions. <b>Emerald Group Publishing Limited</b> , v. 11, p. 199-235, 2012.
<b>Tomada de decisão e M&amp;A</b>	Chui, A. B.; Ip, W. H. Improving merger and acquisition decision-making using fuzzy logic and simulation. <b>International Journal of Engineering Business Management</b> , v. 9, n. 1847979017711521, 2017.
<b>Tomada de decisão e M&amp;A</b>	WEBER, M.; ZU KNYPHAUSEN-AUFSEß, D.; SCHWEIZER, L. Improving the M&A decision-making process: Learning from serial acquirers. <b>Schmalenbach Business Review</b> , v. 71, p. 295-342, 2019.
<b>Tomada de decisão e M&amp;A</b>	LEE, W. S. Merger and acquisition evaluation and decision making model. <b>The Service Industries Journal</b> , v. 33, n.15-16, p. 1473-1494, 2013.
<b>Crises e M&amp;A</b>	BOSTON CONSULTING GROUP. <b>Covid-19's Impact on Global M&amp;A</b> . 2020. Disponível em: < <a href="https://www.bcg.com/pt-br/publications/2020/covid-impact-global-mergers-and-acquisitions">https://www.bcg.com/pt-br/publications/2020/covid-impact-global-mergers-and-acquisitions</a> >. Acesso em: 10 abr. 2022.

Fonte: Elaborado pela autora

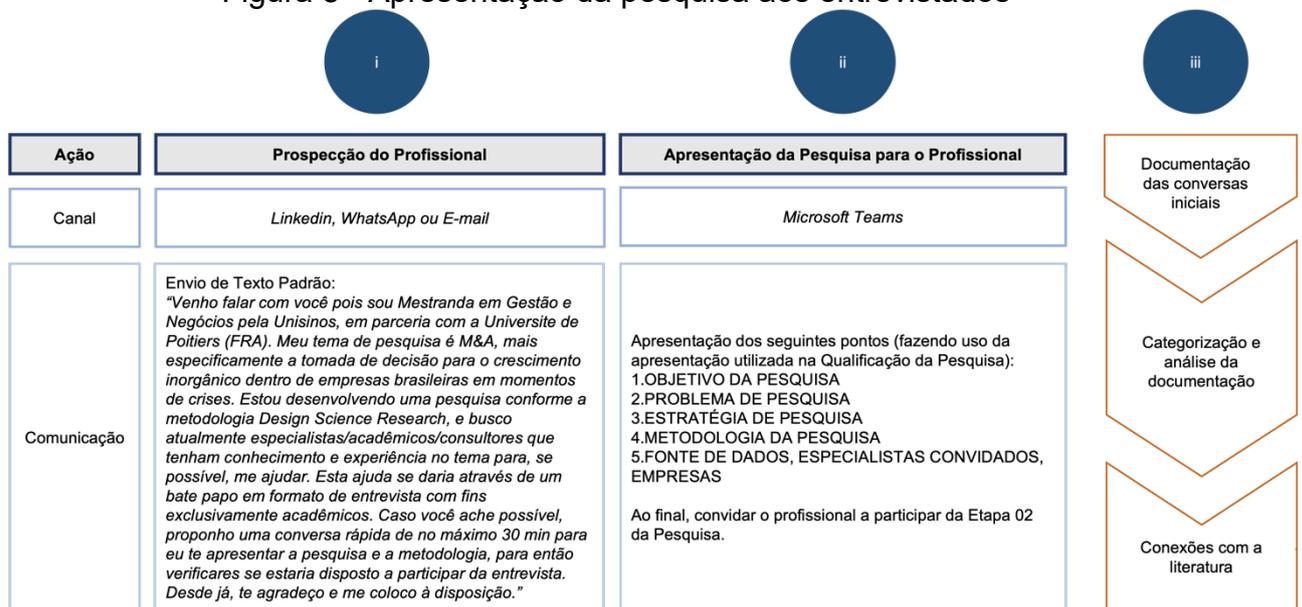
Após a leitura dos estudos acima, a pesquisadora destacou os principais trechos relevantes das literaturas que tinham relação com os motivadores e com os objetivos para buscar o crescimento inorgânico ou com a tomada de decisão em operações de fusões e aquisições. Após, analisou os trechos e destacou os que sugeriam elementos de tomada de decisão que poderiam vir a compor o *framework*.

### 3.2.2.2 Exploração do ambiente através de conexões iniciais: apresentação da pesquisa aos entrevistados

Nesta etapa, a pesquisadora buscou por executivos, acadêmicos e especialistas para participarem da presente pesquisa. Dessa forma, foram contatados 18 executivos e especialistas. Destes, 16 aceitaram participar das entrevistas semiestruturadas da Etapa 02 desta pesquisa; dois deles não estão na relação, pois, por motivos de agenda, não conseguiram participar da entrevista. Ambos os profissionais desistentes eram Sócios de Boutiques de M&A, com mais de 15 anos de experiência no tema M&A, e, por mais que não tenham participado da sequência da pesquisa, contribuíram de forma relevante para a Etapa 01 desta pesquisa.

A pesquisadora tinha como intuito que as conversas iniciais com os entrevistados iriam compor a Etapa 01 da pesquisa e, conseqüentemente, a construção da F1 do *framework*. Contudo, como os convites aos profissionais ocorreram através de uma conversa on-line no *Microsoft Teams*, com duração aproximada de 30 minutos, de maneira orgânica e natural, os entrevistados trouxeram colaborações importantes para a pesquisadora, que por sua vez as documentou e as analisou em conjunto com a literatura para seguir para a próxima etapa da pesquisa. O processo nessa etapa será detalhado na Figura 5.

Figura 5 - Apresentação da pesquisa aos entrevistados



Fonte: Elaborado pela autora

Como observação, ressalta-se que até este momento da pesquisa, a pesquisadora estava atrelando o movimento de aumento do número de operações de fusões e aquisições no Brasil a um possível efeito da crise sanitária causada pelo Coronavírus (Covid-19). Devido a isso, na mensagem enviada aos executivos e especialistas convidados, a pesquisadora citava que “estava estudando fusões e aquisições em momentos de crise”, conforme havia apresentado na qualificação desta pesquisa.

### 3.2.2.3 Retorno à literatura relevante

Devido aos comentários realizados pelos entrevistados, a pesquisadora entendeu que seria importante se aprofundar na relação de “crises”, eventos de

ruptura ou choques para a tomada de decisão para o crescimento inorgânico. Dessa forma, retornou à literatura para buscar não só mais referências, mas também a forma de representar este efeito dentro do *framework*. Assim, duas referências da literatura foram identificadas e trouxeram embasamento para a proposição da F1 do *framework*, conforme descreve o Quadro 8:

Quadro 8 - Literaturas utilizadas na Etapa 01

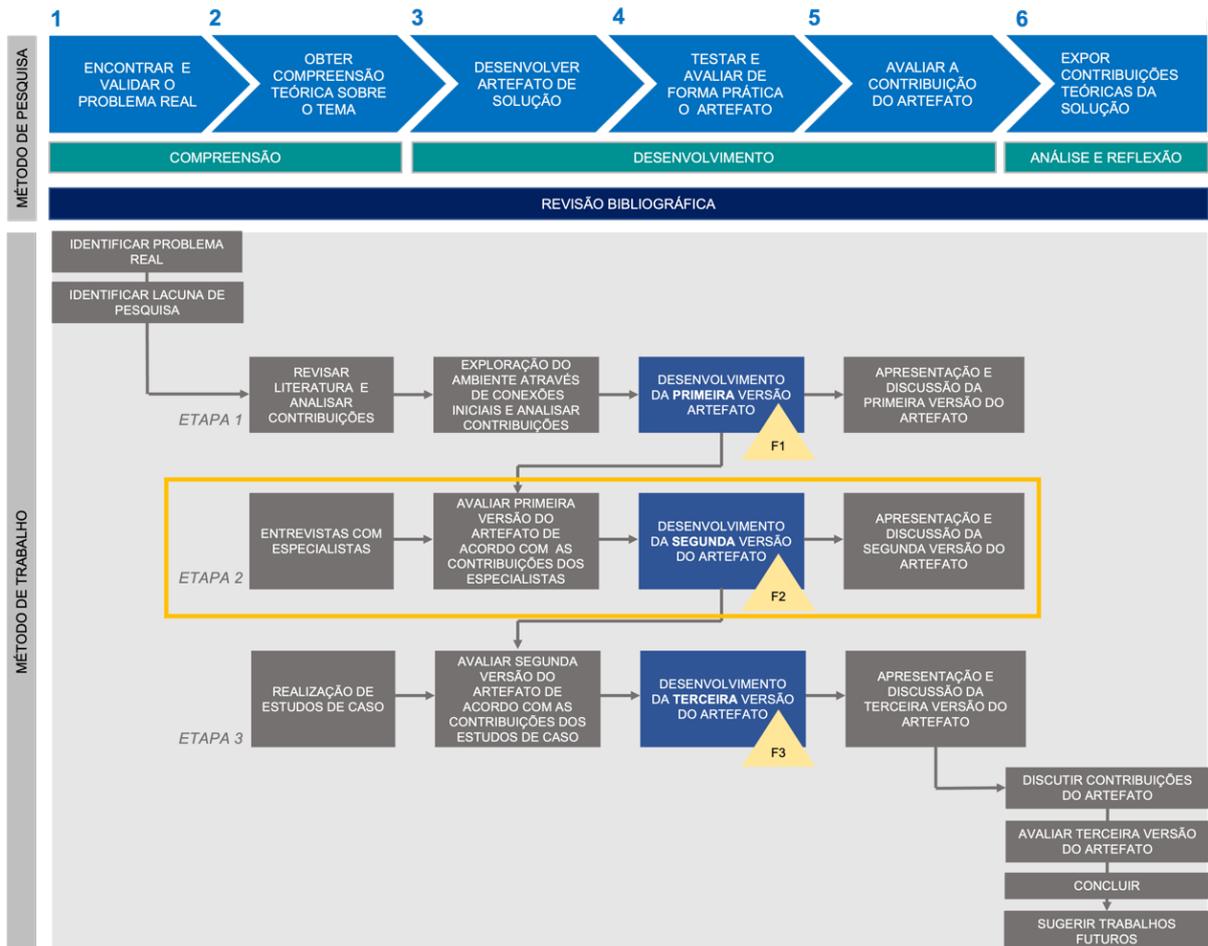
Tema	Literatura identificada
Relação entre choques e ondas de M&A	MITCHELL, M. L.; MULHERIN, J. H. . The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. <b>Journal of financial economics</b> , v. 41, n.2, p.193-229, 1996.
Relação entre choques e ondas de M&A	HARFORD, J.. What drives merger waves?. <b>Journal of financial economics</b> , v. 77, n. 3, p. 529-560, 2005.

Fonte: Elaborado pela autora

### 3.2.3 ETAPA 02 – Desenvolvimento da versão F2 do *framework*

Durante a construção da F1 do artefato, a pesquisadora definiu dimensões e critérios de análise para comporem o *framework*. O objetivo da Etapa 02 da pesquisa foi evoluir e refinar as dimensões e fatores identificados na Etapa 01. A Etapa 02 foi composta pela realização de entrevistas semiestruturadas com executivos e especialistas e análise dos resultados das interações. Após isso, a pesquisadora propôs a F2 do artefato. A Figura 6 apresenta a Etapa 02 no Método de Trabalho proposto.

Figura 6 - Destaque da Etapa 02 no Método de Trabalho Proposto



Fonte: Elaborado pela autora

Os subcapítulos subsequentes descrevem os procedimentos realizados na Etapa 02 da pesquisa.

### 3.2.3.1 Interação com Especialistas

Visando propor a F2 do *framework*, a pesquisadora realizou entrevistas com 16 profissionais, entre executivos e acadêmicos. Destes: 3 Executivos faziam parte de Boutiques de M&A, com experiência média de 20 anos no tema; 2 trabalhavam com Assessoria Financeira para M&A, com experiência média de 30 anos no tema; 2 trabalhavam com Assessoria Jurídica para M&A, com experiência média de 9,5 anos no tema; 4 trabalhavam com Consultoria para M&A, com experiência média de 13 anos no tema; 1 fazia parte de Fundo de Private Equity, com experiência de 11 anos no tema; 1 era Acadêmico e Pesquisador em M&A e Finanças, com 20 anos de

experiência no tema; e 3 trabalhavam com M&A corporativamente, com 14 anos de experiência média no tema. No Quadro 9, são apresentados os executivos e especialistas que participaram desta etapa da pesquisa.

Quadro 9 - Profissionais Entrevistados

ENTREVISTADO	ATUAÇÃO ENTREVISTADO	CARGO ENTREVISTADO	ANOS DE EXPERIÊNCIA M&A	PERFIL
PROFISIONAL 01	Boutique de M&A	Sócio	20	Sócio da Brasilpar, onde é responsável por originação e execução de transações de M&A para grandes e médias empresas. Mestre em administração de empresas pela Rotterdam School of Management na Holanda, tendo estudo por um semestre na NYU Stern School of Business em Nova Iorque e um semestre na Università Bocconi em Milão, Itália.
PROFISIONAL 02	Empresa de Tecnologia	Diretor de M&A	12	Diretor de M&A na Stefanini Group, multinacional brasileira privada do setor de tecnologia, presente em 41 países e uma das 100 maiores empresas de TI do mundo. Administrador, pós-graduado em Marketing e Business Management, possui mais de 17 anos de experiência trabalhando com finanças em grandes empresas.
PROFISIONAL 03	Assessoria Jurídica	Sócio	7	Advogado, Mestre em Direito Privado pela UFRGS e Pós-Graduado em Gestão e Direito Privado. Carreira desenvolvida em prestação de serviços relacionados ao Direito Privado, através de consultoria jurídica em assuntos societários e em fusões e aquisições.
PROFISIONAL 04	Assessoria Jurídica	Sócio	12	PhD candidate em Direito Comercial pela USP e Mestre em Direito Civil e Empresarial pela UFRGS. Sócio-fundador de empresa especializada na assessoria de empresas e negócios, com experiência de mais de 12 anos na estruturação de projetos e compra e venda de empresas.
PROFISIONAL 05	Boutique de M&A	Sócio	15	Sócio-fundador da Stonecapital, empresa com Economista pós-graduado, MBA em Direito Corporativo.
PROFISIONAL 06	Assessoria Financeira	Sócio	20	Administrador, atua como Operating Partner em fundos de Private Equity e Board Member. Possui mais de 20 anos de experiência em consultoria de estratégia, finanças e gestão.
PROFISIONAL 07	Assessoria Financeira	Consultor e Conselheiro	40	PhD em Administração pela UFRGS, possui experiência em mercado de capitais, estrutura de capital, dividendos e finanças corporativas. Atua como Board Member em conselhos de empresas brasileiras. Já atuou como Diretor do Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças RS e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, Professor em programas de governança da Fundação Dom Cabral, Professor titular da Universidade do Vale do Rio dos Sinos e Professor associado na UFRGS.
PROFISIONAL 08	Boutique de M&A	Managing Director	25	<i>Managing Director</i> no Brasil e <i>Head Corporate Finance</i> na América Latina na Kroll, empresa multinacional de consultoria de riscos e finanças corporativas com foco em M&A, presente em 28 países.

<b>PROFIS-SIONAL 09</b>	<b>CONSULTORIA</b>	<b>DIRETOR</b>	<b>12</b>	Administrador Pós-Graduado em Finanças, possui mais de 20 anos de experiência trabalhando na prática corporativa, incluindo projetos de M&A, com larga experiência na fase de Post Merger.
<b>PROFIS-SIONAL 10</b>	Empresa de Educação	CEO	20	Mestre em Direito pela UFSC, CEO e Sócio-Fundador de empresa que atua como plataforma educacional no Sul do Brasil que, ao longo dos últimos anos, cresceu através de crescimento inorgânico. Fundador de fundo de Venture Capital e membro do Conselho de Administração do Transforma RS.
<b>PROFIS-SIONAL 11</b>	Consultoria	Diretor	10	Administradora em posição de Diretoria da Integration Consulting, atuando na área de Finanças e Gestão desde 2010. Sua experiência inclui as áreas de M&A e Post Merger.
<b>PROFIS-SIONAL 12</b>	Consultoria (Big 4)	Sócio	17	Sócio na EY e anteriormente Senior Manager na PwC, é Administrador e atua há mais de 17 anos como <i>advisory</i> em transações de M&A em consultorias Big 4.
<b>PROFIS-SIONAL 13</b>	Empresa de Tecnologia	Diretor	10	Diretor Financeiro com mais de 15 anos de experiência em posições corporativas e operacionais em companhias com mais de 10 mil colaboradores e R\$ Bi em receita. Anjo investidor e sócio de fundo de Venture Capital. Atua como Diretor Financeiro no lfood, empresa de tecnologia que cresce inorganicamente.
<b>PROFIS-SIONAL 14</b>	Academia	Professor Associado de Pós-Graduação	20	PhD em Administração pela CEPEAD-UFMG, possui experiência como professor de Finanças, gestor acadêmico (coordenação de cursos de graduação e pós-graduação), pesquisador e consultor na área financeira.
<b>PROFIS-SIONAL 15</b>	Fundo de Private Equity	VP	11	Vice-presidente em um dos maiores fundos de Private Equity da América Latina (+ de R\$ 72,5BI sob gestão), tendo participado em investimentos em empresas brasileiras e multinacionais de diversos setores (construção, educação, saúde, agronegócio) desde 2011.
<b>PROFIS-SIONAL 16</b>	Consultoria	Sócio	13	Sócia e líder da Deloitte, a maior organização de serviços profissionais do mundo, na área relacionada à prática de Estratégia, Analytics e M&A no Brasil e na América Latina. Graduação em Administração de Empresas pela University of Washington e MBA em Estratégia pela Harvard Business School.

Fonte: Elaborado pela autora

A pesquisadora optou por utilizar a técnica de Entrevistas Semiestruturadas nesta etapa da pesquisa, na qual o entrevistado tem a possibilidade de discorrer sobre suas experiências, através do foco principal proposto pelo pesquisador, ao mesmo tempo que permite respostas livres e espontâneas (TRIVIÑOS, 1987). Indo ao encontro ao pensamento de DiCicco-Bloom e Crabtree (2006), as entrevistas estão entre as estratégias mais familiares para coletar dados qualitativos. Na entrevista semiestruturada, ao contrário da pesquisa altamente estruturada, o entrevistado é definido mais como um participante na construção de significado da pesquisa do que um canal através do qual a informação é obtida.

Assim, entendendo que a entrevista é um processo de interação social, no qual o entrevistador tem a finalidade de obter informações através do uso de um roteiro contendo tópicos que giram em torno de uma problemática central (HAGUETTE, 1995), a pesquisadora construiu, para conduzir as entrevistas com os Executivos e Especialistas, um Protocolo de Entrevistas composto por seis questões abrangentes que giravam em torno do processo de tomada de decisão e dos motivadores para crescimento inorgânico dentro de organizações brasileiras e um *'Board'* no *software on-line* MIRO ([www.miro.com](http://www.miro.com)), que tem como intuito a colaboração visual entre participantes de maneira remota. No MIRO, foram apresentados gráficos sobre o crescimento no número de fusões e aquisições no Brasil ao longo do tempo e exposto a F1 do *framework*. O principal intuito era que a entrevista fosse organizada em torno de um conjunto de perguntas abertas, com outras perguntas emergindo do diálogo entre a pesquisadora e os entrevistados (DICICCO-BLOOM; CRABTREE, 2006).

Todas as entrevistas semiestruturadas foram realizadas individualmente e de forma on-line, via *Microsoft Teams*, utilizando-se dos recursos de gravação e transcrição que o *software* oferece. As entrevistas tiveram duração aproximada de 60 minutos com cada profissional. Destaca-se que, além das perguntas do Protocolo de Entrevistas (Apêndice A) e da apresentação de gráficos e da F1 do *framework* no *software* MIRO, os executivos e especialistas entrevistados tiveram a oportunidade de construir sua própria versão do *framework* ao final da entrevista, também fazendo uso do *Board* do *software* MIRO, através da edição da versão anterior do artefato. Tal ação resultou em 16 diferentes versões editadas da F1 do *framework* que foram analisadas pela pesquisadora.

### 3.2.3.2 Análise dos dados e resultados das interações

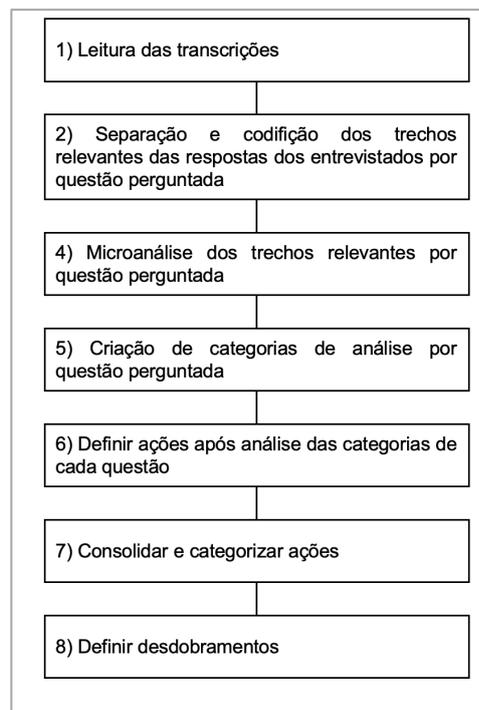
A pesquisadora baseou-se em Strass e Corbin (2008) para definir a técnica de análise dos dados obtidos. Segundo os autores, a etapa de análise é

[...] a interação entre o pesquisador e os dados; é ciência e arte; [...] é onde a criatividade se manifesta na capacidade dos pesquisadores em nomear categorias, fazer perguntas estimulantes, fazer comparações e extrair um sistema inovador, integrado e realista de massas de dados brutos desorganizados (STRASS; CORBIN, 2008, p.25).

Os autores apresentam uma técnica composta pelas etapas de Descrição, Ordenamento Conceitual e Teorização.

Além disso, a pesquisadora também utilizou o método de análise de percepções utilizado por Klingenberg (2020) em sua pesquisa, que envolveu a microanálise. A microanálise é explicada por Strauss e Corbin (2008) como a proposição de categorias de análises através do exame de sentenças, palavras, frases e parágrafos. Por mais que fosse possível o agrupamento das respostas dadas em cada questão do protocolo de entrevista, foi percebido pela autora ser necessário analisar de forma detalhada e distinta cada resposta e questão do protocolo; utilizando, assim, a microanálise. O método de análise utilizado pela pesquisadora consiste em oito etapas apresentadas na Figura 7:

Figura 7 - Método de Análise das percepções dos especialistas



Fonte: Elaborado pela autora

A primeira e a segunda etapa consistiram na leitura de todas as transcrições e identificação da resposta de cada questão específica. Assim, trechos que não correspondiam à pergunta específica não foram categorizados para a questão, mas foram analisados e destacados caso fossem relevantes para o contexto da pesquisa. Nesta etapa, a pesquisadora construiu um grande mapa visual utilizando o *software* Excel, para poder visualizar todos os entrevistados, todas as perguntas e todas as respostas. Na etapa seguinte, a pesquisadora se aprofundou nas respostas para cada

questão, buscando entender qual seria a melhor forma de análise e categorização de cada questão, para, na Etapa 5, propor as categorizações adequadas. Na Etapa 6, a pesquisadora entendeu e definiu, para cada questão perguntada, quais as principais ações indicadas pelos entrevistados. Na próxima etapa, as ações das 09 questões foram consolidadas, categorizadas e analisadas em conjunto, para, na última etapa, definir os desdobramentos para a proposição da F2 do *framework*.

Ainda, além dos desdobramentos obtidos através das respostas às perguntas, antes de criar a proposição da F2 do *framework*, a pesquisadora analisou os *frameworks* construídos por cada profissional no *software* MIRO durante a entrevista semiestruturada. Isso auxiliou para garantir que o que os profissionais apontaram e acreditavam ser necessário para o artefato foi considerado nos desdobramentos da análise das entrevistas.

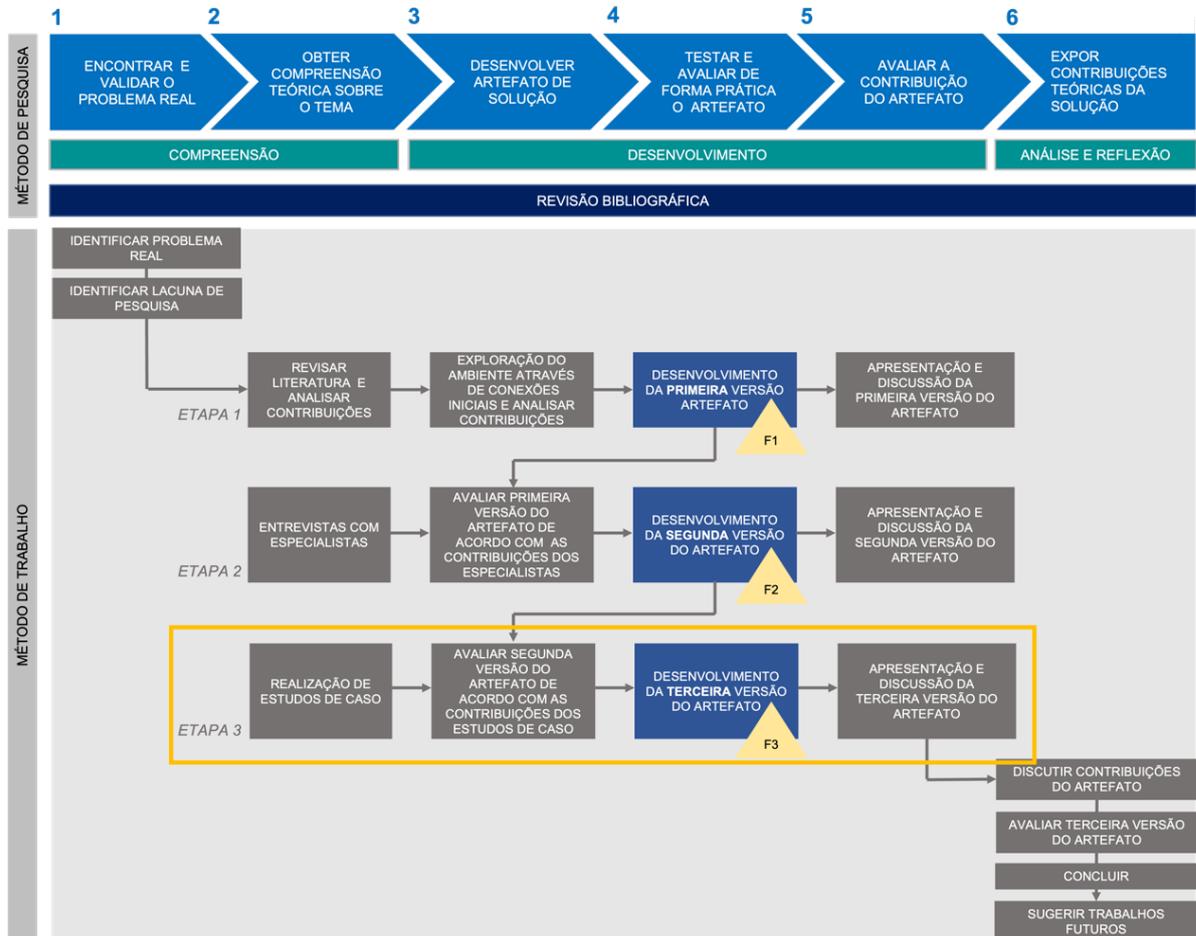
A pesquisadora considerou a abordagem adequada, pois possibilitou uma análise detalhada dos comentários e respostas dos entrevistados, além da contribuição visual de um *framework* construído pelo próprio profissional. Finalmente, permitiu a definição de ações em relação ao artefato e ao trabalho como um todo. Destaca-se que algumas vezes durante o processo foi necessário retroceder e rever decisões tomadas, sendo esta uma característica da abordagem qualitativa (STRAUSS; CORBIN, 2008).

### **3.2.4 ETAPA 03 – Desenvolvimento da versão F3 do *framework***

O desenvolvimento da terceira versão do *framework* ocorreu através da realização de seis estudos de caso. A escolha da realização de estudos de caso se deu, pois a metodologia de construção do artefato até a Etapa 02 envolveu a aplicação de conhecimentos empíricos e tácitos de diversos profissionais, contudo de maneira generalizada, ou seja, baseando-se em suas experiências e conhecimentos obtidos ao longo dos anos em diferentes transações de M&A. Não obstante, a experiência dos executivos e especialistas que colaboraram para este estudo vai além de um setor, estendendo-se entre diferentes modelos de companhias e setores. Buscando avaliar o artefato de maneira aplicada em operações reais de fusões e aquisições, e buscando discutir os elementos de tomada de decisão em setores específicos, porém distintos da indústria, a realização de estudos de caso foi escolhida como ferramenta

nesta etapa da pesquisa. A Figura 8 destaca a Etapa 03 no Método de Trabalho da Pesquisa.

Figura 8 - Destaque da Etapa 03 no Método de Trabalho Proposto



Fonte: Elaborado pela autora

Os três setores definidos para a realização dos estudos de caso foram Educação, Tecnologia e Saúde. Educação e Tecnologia foram definidos por serem setores de base brasileiros, que demandam desenvolvimento, investimento, inovação e crescimento no Brasil, e que comprovadamente tiveram crescimento no número de fusões e aquisições entre 2020 e 2021 (TTR, 2021). Tecnologia, por sua vez, foi definido pela pesquisadora por ter sido o setor com o maior crescimento no número de fusões e aquisições no Brasil neste período (TTR, 2021) e, não somente por isso, mas também pela diversidade presente dentro de um mesmo setor.

Os profissionais que representaram as empresas nos estudos de caso e as empresas em si são apresentados nos Quadros 10 e 11. Todas as empresas atendem os critérios: i) realizaram fusões e aquisições em 2020 ou 2021, no Brasil; ii) possuíam

estratégia de crescimento inorgânico; iii) eram empresas brasileiras, mesmo que atuassem no mercado internacional; iv) são empresas de Capital Aberto.

Quadro 10 - Profissionais representantes das empresas dos estudos de caso

ENTREVISTADO	ATUAÇÃO	CARGO	ANOS DE EXPERIÊNCIA M&A	PERFIL
<b>PROFISSIONAL 17</b>	Empresa de Educação	Consultor e Conselheiro	11	Executivo sênior com experiência em diretoria de empresas de capital aberto líderes de mercado no setor de educação, além de direção no maior ecossistema de saúde e <i>healthtechs</i> do Brasil incluindo diversas instituições de ensino médico. PhD em Direito Internacional pela UFRGS.
<b>PROFISSIONAL 18</b>	Empresa de Saúde	CFO	15	Profissional com experiência na liderança das áreas de finanças, investimentos e desenvolvimento empresarial de empresas brasileiras nos segmentos da construção e saúde. Sócio fundador de fundo global de venture capital que tem como propósito desenvolver inovação para criar mudanças exponenciais.
<b>PROFISSIONAL 19</b>	Empresa de Tecnologia	Diretor	5	Diretor de Estratégia e M&A em uma empresa de capital aberto que figura entre as 100 maiores empresas de tecnologia no mundo e uma das empresas que mais cresce no Brasil. Administrador e mestrando em Estratégia pela UDESC.
<b>PROFISSIONAL 20</b>	Empresa Saúde	Diretor	12	Administrador e Diretor Financeiro em empresa de capital aberto do setor da saúde que é uma das três maiores empresas de medicina diagnóstica no Brasil.
<b>PROFISSIONAL 21</b>	Empresa de Tecnologia	Especialista	6	Especialista de M&A em empresa de tecnologia brasileira que atua multinacionalmente.
<b>PROFISSIONAL 22</b>	Empresa de Educação	CFO	33	Ex-CFO de um dos maiores grupos de educação do Brasil, atualmente atuando como CFO em uma das maiores redes de concessionárias de veículos leves do Brasil. Profissional com Formação executiva pela Harvard Business School e PhD não concluído pela PUC.

Fonte: Elaborado pela autora

Quadro 11 - Empresas dos estudos de caso

ENTREVISTADOS	CATEGORIA EMPRESA	ESTRUTURA DE CAPITAL DA EMPRESA	DESCRIÇÃO EMPRESA	AQUISIÇÕES REALIZADAS PELA EMPRESA 2020/2021
Profissional 17 - Estudo de Caso 01	Educação	Capital aberto - NASDAQ	Maior ecossistema de saúde e <i>healthtechs</i> do Brasil incluindo diversas instituições de ensino médico. Primeira empresa especializada em educação médica, em termos globais, a negociar ações na NASDAQ.	12
Profissional 18 - Estudo de Caso 02	Saúde	Capital aberto - B3	Rede de hospitais que tem atuado como comprador ativo no setor e que ambiciona se tornar um dos maiores consolidadores do setor da saúde no país.	6
Profissional 19 - Estudo de Caso 03	Tecnologia	Capital aberto - B3	Empresa líder em softwares e inovação para o setor financeiro no Brasil, que figura entre as 100 maiores empresas de tecnologia no mundo e uma das empresas que mais cresce no Brasil.	8
Profissional 20 - Estudo de Caso 04	Saúde	Capital aberto - B3	Empresa pioneira no mercado de apoio laboratorial e na assessoria especializada a empresas de saúde como: laboratórios, clínicas e hospitais em todo o Brasil. A Companhia atende, no canal de coleta Lab-to-Lab, mais de 6 mil clientes em cerca de 2.000 cidades brasileiras. Em unidades próprias para atendimento ao consumidor, a Companhia possui 148 unidades, sendo líder de mercado em Belo Horizonte, Goiânia e Pará.	3
Profissional 21 - Estudo de Caso 05	Tecnologia	Capital aberto - NASDAQ	Companhia de tecnologia que tem como produto/serviço canais de conversação/comunicação entre clientes e empresas. Primeira empresa da América Latina "SaaS" ( <i>Software as service</i> ) a abrir capital na Nasdaq, segunda maior bolsa de valores do mundo.	3

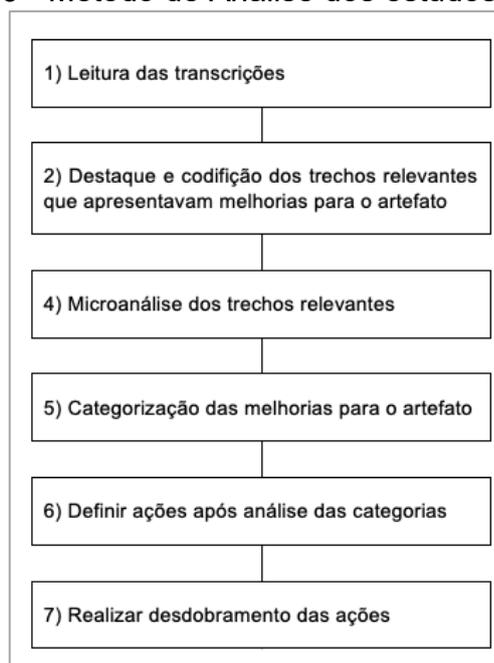
Profissional 22 - Estudo de Caso 06	Educação	Capital aberto - B3	Quarto maior grupo de ensino do Brasil – posição de mercado com base na quantidade de alunos. Rede de Educação que conta com 14 instituições de ensino superior e cinco de educação básica.	2
---	----------	------------------------	---	---

Fonte: Elaborado pela autora

Dessa forma, para cada empresa estudada na etapa de Estudo de Caso, foram analisadas uma ou mais transações de M&A realizadas entre 2020 e 2021. A pesquisadora utilizou como ferramentas um Protocolo de Entrevista Semiestruturada (Apêndice C), além de um Documento com instruções para o Estudo de Caso (Apêndice B) que foi enviado aos profissionais representantes dos estudos de caso em momento anterior à realização do processo. Além disso, semelhante à Etapa 02, a pesquisadora editou, em tempo real e em conjunto com o entrevistado, o *framework* em sua versão F2 utilizando o *software* MIRO.

Para a avaliação das contribuições trazidas através dos estudos de caso, a pesquisadora analisou as transições das conversas de maneira consolidada, e não de maneira separada por questão perguntada como na Etapa 02. Assim sendo, o método de análise utilizado foi composto por sete passos e será apresentado na Figura 9. Após a realização do desdobramento das ações (Item 7 da Figura 9), a pesquisadora editou a F2 do artefato e propôs uma terceira versão.

Figura 9 - Método de Análise dos estudos de caso



Fonte: Elaborado pela autora

A análise das transcrições das entrevistas de estudo de caso, as informações em relação às transações analisadas nesta etapa, as reflexões obtidas ao longo do processo, as bases de conhecimentos consultadas e a percepção geral da própria pesquisadora auxiliaram para avaliar de maneira descritiva o artefato nesta etapa. Finalmente, após os desdobramentos das ações, foi avaliada a F2 do *framework* e proposta a F3 do artefato.

### 3.2.5 Avaliação do *framework*

A abordagem DSR sempre implica uma tentativa de demonstrar explicitamente a utilidade da solução construída, assim como a sua aplicabilidade, além da sua simplicidade e facilidade de entendimento (MARCH; SMITH, 1995; KASANEN; LUKKA; SIITONEN, 1993). Segundo March e Smith (1995), a avaliação dos artefatos ocorre para entender o seu desempenho e se houve progresso em relação a soluções anteriores. Mesmo que a avaliação completa da utilidade e aplicabilidade das soluções nem sempre seja possível, devido a restrições de recursos e tempo (KASANEN; LUKKA; SIITONEN, 1993), esse deve ser feito mesmo que parcialmente.

A terceira versão do *framework* de suporte à tomada de decisão em operações de fusões e aquisições foi avaliada, portanto, em relação aos critérios básicos de **utilidade** e **aplicabilidade**. O Quadro 12 apresenta as derivações ou desdobramentos destes critérios básicos utilizados para a avaliação do artefato, como relevância, simplicidade e facilidade de uso.

Quadro 12 - Constructos adotados para a avaliação do artefato

Constructo	Derivação
UTILIDADE	Visualização do processo de tomada de decisão
	Relevância no processo de tomada de decisão para a realização de M&A
	Dimensões e elementos coerentes com a realidade analisada
APLICABILIDADE	Simplicidade
	Facilidade de uso

Fonte: Elaborado pela autora

Para realizar a avaliação do artefato segundo os constructos, a pesquisadora estruturou uma pesquisa on-line através do *Microsoft Forms*. A pesquisadora enviou a pesquisa para um grupo de 10 acadêmicos e executivos, sendo estes participantes

da pesquisa nas etapas anteriores ou profissionais que a pesquisadora identificou ao longo da trajetória de construção da pesquisa. Ao final, a pesquisadora obteve retorno e avaliação de 05 profissionais, sendo 02 executivos e 03 acadêmicos. Os resultados das avaliações serão apresentados no subcapítulo 5.2.

O capítulo da Metodologia procurou explicar como a pesquisadora buscou garantir os critérios de validade do constructo, validade externa e confiabilidade (YIN, 2003). O *framework* foi criado em uma série de etapas que envolveu conhecimento prescritivo e descritivo e opinião e experiência de especialistas. Visando assegurar sua confiabilidade, os procedimentos de investigação foram detalhadamente explicados e as decisões da pesquisadora registradas, facilitando a rastreabilidade da pesquisa. A validade externa foi buscada por meio da consulta a especialistas e estudos de caso de transações de M&A aplicadas. Por fim, o *framework* foi submetido a uma etapa de avaliação para validar sua utilidade e aplicabilidade no ambiente de negócios.

## 4 RESULTADOS

Este capítulo apresenta e discute os resultados de cada etapa do método de trabalho apresentado. Os subcapítulos seguintes seguem a mesma ordem da apresentação do método de trabalho. Inicialmente, apresenta-se a Etapa 01, que gerou a F1 do artefato, baseando-se na literatura existente e nas anotações e apontamentos realizados em contatos iniciais com os entrevistados e acadêmicos. Na Etapa 02, é explicitada a F2 do artefato após a realização de entrevistas semiestruturadas com 16 executivos e especialistas. Na Etapa 03, o artefato é submetido à comparação com seis estudos de caso, o que culminou na proposição da terceira versão do artefato, F3. A avaliação final do artefato é apresentada no capítulo de discussões.

### 4.1 ETAPA 01 - DESENVOLVIMENTO DA VERSÃO F1 DO *FRAMEWORK*

Conforme detalhado na Figura 4, nesta etapa, os procedimentos realizados foram a revisão da literatura, a exploração do ambiente através de conexões iniciais e o retorno à literatura para então propor o artefato.

Em relação à revisão de literatura, diversas contribuições teóricas foram identificadas pela autora. Contudo, poucas realmente traziam colaborações em relação à tomada de decisão para o crescimento inorgânico dentro de organizações. Assim, a autora buscou identificar relações, mesmo que secundárias, do que era considerado pelos autores como critérios que influenciavam, motivavam ou guiavam a realização de M&A.

O Quadro 13 apresenta os elementos identificados na literatura que estão relacionados com a tomada de decisão para realização de M&A.

Quadro 13 - Elementos identificados na literatura para análise durante a tomada de decisão para crescimento inorgânico

Elemento de Análise	Citação do Elemento	Fonte
Competição no setor	M&A pode ser utilizada como uma arma para influenciar a dinâmica de competição dentro de um setor empresarial.	Angwin (2007)

<b>Liquidez</b>	O cenário positivo de crescimento do número de fusões e aquisições é influenciado pela liquidez do mercado. Assim, quando são realizados muitos IPOs, fusões e aquisições tendem a ocorrer devido à alta capitalização das firmas.	BAIN & COMPANY – Global M&A Report (2022)
<b>Taxa de Juros</b>	O cenário positivo de crescimento do número de fusões e aquisições é influenciado pela baixa taxa de juros, pois investidores tendem a buscar retornos mais altos em outras formas de investimento e o custo de capital também se torna mais baixo.	BAIN & COMPANY – Global M&A Report (2022); BOSTON CONSULTING GROUP - Covid-19's Impact on Global M&A (2020)
<b>Incerteza</b>	Aumentos inesperados na Incerteza Econômica podem contribuir para o aumento dos anúncios de M&A nos meses subsequentes, pois algumas empresas menos capitalizadas se tornam 'baratas'.	Batista et al. (2022)
<b>Mercado de capitais favorável</b>	Mercado de capitais favorável suporta o financiamento dos negócios porque geralmente significa que empresas estão capitalizadas com custo de capital mais baixo. As ondas de M&A têm coincidido com fortes avanços no mercado de capitais.	BOSTON CONSULTING GROUP - Covid-19's Impact on Global M&A (2020); Fonseca e Almeida (2022)
<b>Otimismo</b>	Ondas de M&A têm sido observadas coincidindo com o otimismo dos agentes, impactando a forma como eles avaliam os ativos.	Gugler, Mueller e Weichselbaumer (2012); Gugler et al. (2012); Goel e Thakor (2010)
<b>Alterações macroeconômicas</b>	As transações de M&A no Brasil acompanham as alterações que ocorrem no ambiente macroeconômico do país.	Marion e Vieira (2010)
<b>Regulamentações</b>	A regulamentação e a desregulamentação de setores da economia criam lacunas entre a lei de defesa da concorrência e sua aplicação e afeta as transações de M&A no país.	Marion e Vieira (2010)

Fonte: Elaborado pela autora

Por mais que sejam significativas, as colaborações da literatura não se mostraram suficientes para criação da F1 do *framework*. Assim, ao passar pelo processo de convidar os executivos e especialistas para participar da pesquisa, a pesquisadora realizou uma breve apresentação do problema e do objetivo de pesquisa. Naturalmente, os futuros entrevistados apresentaram opiniões e comentários acerca de pesquisa. É importante ressaltar que, neste momento, a autora buscava entender a opinião dos entrevistados sobre a existência de uma relação entre as mudanças sociais e econômicas trazidas pela crise do Covid-19 no crescimento da realizações de M&A pelas empresas no Brasil no período 2020-2021.

Dessa forma, todos os comentários realizados pelos convidados a participar da pesquisa nesta etapa inicial foram registrados no *software* MIRO. Todas as anotações foram realizadas no *software* MIRO. Alguns convidados não teceram comentários, logo, não foram registrados. Após a análise dos comentários, a pesquisadora separou os apontamentos realizados em quatro categorias, também utilizando o *software* MIRO. As categorias sugeridas foram: i) sugestões estruturais para a pesquisa ou perguntas plausíveis; ii) estratégias de crescimento inorgânico em empresas brasileiras; iii) apontamentos referentes à relação do evento do Covid-19 com M&A; e iv) aspectos direcionadores da tomada de decisão para M&A. A Figura 10 apresenta o processo de categorização:

Figura 10 - Categorização dos comentários dos convidados para as entrevistas



Fonte: Elaborado pela autora

Em relação ao item i) sugestões estruturais para a pesquisa ou perguntas plausíveis, foi destacada pelos profissionais a necessidade de definir uma segmentação para as empresas, setores e tipos de M&A que seriam estudados nesta pesquisa. Dessa forma, a pesquisadora definiu que seriam analisadas empresas de capital aberto, por apresentarem maior quantidade de dados acessíveis para análise.

Também, foi definido que seriam analisadas transações domésticas de M&A corporativas (aquisições tradicionais), por ser o tipo de transação realizada majoritariamente no Brasil, onde, do total de transações realizadas em 2021, 70% foram operações domésticas e 55% foram M&A corporativos (TTR, 2021). Finalmente, foi definido que seriam analisadas apenas empresas que atuaram no lado adquirente da operação, pois o objetivo da pesquisa é propor um *framework* de apoio para empresas que estão comprando outras empresas através de fusões e aquisições.

O item ii) estratégias de crescimento inorgânico em empresas brasileiras diz respeito a comentários realizados acerca da inexistência de estratégias de crescimento inorgânico por muitas empresas, situação em que elas agem por oportunismo ou sem uma orientação clara do que pretendem atingir ao efetuar a compra do *target*. Isto está relacionado aos motivos atrelados a não performance de M&A. Na presente pesquisa, foi considerado que o “start” para o processo de análise dos critérios de tomada de decisão para o crescimento inorgânico é a existência de uma estratégia de crescimento empresarial atrelada à escolha do crescimento inorgânico.

O item iii) apontamentos referentes à relação do evento do Covid-19 com M&A foi o discutido e questionado em maior grau pelos entrevistados, e trouxe direcionamentos significativos para a pesquisa. O entendimento geral é que o crescimento no número de fusões e aquisições no Brasil no período 2020-2021, utilizado como contexto desta pesquisa, não era atrelado ao acontecimento da crise do Covid-19. O profissional 12 diz que:

Nenhum período da história brasileira que foi atrelado a uma crise teve tanta liquidez e juros tão baixos [...] Este período de crescimento de M&A mostrou que o mercado financeiro brasileiro não estava em crise.

O que o profissional quis dizer foi que, nesse período, o Brasil viveu uma ‘tempestade perfeita’ – termo cunhado por diversos profissionais entrevistados, devido a uma série de características que iam além da situação do Covid-19, e que não tornavam a crise sanitária do Covid-19 um fator único para uma crise econômica. De fato, a menor taxa Selic da história foi registrada entre agosto de 2020 e março de 2021, quando o índice ficou no patamar de 1,90% ao ano. Nesse período, o Copom estabeleceu uma meta de 2% ao ano para tentar estimular a economia em meio à crise provocada pelo Coronavírus (IPEA GOV, 2022).

Ainda, mesmo durante a pandemia do Covid-19, o movimento de IPOs (ofertas iniciais de ações) foi muito forte. A B3 registrou 73 operações de IPOs entre o período de 2020 a 2021, o maior número de IPOs desde 2007. Esse crescimento se deu pela combinação dos juros baixos e estímulos financeiros no Brasil e no mundo. O que isso trouxe realmente foi um mercado aquecido, com liquidez e disposto a investir visando ao crescimento dos negócios (EXAME, 2022).

Contudo, a pesquisadora infere que, por mais que a realização de fusões e aquisições poderia estar relacionada a fatores macroeconômicos e de liquidez de mercado, como foi identificado na literatura e destacado pelos profissionais, o evento do Covid-19 não poderia ser descartado do pano de fundo da tomada de decisão por crescimento inorgânico no período, pois a taxa de juros baixa tinha relação com a crise sanitária do Covid-19. Dessa forma, a pesquisadora retornou à literatura buscando identificar outras associações entre a incerteza, eventos de ruptura, crises ou demais efeitos acerca da tomada de decisão para o crescimento inorgânico.

Assim, a pesquisadora entrou em contato com o que era apresentado pelos autores Mitchell e Mulherin (1996): o crescimento relevante de fusões e aquisições pode estar atrelado a um choque, esperado ou não esperado, que altera ou afeta a estrutura dos setores industriais (podendo ser a alteração do número e o tamanho das firmas, a competitividade, a demanda por tecnologia, políticas governamentais, condições de fornecimento de matéria-prima, etc). Ao vincular a atividade de aquisição e os choques da indústria, assume-se que a estrutura de uma indústria, incluindo o número e o tamanho das empresas, é uma função de fatores como tecnologia, política governamental e condições de demanda e oferta. Grandes mudanças, ou choques, em qualquer um desses fatores, causam mudanças na estrutura da indústria. Igualmente, a pesquisadora identificou que a corrente teórica neoclássica destacada por Harford (2005) diz que os choques derivados de distúrbios econômicos levam à reorganização industrial por meio das M&A e conduzem à mudança para o novo ambiente institucional. A partir deste entendimento, que foi suscitado pelos comentários dos profissionais e após isso também ser exposto na literatura, a pesquisadora passou a utilizar o termo 'choque' como um fator que traz incerteza, altera a organização dos setores e **afeta a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico**.

Por fim, os apontamentos analisados no item iv) aspectos direcionadores da tomada de decisão para M&A trouxeram os seguintes elementos: taxa de juros baixa

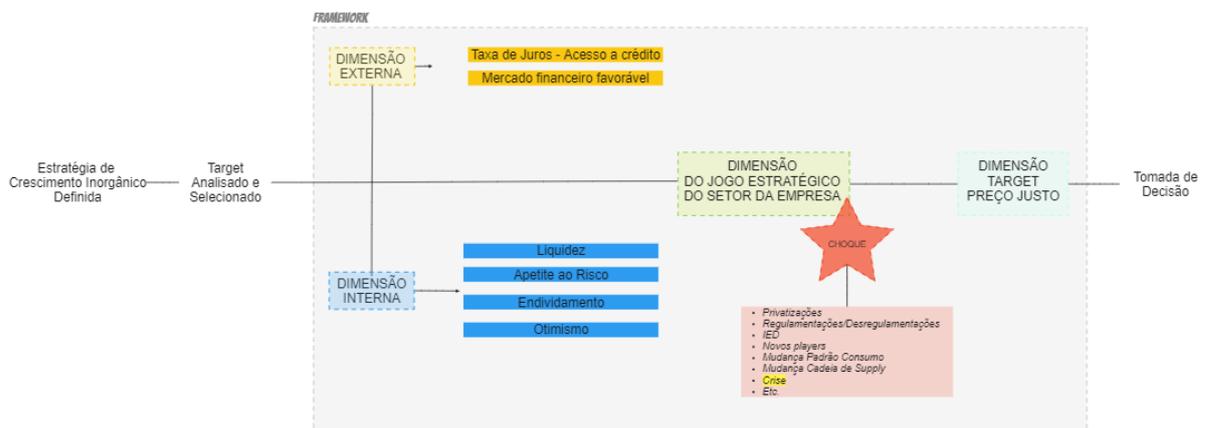
e liquidez (citado por cinco diferentes profissionais), competitividade setorial, posição de caixa, apetite ao risco, endividamento, preço justo do *target*, acesso a recursos financeiros. Não obstante, foi apontado que os motivadores poderiam ser distintos, dependendo do setor de atuação da empresa compradora e da empresa vendedora, além de ter sido ressaltado em diversos momentos o fato de ‘cada M&A ser único’.

Dessa forma, a partir das colaborações da literatura e dos profissionais recebidos na Etapa 01, a pesquisadora propôs o artefato em sua versão F1.

#### 4.1.1 F1 do *framework*

A versão F1 do *framework* foi proposta organizando os elementos de análise para a tomada de decisão trazidos pela literatura e pelas conversas iniciais com profissionais. A pesquisadora categorizou os elementos em quatro **dimensões**, a saber: i) dimensão interna; ii) dimensão externa; iii) dimensão do jogo estratégico do setor; e iv) dimensão do *target* no preço justo. Na Figura 11, o *framework* em sua versão F1 é apresentado e, nos subcapítulos seguintes, cada dimensão é abordada em detalhes.

Figura 11 - F1 do *framework*



Fonte: Elaborado pela autora

Ressalta-se que, externamente ao artefato, a pesquisadora trouxe elementos que não faziam parte da análise do estudo, mas serviam para posicionar o *framework* em um espaço de tempo dentro do ciclo de M&A: o ciclo iniciava com a Estratégia de Crescimento Inorgânico da empresa, avançando para a identificação e análise de um *target* para, então, iniciar o processo de análise dos elementos da tomada de decisão, finalizando na tomada de decisão propriamente dita.

## **DIMENSÃO EXTERNA**

A autora definiu como 'Externa' a dimensão que estava relacionada ao Macroambiente e incluiu fatores que não poderiam ser controlados pela empresa compradora, pelo *target* ou até mesmo pelo setor. Nesta dimensão, foram incluídos no primeiro momento dois elementos de análise: i) taxa de juros / acesso a crédito; e ii) mercado financeiro favorável. A pesquisadora apresentou a taxa de juros como elemento devido aos apontamentos realizados na literatura (BAIN & COMPANY, 2022; BOSTON CONSULTING GROUP, 2020) e aos apontamentos dos profissionais. Entretanto, nas próximas etapas desta pesquisa, os elementos i) e ii) serão alterados.

## **DIMENSÃO INTERNA**

Por 'Dimensão interna', a pesquisadora quis se referir à empresa compradora. Nas próximas etapas, esta dimensão terá seu nome alterado. Os elementos de análise inseridos foram: i) liquidez, devido ao fato citado diversas vezes pelos profissionais em relação à alta liquidez do período 2020-2021, que pode ter influenciado a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico; ii) apetite ao risco, também apontado por um profissional que relacionou o termo ao desejo e coragem dos executivos de realizarem investimentos de risco para trazerem crescimento às suas empresas; neste caso, através da realização de fusões e aquisições; iii) endividamento, utilizado para representar as dívidas que a empresa compradora possui em relação a seus ativos totais; e iv) otimismo, igualmente apontado pela literatura (GUGLER et al., 2012; GOEL; THAKOR, 2010) e pelos profissionais como sendo um elemento necessário para a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico.

## **DIMENSÃO DO JOGO ESTRATÉGICO DO SETOR**

A pesquisadora utilizou a identificação de 'jogo estratégico do setor' para a dimensão que faz referência ao setor da empresa compradora ou o setor do *target*, que não necessariamente precisam ser os mesmos - eles podem ser diferentes quando a empresa compradora está buscando realizar uma operação de M&A do tipo Conglomerado (BREALEY & MYERS, 2006). O nome para a dimensão foi derivado de comentários de profissionais, conforme comentário do Profissional 03: "*Cada setor possui um movimento estratégico de competição, com dinâmicas muito específicas, e o mercado muda muito de setor para setor*". Neste momento da pesquisa, não foram incluídos elementos de análise nesta dimensão.

## **DIMENSÃO DO TARGET NO PREÇO JUSTO**

A pesquisadora utilizou a identificação de ‘*target* no preço justo’ para a dimensão que diz respeito ao *target*, ou seja, a empresa vendedora. O nome para a dimensão foi derivado de comentários de profissionais, conforme exemplo de citação do entrevistado 13: “*Cada setor possui um movimento estratégico de competição, com dinâmicas muito específicas, e o mercado muda muito de setor para setor*”. Neste momento da pesquisa, não foram incluídos elementos de análise nesta dimensão.

## **CHOQUE**

Em relação ao elemento que representasse a incerteza ou eventos de ruptura identificados na literatura (BATISTA et al. 2022; MITCHELL; MULHERIN, 1996), a autora se baseou na obra de Mitchell e Mulherin (1996) para adicionar o elemento caracterizado como ‘Choque’, que altera ou afeta a estrutura dos setores industriais (podendo ser a alteração do número e o tamanho das firmas, a competitividade, a demanda por tecnologia, políticas governamentais, condições de fornecimento de matéria-prima, etc.), e que influencia a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico. Ainda, neste elemento se faz a relação com ‘crises’, ao exemplo da crise sanitária do Covid-19 vivida entre 2020 – 2021.

Nesta etapa da pesquisa, a pesquisadora entendia que o choque que causava efeitos na realização de fusões e aquisições era ligado apenas à dimensão do ‘jogo estratégico do setor’. Contudo, isso veio a se modificar nas próximas etapas da pesquisa.

### **4.2 ETAPA 02 - DESENVOLVIMENTO DA VERSÃO F2 DO FRAMEWORK**

Conforme detalhado na Figura 6 – Etapa 02 no Método de Trabalho Proposto, a Etapa 02 foi composta pelos processos de realização de entrevistas semiestruturadas com Executivos e Especialistas e análise dos dados e resultados das interações. Na sequência, foram propostas melhorias na versão F1 do artefato; formatando, assim, a F2 do *framework*.

Conforme apresentado no capítulo de método, as entrevistas semiestruturadas seguiram roteiro apresentado no Apêndice A. Ao todo, foram gerados nesta Etapa 16 documentos de transcrição de entrevistas, totalizando mais de 500 páginas. Após, foram identificados 154 trechos relevantes, analisados por questão perguntada e

realizados os cruzamentos das respostas. Antes de apresentar as principais ações e desdobramentos para o *framework*, a pesquisadora ressalta quatro questionamentos relevantes realizados para os entrevistados.

Em um primeiro momento, a pesquisadora perguntou aos entrevistados: “ao que você entende estar atrelado o aumento no número de fusões e aquisições no período 2020-2021?”. Como resposta, os entrevistados sugeriram os seguintes pontos:

Tabela 1 - Categorização de respostas da pergunta 01

<b>Categoria de Respostas</b>	<b>Nº de Citações</b>
Ciclo macroeconômico e taxa de juros baixa	10
Capital de risco disponível / Liquidez do mercado / Excesso de capital com custo baixo	8
Perspectivas futuras positivas, que traz apetite ao risco	6
Inovar/mudar o modelo de negócios para se proteger das mudanças do mercado / “Se digitalizar”	5
Consolidações de mercados	4
Maior maturidade do mercado de M&A brasileiro	4
Aproveitamento do caixa disponível	4
Empresas vendedoras com preços atrativos	3
Mudanças em demanda e consumo	2
<i>Total</i>	<i>46</i>

Fonte: Elaborado pela autora

A partir das respostas obtidas a esse questionamento, a pesquisadora revisou se todos os itens apontados pelos entrevistados estavam abarcados na proposição da F1 do *framework*. Os itens que não estavam considerados na F1 foram considerados para a F2 do *framework*. Além disso, a pesquisadora ressalta a percepção de diferentes pontos de vista dos entrevistados. O Profissional 10 disse que “é esta visão que eu tenho: alteração da estrutura dos setores é o que aconteceu no período e influenciou o crescimento de M&A [...] A taxa de juros não é quem manda nesse momento, e sim a mudança estrutural que foi demandada”. Em contrapartida, o Profissional 12 declarou que entendia que a situação macroeconômica foi o principal influenciador da tomada de decisão das empresas por crescimento inorgânico no período. O ponto de vista do Profissional 12 foi amplamente abordado na primeira pergunta da pesquisa, sendo que os motivos mais associados ao crescimento do número de fusões e aquisições no período 2020-2021 foram o ciclo macroeconômico e a taxa de juros. A pesquisadora percebeu esta divergência de opiniões em diversos momentos. Por exemplo, o Profissional 10 entendia que a estratégia da empresa era

o principal influenciador do processo independente das características macroeconômicas, ao contrário da opinião do Profissional 12. Como nesta pesquisa não está sendo avaliado o peso de cada critério de decisão, a pesquisadora optou por manter todos os elementos de decisão aparentes no *framework*, independente de qual possa ser mais relevante.

As próximas duas perguntas realizadas pela pesquisadora que não estavam atreladas diretamente à análise da representação ou dos elementos do artefato buscavam explorar o elemento de representação da incerteza inserido no *framework* como 'choque' (MITCHELL; MULHERIN, 1996). Assim, a pesquisadora questionou se eles concordavam que (i) a crise sanitária do Covid-19 pode ter tido relação com o aumento no número fusões e aquisições no Brasil no período 2020-2021, e se eles entendiam que (ii) no período 2020-2021, setores industriais brasileiros passaram por choques (MITCHELL; MULHERIN, 1996), causados ou não pela Covid-19, que podem ter influenciado a realização de fusões e aquisições.

Em relação ao questionamento (i), 38% dos entrevistados disseram entender que a crise sanitária do Covid-19 teve relação com o aumento no número de fusões e aquisições no Brasil, 50% dos entrevistados responderam que não era possível inferir e 13% dos entrevistados disseram que não existia relação.

É interessante destacar que, antes mesmo da pesquisadora realizar a segunda pergunta, ao responderem a primeira pergunta, 69% dos entrevistados fizeram apontamentos relacionando o acontecimento do Covid-19 a uma visão de evento de 'ruptura'/'choque'. O Profissional 08, por exemplo, declarou que:

A Covid-19 impactou o movimento de fusões e aquisições devido a mudanças estruturais em mercados, e antecipou o que quem sabe aconteceria mais para frente. A M&A, além de ser uma ferramenta de negócios, passou a ser uma ferramenta estratégica para posicionamento setorial e cadeia de suprimentos. Por isso eu acredito que isto afetou sim o movimento de M&A.

É possível relacionar o apontamento feito pelo profissional, em relação às mudanças estruturais em mercados causadas pelo Covid-19, com um evento de 'ruptura'/'choque'. Na mesma direção, o Profissional 10 apontou que:

A pandemia não gerou uma crise econômica para o processo de aquisições. O que a pandemia fez foi uma clara demonstração para as lideranças empresariais que a estrutura capitalista está passando por um processo de destruição criativa, como disse Schumpeter.

A destruição criativa, citada pelo profissional, tem como princípio o surgimento e consolidação de produtos e métodos capitalistas inovadores que ocupam espaço no mercado, causando o desaparecimento de produtos e métodos antigos (SCHUMPETER, 1961). Este processo dinamiza o mercado por meio da competitividade entre as empresas em busca do melhor posicionamento estratégico. A pesquisadora sugere que, em um momento de evento de ruptura para os setores e para a economia, é necessária a mudança nos métodos tradicionais ou nas ideias pré-concebidas, e esta é exatamente a ideia da representação do elemento de incerteza trazido no artefato.

Após análise isolada da pergunta (i), é possível inferir que não há consenso quanto à existência de uma relação entre a crise sanitária do Covid-19 e o aumento do número de fusões e aquisições no Brasil. Contudo, é possível argumentar que há um entendimento de que a crise sanitária do Covid-19 pode ter acarretado mudanças significativas para determinados setores industriais.

Por sua vez, em relação à pergunta (ii), que se baseava no entendimento dos entrevistados sobre a ocorrência de um choque nos setores industriais brasileiros no período 2020-2021, 69% dos entrevistados concordaram que neste período houve um choque em setores da economia que podem ter influenciado a tomada de decisão para fusões e aquisições. Já 31% dos entrevistados concordaram com ressalvas, ou seja, concordaram, porém fizeram observações pertinentes acerca do ocorrido, que serão detalhadas na Tabela 15. Destaca-se ainda que nenhum entrevistado discordou ter ocorrido um evento de choque nos setores industriais no período que influenciou de alguma forma a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico.

Quadro 14 - Ressalvas dos profissionais em relação à ocorrência de 'choque' no período 2020-2021

<b>Profissional</b>	<b>Ressalva apresentada na pergunta (ii)</b>
Profissional 01	<i>Obviamente setores como restaurantes passaram por choques, mas não vejo isso resultando em fusões e aquisições. Mas claro que a avalanche em transações de M&amp;A em tecnologia devido à digitalização não é discutível.</i>
Profissional 07	<i>Concordo, mas o que gera a M&amp;A não é se tem ou não tem choque, e sim compradores capitalizados que tem perspectiva positiva de futuro e vendedores com problemas que se dispõem a vender, isto é essencial. Também destaco que o choque afeta todo o setor ou toda a economia, atingindo quem está bem e quem não está bem. A capacidade de gestão e de antecipação determina quem se sai bem ou não referente ao choque.</i>
Profissional 12	<i>Eu concordo com o choque, mas eu ainda acredito que o crescimento de operações tem a ver com a questão macroeconômica.</i>

Profissional 13	<p><i>Concordo. Contudo, acho que você tem que somar alguns elementos aí, né? Você tem primeiro uma questão da tecnologia hoje disponível. A velocidade é a disponibilidade, vamos chamar assim de tecnologia hoje. Além disso, você tem a mudança nas cadeias produtivas que se acelerou devido ao Covid-19, o que que acelerou o interesse de diversos setores mais tradicionais em direção à digitalização. E a liquidez de mercado. Tudo isso gera um impacto positivo no M&amp;A. Mas, se você tem um investimento baseado no crescimento de um mercado específico, este tipo de decisão é negativamente impactado em um momento de incerteza. Por outro lado, você tem mercados resistentes que estão sendo questionados ou disruptados, e, neste caso, é menos dependente a atividade de M&amp;A do momento econômico, porque você não está olhando para o crescimento de um mercado, e sim para a disrupção de modelos produtivos em mercados relevantes. Isso se justifica a despeito da incerteza macroeconômica, e esta iniciativa está ligada à tecnologia como fator de disrupção e aceleração nesse processo.</i></p>
-----------------	---

Fonte: Elaborado pela autora

Em relação às ressalvas trazidas pelos profissionais, a pesquisadora sugere que o choque ou evento de ruptura não é o que inicia o processo de tomada de decisão por si só, ou seja, não é o principal influenciador, mas é um elemento existente na análise. Ainda, destaca-se comentário da Profissional 11:

Estes choques existem sim, sendo maiores ou menores. Uma crise pode ser um choque, mas choques podem também ser diversos outros acontecimentos!

O comentário vai ao encontro à multidisciplinariedade de causadores do choque apresentada por Mitchell e Mulherin (1996). Também, é aderente à forma como a pesquisadora apresentou o elemento de incerteza dentro na F1 do artefato, não o relacionando a uma crise especificamente, mas sim a acontecimentos que causam mudanças ou rupturas. Finalmente, nas respostas desta pergunta, a pesquisadora identificou as relações do elemento de choque afetando dimensões de tomada de decisão que não apenas a dimensão do setor industrial (exemplo: afetando a análise de sua própria empresa ou afetando o cenário macroeconômico). Esta percepção se torna um desdobramento ao final da análise deste capítulo.

É ressaltado o apontamento trazido pelo Profissional 13 em relação à tecnologia e digitalização. Analisando o comentário do Profissional 13, entende-se que, pela sua opinião, os elementos de tecnologia e digitalização compõem o ‘choque’ vivido no período analisado. Também, o profissional entende que estes elementos impactam a tomada de decisão das empresas que realizaram fusões e aquisições. Este apontamento fortalece a necessidade de inclusão de um elemento que enderece

o tema de tecnologia e digitalização na dimensão do *target* na proposição da F2 do *framework*.

Ainda, a pesquisadora aproveitou a oportunidade da entrevista semiestruturada para questionar os entrevistados sobre um ponto importante: **os elementos apresentados neste *framework* se aplicam tanto para Aquisições, Fusões, JV, SPACs, Divestitures, PE, VC e CVC?** Como resposta, 100% dos entrevistados disseram que a tomada de decisão para todos os modelos de M&A passaria pelos elementos citados. No entanto, destacaram que, dependendo do modelo do *deal*, as ponderações para os elementos de análise serão diferentes. Vale a pena compartilhar o ponto de vista dos Profissionais 06 e 03 para explicar a ressalva apresentada:

Profissional 06: O core do *framework* se encaixa em todos os tipos de M&A, mas você possui nuances para cada tipo de transação. PE olha mais setor que companhia, por exemplo. [...] Também, sendo PE ou VC, dependendo do estágio da empresa, muitas vezes estou investindo nos empreendedores mais do que no negócio. Existem diferenças.

Profissional 03: Os objetivos são diferentes para cada projeto de M&A, então todos vão analisar todos os pontos. Contudo, focando em uma prioridade. O frame pode funcionar para outros tipos como PE e CVC, mas ele encaixa muito em uma empresa que tem a estratégia de crescimento inorgânico mesmo.

Assim, é entendido que o *framework* contém elementos que atendem a análise de diversos tipos de M&A. Entretanto, ele tende a ser mais assertivo no caso de operações de aquisição tradicionais, foco deste estudo, situação em que uma empresa que possui estratégia de crescimento inorgânico está buscando a compra de outra empresa.

Dessa forma, após a realização da análise das perguntas iniciais, a pesquisadora realizou a análise das demais perguntas do protocolo, que eram diretamente relacionadas ao artefato, suas dimensões de tomada de decisão e seus elementos de análise para o crescimento inorgânico. O processo seguido foi apresentado no capítulo de método - Figura 07. De forma resumida, a pesquisadora realizou a microanálise dos trechos relevantes, criou categorias de ações de análise e posteriormente definiu os desdobramentos para a F1 do artefato. Logo, o entregável deste processo foi o desdobramento de alterações do artefato.

Também, o apontamento de melhorias pelos entrevistados para a F1 do *framework* se deu através de alterações no artefato, em tempo real durante as entrevistas, utilizando o software MIRO. O acesso a estes elementos visuais facilitou

o processo de definição de desdobramentos de alteração no artefato pela pesquisadora.

A pesquisadora categorizou as ações em: **ações de adequação estrutural do *framework*** e **ações de adequação dos elementos do *framework***. A segunda categoria - de adequação dos elementos - ainda foi subdividida em adequação através da **adição de novos elementos e adequação através da alteração de elemento existente**.

Na Tabela 2, são apresentadas as ações de adequação estrutural do artefato.

Tabela 2 - Ações sugeridas para adequação estrutural do artefato

AÇÃO	DESCRIÇÃO DA AÇÃO	N. DE CITAÇÕES
1. Necessidade de ressaltar a estratégia da empresa	A estratégia da empresa vem antes da dimensão interna e externa, e há retroalimentação dela durante o processo	12
2. Alteração do elemento 'choque' no frame	O choque afeta todas as dimensões da tomada de decisão	5
3. Mudança na relação entre as dimensões	Dimensões interna e externa afetam o preço justo	1

Fonte: Elaborado pela autora

As ações referentes às sugestões de alterações estruturais da F1 do *framework* geraram dois desdobramentos.

Em relação à A1 - *Necessidade de ressaltar a estratégia da empresa*, amplamente apontada pelos entrevistados, a pesquisadora entende que a estratégia de crescimento definida pela empresa é o que inicia o processo do M&A, e isto já estava representado na F0 do artefato. Contudo, realmente não havia uma retroalimentação da estratégia durante o processo de tomada de decisão. Dessa forma, a pesquisadora entendeu ser pertinente representar esta retro análise que pode ocorrer durante o processo de tomada de decisão.

- Desdobramento A1 – Representar no *framework* a retro análise e retroalimentação da estratégia de crescimento inorgânico da empresa.

Em relação ao elemento de incerteza apresentado no *framework* como 'choque' e apontado pelos entrevistados na ação A2 - *Alteração do elemento 'choque' no frame*, a pesquisadora concordou com os entrevistados sobre a necessidade de posicioná-lo de forma que ele tenha efeito nas outras dimensões que não somente na dimensão

do setor. Assim, a pesquisadora entendeu que um evento de ruptura ou choque, quando ocorre, pode afetar tanto as condições macroeconômicas atuais, o mercado de capitais, o ambiente regulamentar, as características e resultados financeiros e operacionais das empresas, a valorização ou desvalorização dos negócios, ou seja, de forma geral, afetar todas as dimensões de análise para tomada de decisão representadas no *framework*.

- Desdobramento A2 – Representar no *framework* o elemento de incerteza caracterizado como ‘choque’ afetando todas as demais dimensões.

Quanto à ação A3 – *Mudança na relação entre as dimensões*, devido ao apontamento do entrevistado de que a dimensão externa ou até mesmo a interna afetavam o preço justo do *target*, por ter havido apenas uma citação para esta ação, a pesquisadora não realizou desdobramentos nesse momento da pesquisa. Contudo, na última versão proposta do *framework*, este apontamento passa a ser considerado e a alteração no *framework* é realizada.

Na Tabela 3, são apresentadas as ações de adequação dos elementos do artefato.

Tabela 3 - Ações sugeridas para adequação dos elementos do artefato

AÇÃO	DIMENSÃO DA AÇÃO	ITEM	DETALHAMENTO DA AÇÃO	N. DE CITAÇÕES
<b>4. Adicionar Novo Elemento</b>	4.1 Externa	4.1.1	Ambiente Regulatório	5
		4.1.2	Custo de capital	1
		4.1.3	Câmbio	5
		4.1.4	Inflação	1
		4.1.5	Mudanças na política econômica	1
		4.1.6	Premissas macroeconômicas	1
		4.1.7	Risco apresentado pelo país / Previsibilidade do país (impostos, eleição, reformas)	10
		4.1.8	Tendências de mercado	1
	4.2 Interna	4.2.1	Capacidade de integração	14
		4.2.2	Previsão de crescimento econômico / Perspectiva positiva de futuro	3
		4.2.3	Capacidade financeira para aquisição	9
		4.2.4	Motivação intangível da alta liderança	3
		4.2.5	Maturidade Organizacional	2

continua

continuação

<b>AÇÃO</b>	<b>DIMENSÃO DA AÇÃO</b>	<b>ITEM</b>	<b>DETALHAMENTO DA AÇÃO</b>	<b>N. DE CITAÇÕES</b>
		4.2.6	Sinergias com o <i>target</i>	1
	4.3 Jogo estratégico do setor	4.3.1	Ambiente concorrencial	3
		4.3.2	Potencial de crescimento do mercado	2
	4.4 Target	4.4.1	Sinergias	14
		4.4.2	Características financeiras e capacidade de crescimento	4
		4.4.3	Passivos (previdenciário, trabalhista, tributário)	1
		4.4.4	Nível de Risco (legal, jurídico e societário)	1
		4.4.5	Pessoas e cultura	4
		4.4.6	Dívidas financeiras	2
		4.4.7	Portfólio de tecnologia, produtos e serviços	3
<b>5. Alteração de Elemento existente</b>	5.1 Externa	5.1.1	Separar acesso a crédito de taxa de juros	2
		5.1.2	Editar o nome do elemento 'mercado financeiro favorável'	1
	5.2 Interna	5.2.1	Alterar 'Apetite ao risco e otimismo' para 'visão positiva de longo prazo'	2
		5.2.2	Liquidez não está dentro de capacidade financeira interna e sim no mercado	2
		5.2.3	Confiança mudar para previsibilidade - pode ser dimensão externa e interna	1
		5.2.4	Disponibilidade de caixa no lugar de liquidez	1
		5.2.5	Adicionar Alavancagem no elemento Endividamento	1
		5.2.6	Mudar o elemento otimismo	3
		5.2.7	Mudar o elemento confiança	3
		5.2.8	Substituir liquidez por caixa disponível ou acesso a capital barato	2

Fonte: Elaborado pela autora

Em relação às citações de novos elementos que deveriam ser adicionados, a pesquisadora apresenta os desdobramentos atrelados a cada item na Tabela 4. Em relação aos itens que não foram incluídos como desdobramentos nesta etapa, a presente pesquisadora voltou a analisá-los na proposição final do *framework*.

Tabela 4 - Ações que geraram desdobramentos de elementos adicionados

<b>DIMENSÃO DO ELEMENTO A SER ADICIONADO</b>	<b>ITEM</b>	<b>DETALHAMENTO DA AÇÃO – ELEMENTO CITADO</b>	<b>N. DE CITAÇÕES</b>	<b>DESDOBRAMENTO – ELEMENTO ADICIONADO</b>
4.1 Externa	4.1.1	Ambiente Regulatório	5	<b>Ambiente Regulatório</b>
	4.1.2	Custo de capital	1	<b>Liquidez de mercado e custo de capital</b>
	4.1.3	Câmbio	5	<b>Premissas macroeconômicas</b>
	4.1.4	Inflação	1	<b>Premissas macroeconômicas</b>
	4.1.5	Mudanças na política econômica	1	
	4.1.6	Premissas macroeconômicas	1	<b>Premissas macroeconômicas</b>
	4.1.7	Risco apresentado pelo país / Previsibilidade do país (impostos, eleição, reformas)	10	<b>Premissas macroeconômicas</b>
	4.1.8	Tendências de mercado	1	
4.2 Interna	4.2.1	Capacidade de integração	14	<b>Capacidade de integração</b>
	4.2.2	Previsão de crescimento econômico / Perspectiva positiva de futuro	3	<b>Perspectiva positiva de futuro</b>
	4.2.3	Capacidade financeira para aquisição	9	<b>Capacidade financeira para realização (caixa disponível ou acesso a capital barato)</b>
	4.2.4	Motivação intangível da alta liderança	3	<b>Motivações intangíveis da alta liderança</b>
	4.2.5	Maturidade Organizacional	2	<b>Maturidade organizacional</b>
	4.2.6	Sinergias com o <i>target</i>	1	
4.3 Jogo estratégico do setor	4.3.1	Ambiente concorrencial	3	<b>Ambiente concorrencial</b>
	4.3.2	Potencial de crescimento do mercado	2	<b>Potencial de crescimento do mercado</b>
4.4 Target	4.4.1	Sinergias	14	<b>Sinergias operacionais, financeiras e estratégicas</b>
	4.4.2	Características financeiras e capacidade de crescimento	4	<b>Resultados financeiros e dívidas</b>
	4.4.3	Passivos (previdenciário, trabalhista, tributário)	1	<b>Resultados financeiros e dívidas</b>
	4.4.4	Nível de Risco (legal, jurídico e societário)	1	<b>Nível de Risco (legal, jurídico e societário)</b>
	4.4.5	Pessoas e cultura	4	<b>Pessoas e cultura</b>
	4.4.6	Dívidas financeiras	2	<b>Resultados financeiros e dívidas</b>
	4.4.7	Portfólio de tecnologia, produtos e serviços	3	

Fonte: Elaborado pela autora

Em relação às citações de alteração de elementos existentes, a pesquisadora apresenta os desdobramentos atrelados a cada item na Tabela 5. Todos os apontamentos dos entrevistados sobre alterações em elementos necessárias na F1 do *framework* foram considerados para a proposição da F2.

Tabela 5 - Ações que geraram desdobramentos de elementos alterados

<b>DIMENSÃO DO ELEMENTO A SER ALTERADO</b>	<b>ITEM</b>	<b>DETALHAMENTO DA AÇÃO – ELEMENTO CITADO</b>	<b>N. DE CITAÇÕES</b>	<b>DESDOBRAMENTO – ALTERAÇÃO NO ELEMENTO</b>
5.1 Externa	5.1.1	Separar acesso a crédito de taxa de juros	2	Liquidez de mercado e custo de capital
	5.1.2	Editar o nome do elemento 'mercado financeiro favorável'	1	Condição do mercado de capitais
5.2 Interna	5.2.1	Alterar 'Apetite ao risco e otimismo' para 'visão positiva de longo prazo'	2	Perspectiva positiva de futuro (aspectos políticos, jurídicos legais e socioeconômicos)
	5.2.2	Liquidez não está dentro de capacidade financeira interna e sim no mercado	2	Liquidez de mercado e custo de capital
	5.2.3	Confiança mudar para previsibilidade - pode ser dimensão externa e interna	1	Perspectiva positiva de futuro (aspectos políticos, jurídicos legais e socioeconômicos)
	5.2.4	Disponibilidade de caixa no lugar de liquidez	1	Capacidade financeira para realização (caixa disponível ou acesso a capital barato)
	5.2.5	Adicionar Alavancagem no elemento Endividamento	1	Endividamento e alavancagem
	5.2.6	Mudar o elemento otimismo	3	Perspectiva positiva de futuro (aspectos políticos, jurídicos legais e socioeconômicos)
	5.2.7	Mudar o elemento confiança	3	Perspectiva positiva de futuro (aspectos políticos, jurídicos legais e socioeconômicos)
	5.2.8	Substituir liquidez por caixa disponível ou acesso a capital barato	2	Capacidade financeira para realização (caixa disponível ou acesso a capital barato)

Fonte: Elaborado pela autora

A Tabela 6 resume as ações propostas, apresentando que 14,1% das ações propostas foram de adequação estrutural, sendo a adequação mais relevante a apresentação da estratégia da empresa no *framework*, e 85,9% foram indicações de adequação dos elementos componentes das dimensões, sendo as mais relevantes a adição de elementos nas dimensões externa e interna e alteração de elementos existentes na dimensão interna.

Tabela 6 - Resumo das ações propostas

<b>CATEGORIA DA AÇÃO</b>	<b>N. CITAÇÕES</b>	<b>%</b>
<b>Adequação estrutural</b>	<b>18</b>	<b>14,1%</b>
<b>1. Necessidade de apresentação da estratégia da empresa</b>	12	66,7%
<b>2. Alteração do elemento 'choque' no frame</b>	5	27,8%
<b>3. Mudança na representação das dimensões</b>	1	5,6%
<b>Adequação componentes das dimensões</b>	<b>110</b>	<b>85,9%</b>
<b>4. Adicionar Nova</b>	91	82,7%
Externa	28	25,5%
Interna	29	26,4%
Jogo estratégico do setor	5	4,5%
Target	29	26,4%
<b>5. Alteração Existente</b>	19	17,3%
Externa	3	2,7%
Interna	16	14,5%
<b>Total</b>	<b>128</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Elaborado pela autora

#### 4.2.1 F2 do *framework*

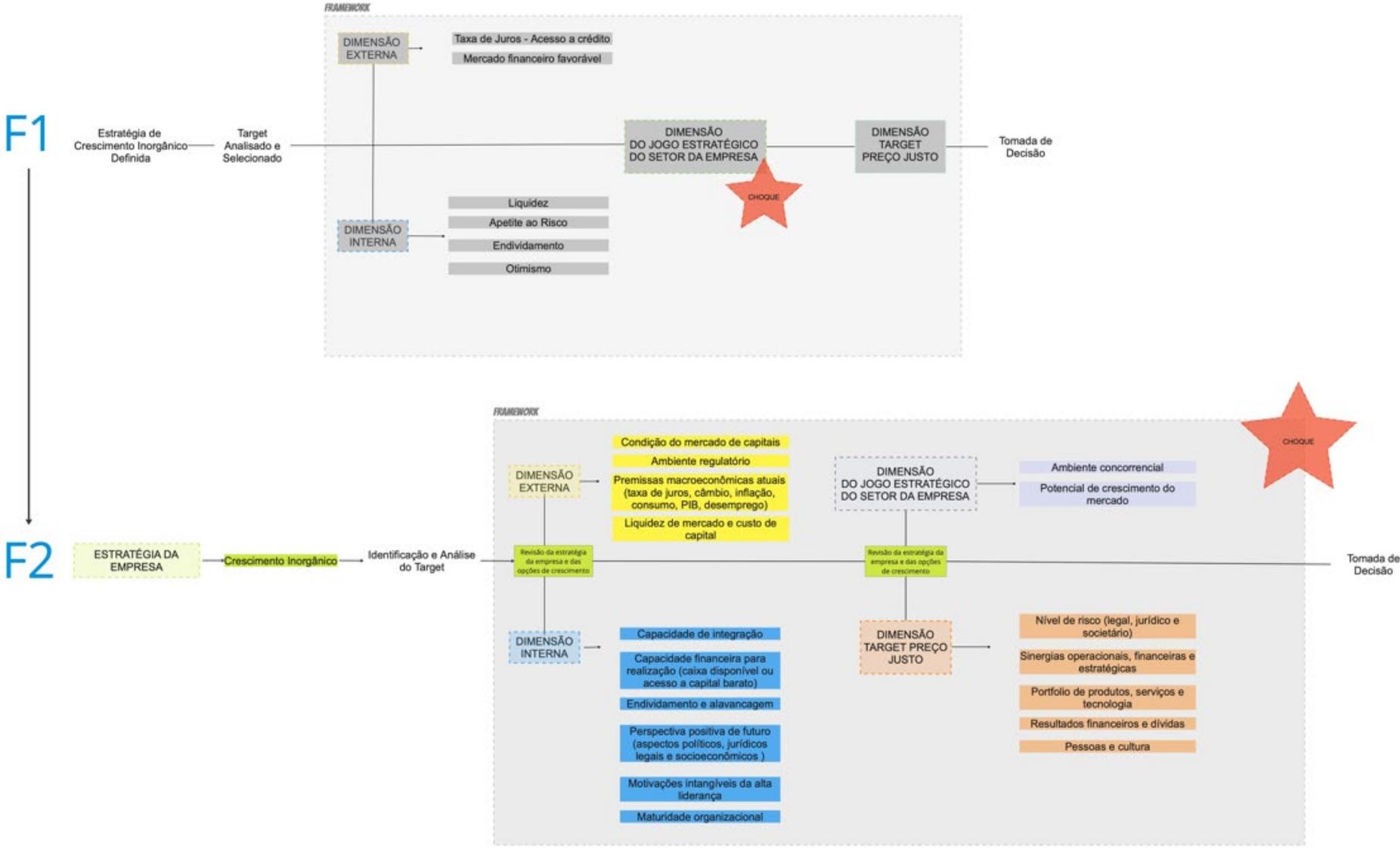
A versão F2 do *framework* foi proposta após a categorização, análise e desdobramentos dos apontamentos realizados pelos 16 profissionais entrevistados na Etapa 01 da presente pesquisa. Não houve alterações nas dimensões de análise, visto que não houve apontamentos neste sentido pelos entrevistados. Não obstante, foram adicionados 12 elementos de análise e alterados outros 07. Ainda, foram atendidos os desdobramentos A1 e A2, que alteraram a estrutura do *framework* em relação à representação da estratégia empresarial durante o processo de tomada de decisão e alteração da representação do elemento de choque.

Na versão F2 do artefato, seguindo a definição do desdobramento A1, a pesquisadora realizou duas mudanças. A primeira foi em relação à representação da estratégia da empresa, que está situada externamente ao *framework* proposto. O intuito foi, primeiramente, deixar claro que a estratégia de crescimento da empresa diz respeito a um elemento, e a escolha do crescimento inorgânico é uma forma para executar a estratégia de crescimento da empresa. Isso segue o que foi apresentado no capítulo de literatura e defendido pelos autores Singh e Montgomery (1987), que dividem as formas de crescimento empresarial em crescimento orgânico e inorgânico. Como neste trabalho o intuito é explorar apenas o crescimento inorgânico, o crescimento orgânico não foi apresentado no artefato. Apesar disso, buscou-se deixar

claro que a estratégia de crescimento empresarial abre caminhos para escolhas após sua estruturação. Por sua vez, a segunda mudança disse respeito à inclusão de elementos de retro análise da estratégia entre as dimensões de tomada de decisão do *framework*.

Para atender ao desdobramento A2, o elemento de choque passou a afetar todas as dimensões, sendo posicionado externamente às dimensões, demonstrando que tinha efeito sobre todas elas. Dessa forma, a Figura 12 apresenta a evolução da F1 do artefato para a F2.

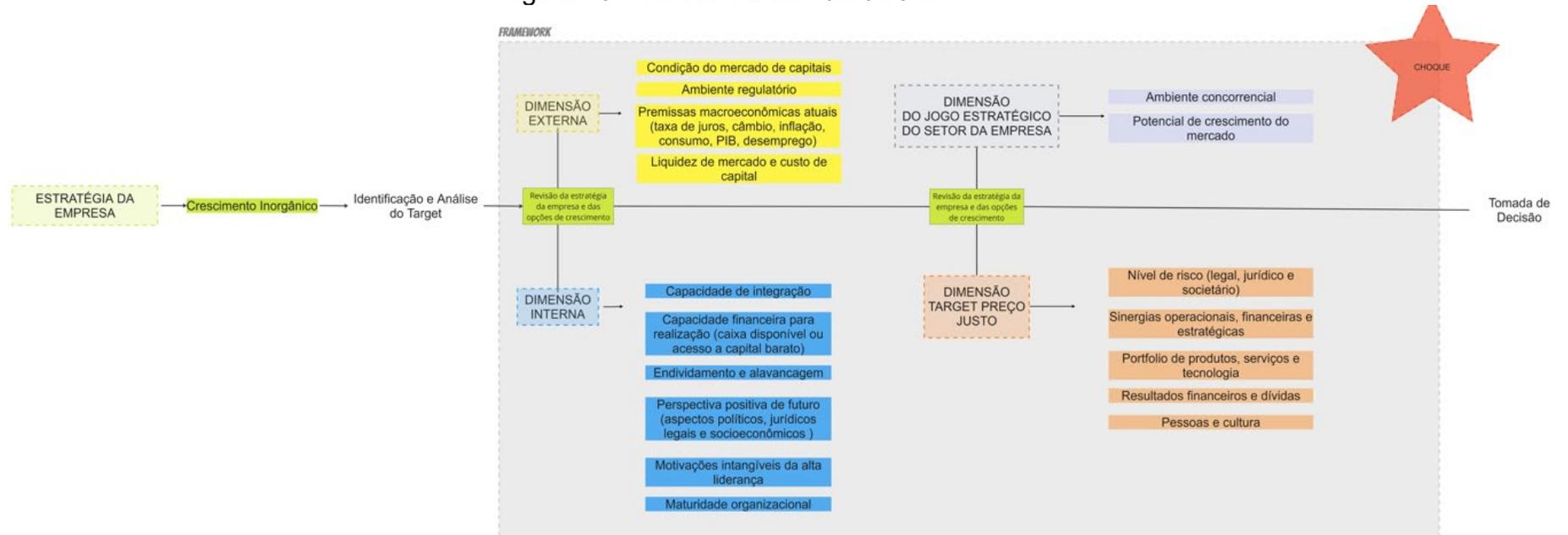
Figura 12 - Evolução da F1 para F2 do *framework*



Fonte: Elaborado pela autora

A Figura 13 apresenta a F2 do artefato, resultado dos desdobramentos deste capítulo.

Figura 13 - Versão F2 do *framework*



Fonte: Elaborado pela autora

Comparando a F2 com a F1, os elementos de todas as dimensões foram alterados. Abaixo, serão brevemente apresentados os elementos que compõem cada dimensão na F2 do *framework*. O Quadro 15 sumariza as mudanças:

Quadro 15 - Alterações da F1 para a F2 do *framework*

DIMENSÃO	F1 DO FRAMEWORK ELEMENTO	F2 DO FRAMEWORK ELEMENTO	RACIONAL DA MUDANÇA
<i>Externa</i>	Taxa de Juros – Acesso a crédito	Premissas Macroeconômicas atuais	Expressar o conjunto de premissas macroeconômicas, e não somente taxa de juros. Desassociar acesso a crédito de taxa de juros.
	Mercado financeiro favorável	Condição do mercado de capitais	Aumentar a clareza do objetivo do elemento.
	-	Ambiente Regulatório	Endereçar o efeito das regulações na tomada de decisão.
	-	Liquidez de Mercado e custo de capital	Relacionar a liquidez ao contexto externo e incluir a taxa paga pelo capital como elemento de análise.
<i>Interna</i>	Liquidez	Capacidade financeira para realização	Relacionar a liquidez ao contexto externo e endereçar o elemento de acesso a capital na empresa compradora.
	Endividamento	Endividamento e alavancagem	Tornar a análise da dívida da companhia mais completa.
	Apetite ao risco	-	Excluir elemento por falta de relevância para os entrevistados.
	Otimismo	Perspectiva positiva de futuro	Aumentar a clareza do objetivo do elemento.
	-	Capacidade de integração	Analisar a capacidade da empresa de implementar atividades efetivas pós-fusão.
	-	Motivações intangíveis da alta liderança	Endereçar motivações não-econômicas.
	-	Maturidade organizacional	Analisar a capacidade da empresa de realizar a gestão da mudança de forma efetiva.
<i>Jogo estratégico do setor</i>	-	Ambiente concorrencial	Analisar as forças externas que afetam a competitividade das empresas.
	-	Potencial de crescimento do mercado	Analisar a expectativa futura do mercado em que as empresas atuam ou atuarão.
<i>Target</i>	-	Nível de Risco (legal, jurídico e societário)	Incorporar pontos relevantes de análise do <i>target</i> que devem ser endereçados pela <i>due diligence</i> e que devem ser analisados em conjunto com elementos da empresa compradora.
	-	Portfolio de produtos, serviços e tecnologias	
	-	Resultados financeiros e dívidas	
	-	Pessoas e cultura	
	-	Sinergias operacionais, financeiras e estratégias	

<b>Choque</b>	Afeta dimensão do Jogo Estratégico do Setor	Afeta todas as dimensões de tomada de decisão	Endereçar efeito do choque nos demais elementos do <i>framework</i> .
---------------	---	---	---

Fonte: Elaborado pela autora

Na sequência, serão detalhados os elementos incluídos ou alterados na F2 do *framework*, em relação às dimensões (i) Externa, (ii) Interna, (iii) Jogo estratégico do setor e (iv) Preço justo do *target*.

## DIMENSÃO EXTERNA

As descrições dos elementos que foram alterados nesta dimensão na F2 do *framework* são:

- Condição do mercado de capitais é um elemento que foi incluído a partir de um elemento anteriormente existente, que buscava apresentar o mesmo sentido, mas necessitava melhoria na apresentação do termo. O que o elemento de análise busca apresentar é a condição do mercado de capitais que pode desempenhar um papel significativo na realização de fusões e aquisições, pois pode afetar o custo de capital, o *valuation* das empresas e o sentimento de confiança dos investidores (BODIE; KAN; MARCUS, 2018).
- Ambiente regulatório é um novo elemento adicionado após a análise das entrevistas semiestruturadas. O ambiente regulatório refere-se ao conjunto de leis, regulamentos e políticas governamentais que afetam as atividades de um determinado setor, indústria ou organização. Ele estabelece as regras e diretrizes pelas quais as entidades devem operar, no intuito de promover a conformidade legal, a proteção dos interesses públicos, a segurança e a sustentabilidade (MORAN, 2002).
- Premissas macroeconômicas (taxa de juros, câmbio, inflação, consumo, PIB, desemprego) são elementos previamente apresentados apenas como 'taxa de juros'. Os entrevistados apresentaram a necessidade de torná-los mais abrangentes, incluindo elementos como câmbio, inflação, e demais indicadores. Assim, o termo utilizado passou a ser 'premissas macroeconômicas', que são suposições sobre o ambiente econômico em que uma empresa opera. Elas incluem variáveis-chave, como taxas de crescimento do PIB, taxas de juros, inflação, taxas de câmbio e outros

fatores macroeconômicos que são considerados ao avaliar o desempenho financeiro futuro de uma empresa ou país (MCKINSEY & COMPANY, 2005)

- Liquidez de Mercado e Custo de Capital é um novo elemento adicionado após a análise das entrevistas semiestruturadas, e tem relação com os apontamentos ligados à abundância de capital disponível no mercado e o custo de capital que está atrelado a taxa de juros. Um mercado é considerado líquido se houver um número substancial de compradores e vendedores, baixos custos de transação e prazos de negociação considerados razoáveis (BODIE; KAN; MARCUS, 2018).

## **DIMENSÃO INTERNA**

As descrições dos elementos que foram alterados nesta dimensão na F2 do *framework* são:

- Capacidade de integração foi o elemento que mais recebeu apontamentos dos entrevistados na dimensão interna. Ela diz respeito à capacidade da empresa compradora de integrar o *target* pós *closing*, e de ativar as estratégias que foram concebidas para o negócio. Os entrevistados ressaltaram que este é um item importante para o sucesso do M&A, mas que muitas empresas não o analisam com a devida antecedência.
- Capacidade financeira para a realização do M&A, que pode ser através de caixa disponível, ou possibilidade de ter acesso a capital, seja via dívida ou via emissão de ações.
- Endividamento e alavancagem, dois indicadores financeiros importantes que visam analisar as dívidas de curto e longo prazo da companhia, além da sua comparação com sua capacidade de geração de caixa para quitá-las. O endividamento de uma empresa refere-se à proporção de suas fontes de financiamento que são dívidas em relação ao seu total de capital (BERK & DEMARZO, 2016). A alavancagem financeira envolve o uso de dívida para financiar uma parte do investimento da empresa, o que amplifica tanto a potencialidade de retornos como os riscos associados (BERK & DEMARZO, 2016). A análise dos indicadores é importante caso a realização do *deal* envolva mudanças significativas para os indicadores.

- Perspectiva positiva de positiva de futuro foi relacionado pelos entrevistados a uma visão otimista ou favorável das expectativas futuras em relação a um determinado evento, situação ou empresa. Isso implica haver uma crença de que as condições e resultados futuros serão favoráveis, melhores ou superiores em relação ao estado atual. A pesquisadora não identificou referência na literatura para realizar a conexão teórica. No entanto, acredita ser um elemento relevante para a fundamentação do *framework*.
- Motivações intangíveis da alta liderança foi referido pelos entrevistados como sendo fatores não monetários ou não materiais que impulsionam o comportamento, a atitude e o desempenho da alta liderança no contexto da tomada de decisão pelo crescimento inorgânico.
- Maturidade Organizacional refere-se ao grau de desenvolvimento, capacidade e prontidão de uma organização para implementar mudanças efetivas. Envolve a capacidade da organização de aprender, adaptar-se e se transformar, bem como a eficiência com que ela opera e gerencia seus recursos internos (BURKE, 2017). Dependendo da maturidade organizacional, a empresa poderá ter mais ou menos sucesso na condução do *post merger*.

## **DIMENSÃO DO JOGO ESTRATÉGICO DO SETOR**

As descrições dos elementos que foram alterados nesta dimensão na F2 do *framework* são:

- Ambiente concorrencial refere-se ao conjunto de forças e condições externas que afetam a competitividade de uma empresa no contexto da indústria. Isso inclui fatores como concorrentes diretos e indiretos, poder de negociação dos compradores e fornecedores, ameaça de novos entrantes e produtos substitutos, além de mudanças tecnológicas, regulamentações governamentais e tendências econômicas (DAVID; DAVID, 2016).
- Potencial de crescimento do mercado refere-se à expectativa futura de taxa de crescimento do tamanho total de um mercado<sup>1</sup> específico ao longo do

---

<sup>1</sup> O 'mercado', no contexto de negócios e econômico, é um ambiente dinâmico onde a concorrência, a demanda e a oferta moldam as relações comerciais e influenciam o sucesso das empresas. Mercado é um sistema que facilita a troca de bens, serviços ou recursos entre compradores e vendedores, com base na interação entre oferta e demanda. É um mecanismo fundamental na economia para determinar preços, alocar recursos e permitir a eficiência econômica (MANWIK, 2017).

tempo. É uma medida do aumento da demanda por produtos ou serviços em um determinado mercado e pode ser expresso em termos de aumento percentual nas vendas, número de unidades vendidas ou valor monetário do mercado (KOTLER; KELLER, 2015).

## **DIMENSÃO *TARGET* PREÇO JUSTO**

As descrições dos elementos que foram alterados nesta dimensão na F2 do *framework* são:

- Nível de risco (legal, jurídico, societário) é a probabilidade e magnitude das perdas potenciais associadas a uma atividade, evento ou investimento. Ele envolve a análise e a quantificação das incertezas e volatilidades que podem afetar negativamente os objetivos e resultados de uma organização. O nível de risco legal, jurídico e societário refere-se à avaliação e medida dos riscos associados a questões legais, regulatórias e societárias que podem afetar uma empresa (HULL, 2018).
- Sinergias operacionais, financeiras e estratégicas são os benefícios adicionais que resultam da combinação de duas ou mais entidades em um M&A. Esses benefícios podem surgir de várias fontes, como redução de custos, aumento da eficiência operacional, aproveitamento de capacidades complementares, acesso a novos mercados ou segmentos de clientes, melhoria da competitividade ou ganhos de escala (DEPAMPHILIS, 2017).
- Portfólio de Produtos, Serviços e Tecnologia foi citado pelos entrevistados como sendo o conjunto de ofertas que a empresa possui e disponibiliza no mercado. É uma visão abrangente dos ativos tangíveis e intangíveis relacionados aos produtos e serviços que a empresa possui. Ele representa a gama completa de produtos, serviços e tecnologias oferecidos pela empresa aos clientes, e sua análise é importante para entender o valor e o potencial estratégico destes ativos (SCHILING, 2017).
- Resultados financeiros e dívidas referem-se aos dados financeiros e informações que descrevem o desempenho econômico de uma empresa durante um determinado período, incluindo receitas, despesas financeiras, lucros e prejuízos, margens, resultado financeiro e fluxo de caixa (PENMAN, 2013). Dívidas referem-se a obrigações financeiras assumidas por uma entidade, geralmente uma empresa, que precisa pagar ou reembolsar um

valor especificado em uma data futura previamente estabelecida. As dívidas podem assumir várias formas, como empréstimos bancários, títulos de dívida emitidos pela empresa, financiamentos de curto ou longo prazo e outras obrigações de pagamento (BERK; DEMARZO, 2016).

- Pessoas e cultura referem-se ao componente humano de uma organização, incluindo os indivíduos que a compõem e as normas, valores, crenças e comportamentos compartilhados que influenciam a maneira como as pessoas interagem e trabalham juntas. A cultura organizacional é o sistema de significados compartilhados que molda as atitudes e comportamentos dos membros de uma organização (ROBBINS; JUDGE, 2017).

#### 4.3 ETAPA 03 - DESENVOLVIMENTO DA VERSÃO F3 DO *FRAMEWORK*

Conforme previamente apresentado no capítulo de método, nesta dissertação, foram realizados seis Estudos de Caso que auxiliaram na avaliação da F2 do *framework* e na proposição da versão final. A Tabela 7 traz a descrição das transações que foram analisadas em cada empresa estudo de caso, e categoriza as transações em Horizontais (compradora adquire um *target* do mesmo mercado, atuando como consolidador), Verticais (compradora adquire um *target* da mesma cadeia) e Congêneres (compradora adquire um *target* do mesmo segmento de atuação, mas sem relação direta entre as empresas, podendo ser visto como diversificação) (BREALEY; MYERS, 2006).

Tabela 7 - Descrição das transações analisadas em cada Estudo de Caso

ENTREVISTADO	SETOR EMPRESA COMPRADORA	RECEITA ANUAL EMPRESA COMPRADORA ( <sup>1</sup> )	TIPO DE M&A	SETOR EMPRESA VENDEDORA	VALOR M&A
Profissional 17 - Estudo de Caso 01	Educação (Ensino Médico)	R\$ 1 BI( <sup>2</sup> )	Vertical	Tecnologia	R\$ 6MM
Profissional 18 - Estudo de Caso 02	Saúde (Rede Hospitalar)	R\$ 2 BI	Horizontal – Consolidação	Saúde (Rede Hospitalar)	R\$ 800 MM
			Vertical	Tecnologia	R\$ 100 MM

continua

continuação

ENTREVISTADO	SETOR EMPRESA COMPRADORA	RECEITA ANUAL EMPRESA COMPRADORA (¹)	TIPO DE M&A	SETOR EMPRESA VENDEDORA	VALOR M&A
Profissional 19 - Estudo de Caso 03	Tecnologia (Software e serviços)	R\$ 400 MM <sup>(3)</sup>	Horizontal - Consolidação	Tecnologia	Aprox. R\$ 40 MM
			Congênere	Tecnologia	Aprox. R\$ 80 MM
Profissional 20 - Estudo de Caso 04	Saúde (Medicina Diagnóstica)	R\$ 2 BI	Horizontal - Consolidação	Saúde (Medicina Diagnóstica)	R\$ 160 MM
Profissional 21 - Estudo de Caso 05	Tecnologia (Software e Serviços)	R\$ 300 MM	Congênere - Diversificação	Tecnologia	R\$ 616 MM
			Congênere - Diversificação	Tecnologia	R\$ 10 MM
Profissional 22 - Estudo de Caso 06	Educação (Ensino Superior)	R\$ 1,4 BI	Horizontal - Consolidação	Educação (Ensino Superior)	R\$ 530 MM
			Horizontal - Consolidação	Educação (Ensino Superior)	R\$ 370 MM

Fonte: Elaborado pela autora

A seguir, a pesquisadora se aprofunda nas estratégias de cada empresa para a realização de M&A e discute as sinergias da transação analisadas com o *framework* apresentado. Finalmente, são apresentadas as ações e desdobramentos para o artefato.

## ESTUDO DE CASO 01

No estudo de caso 01, a estratégia que guiou a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico foi a demanda de possuir uma solução de prontuários eletrônicos para a utilização pelos alunos de medicina. A dificuldade de apenas contratar uma empresa no mercado para entregar a solução era de que a empresa possuiria informações e dados dos atuais alunos e futuros médicos. Dessa forma, a empresa do estudo de caso 01 entendeu ser mais interessante adquirir uma empresa que possuísse a tecnologia, e, dessa forma, mitigar o risco de compartilhamento de informações.

Em relação às dimensões de tomada de decisão analisadas, a dimensão externa não teve tanto peso, pois o setor de ensino médico estava em alta, mesmo havendo grandes dificuldades entre 2020-2021 para o setor da educação como um todo. Em relação à dimensão do jogo estratégico do setor, o Profissional 17 compartilhou que:

Em 2020 e 2021, os grandes consolidadores nacionais montaram suas verticais de saúde - Ânima separou sua vertical de medicina e montou a Inspirali; Estácio montou a Idomed. Este era o movimento geral do mercado naquele momento, pois a área médica estava mostrando um potencial muito grande de crescimento.

Nesta citação, o entrevistado traz exatamente os dois elementos de tomada de decisão incluídos na dimensão do setor: ambiente concorrencial e potencial de crescimento do mercado. Não obstante, em relação à dimensão interna, o profissional declarou que não houve muitas discussões e análises direcionadas à própria empresa compradora, pois a demanda da realização de operações de M&A já estava presente na estratégia, e pelo valor do *deal* não ser considerado elevado para a companhia compradora e não ser necessário uma integração robusta, estes elementos não trouxeram influência para a tomada de decisão. Já em relação à dimensão do *target*, as pessoas da empresa adquirida, principalmente os sócios, e o seu portfólio de tecnologia foram citados como elementos analisados na tomada de decisão.

A pesquisadora ressalta o comentário do Profissional 17 ao entrar em contato com a versão F2 do *framework*, que trouxe avaliação e validação do artefato:

Então, pra mim, isso aqui é um mapa de como acontece, pelo menos na minha experiência. É isso aí mesmo. Fiquei feliz de ver seu material, porque depois eu vou querer usar. Porque é bem assim que é. Às vezes a gente vai puxando cada caixinha dessa em diferentes momentos. Mas todos esses aqui são aspectos que são necessários analisados. Pra mim está completo isso aqui.

A exposição do Profissional 17 explica a potencialidade do uso do *framework*.

## **ESTUDO DE CASO 02**

Na empresa que embasou o Estudo de Caso 02, foram analisadas duas transações. Ambas ocorreram pouco tempo após a abertura de capital da empresa na

bolsa de valores. Dessa forma, a empresa estava capitalizada e com ‘pressão’ de mercado para crescimento, segundo relatou o CFO.

Em relação à primeira transação analisada, a estratégia estava baseada na consolidação de redes hospitalares em regiões estratégicas. O trecho destacado a seguir foi publicado como Fato Relevante da aquisição, no canal de Relação com Investidores da empresa:

O fechamento da Operação consiste no primeiro passo da empresa na execução de sua estratégia de crescimento inorgânico com a criação de hubs regionais em áreas estratégicas no País, mediante a consolidação de ativos referência de qualidade.

Ainda, o CFO destacou que eles estavam buscando *targets* de redes hospitalares no mercado, e na medida em que eram identificados, os aspectos principais analisados foram: (i) região de atuação (assim analisando número de beneficiários e ambiente concorrencial na região); (ii) ativos e características do hospital (por exemplo, número de leitos); (iii) resultados financeiros; e (iv) *fit* cultural. Dos itens destacados pelo entrevistado, dois itens geraram ações de revisão no *framework*: região de atuação do *target* e ativos do *target*.

Em relação a segunda transação de M&A analisada no Estudo de Caso 02, a estratégia era adquirir uma empresa de tecnologia que auxiliasse na demanda de precificação de procedimentos para estabelecer contratos futuros com as operadoras de plano de saúde, já simulando mudanças na população ao longo do tempo. Em relação ao *target*, os pontos que foram analisados foram: (i) o portfólio de tecnologia da empresa (que a compradora não possuía); (ii) o preço que estava sendo negociado para a transação; e (iii) a composição societária. A pesquisadora analisou se o elemento ‘sócios’ estava sendo bem representado dentro do elemento ‘pessoas e cultura’, decidindo não realizar alterações no elemento. Entretanto, destaca-se nas instruções de utilização do *framework* que o elemento ‘sócios’ é considerado neste item.

Como as duas transações discutidas neste estudo de caso ocorreram em meses próximos e faziam parte do mesmo setor, as dimensões externas e do jogo estratégico foram discutidas em conjunto. Assim, o CFO apresentou que as transações só ocorreram devido à alta capitalização da empresa pós IPO, e que acreditava que provavelmente o cenário macroeconômico foi levado em consideração pelos investidores que alocaram capital na empresa. Não obstante, a empresa

analisada havia emitido debêntures recentemente, as quais também têm relação com o ambiente externo e condições macroeconômicas. Outro ponto mencionado pelo CFO que tem sinergia com o que é trazido no *framework* é a análise das regulações no momento da tomada de decisão pelo crescimento inorgânico. O entrevistado apresentou que o cadastro das redes hospitalares com as operadoras de planos de saúde é um processo complexo, e que comprar um hospital que já as possuísse poderia ser mais vantajoso do que abrir um novo hospital.

Por sua vez, em relação ao jogo estratégico que estava ocorrendo no setor da saúde, o profissional declarou que existia no momento um 'movimento imitativo' pelas empresas:

As empresas do setor da saúde estavam se verticalizando, como Hapvida e GNDI. A Rede D'Or abriu capital também. Tinha um movimento de corrida para ver quem seriam as preferidas do setor da saúde.

A pesquisadora relaciona as citações supracitadas com os elementos já apresentados na dimensão do jogo estratégico do setor. Ao entrar em contato com a F2 do *framework*, o Profissional destacou os seguintes itens:

- Na dimensão interna, a maturidade organizacional é muito importante, e ela se desenvolve muito ao realizar fusões e aquisições com repetitividade, principalmente quando se passa a ter pessoas capacitadas para o processo.
- O entrevistado concorda com a representação do elemento 'choque' no *framework*, e atesta que, no período 2020-2021, o choque que ocorreu . *“gerou insegurança na tomada de decisão ou segurança para tomada de decisão errada”*.
- Independente do setor (educação, saúde, tecnologia), o entrevistado acredita que os elementos que devem ser analisados são os mesmos. O mundo de *startups* e de tecnologia foi apontado com possibilidade de ter variabilidades de elementos, como inovação e o sonho do *owner*. No entanto, de forma geral, o profissional acredita que o processo de tomada de decisão em fusões e aquisições que o *framework* deve representar é o mesmo, independente do setor.

### ESTUDO DE CASO 03

A empresa Estudo de Caso 03 é uma empresa provedora de tecnologia e serviços para o setor financeiro no Brasil. Ambas as aquisições analisadas eram para o mesmo segmento, sendo uma de consolidação de mercado e outra que surgiu como uma oportunidade emergente que possuía sinergia com todas as unidades de negócio da empresa compradora, sendo classificada como transação do tipo congênere.

A estratégia da transação de consolidação, segundo o Profissional 19, Diretor de M&A da companhia, era trazer uma nova carteira de clientes para dentro de casa e, adicionalmente, gerar ganhos de escala. Os principais itens analisados em relação ao ativo estavam relacionados às sinergias e à capacidade da empresa compradora de operação do ativo.

Por sua vez, a transação do tipo congênere citada deu origem a uma nova unidade de negócio dentro da empresa compradora, que era vertical a todas as unidades anteriores. Assim, a empresa compradora passou a ofertar tecnologias SaaS (*Software as Service*) para toda sua carteira de mais de 500 clientes nas verticais Bancos, Fundos, Previdência e Consórcio. Essa foi a estratégia da transação, que não era estruturada anteriormente mas surgiu a partir de uma estratégia emergente.

As observações do Profissional 19 em relação à Dimensão Externa foram de que o ambiente externo afeta a forma como o negócio é estruturado, mas normalmente não o impede de acontecer. De acordo com o entrevistado:

O ambiente externo afeta mais o "nível de agressividade" do que a decisão. A expectativa que a gente tem de taxa de retorno da transação vai ser diferente dependendo da condição de mercado de capitais. Se eu tenho um CDI mais alto eu vou ter um custo mais alto e taxa de retorno mais alta igualmente. Eles influenciam na forma que eu estruturo o *deal* mas não me impedem de fazer o *deal*.

A pesquisadora entrou em contato com este comentário em alguns momentos durante a pesquisa. Contudo, na Etapa 02, quando perguntado aos entrevistados qual a principal razão pelo crescimento no número de M&A no período 2020-2021 no Brasil, a maioria de respostas esteve relacionada à taxa de juros e ao ciclo macroeconômico. Dessa forma, a autora não encontrou consenso quanto à influência do ambiente externo na tomada de decisão em fusões e aquisições.

Sobre a dimensão interna, o Profissional 19 ressalta que o elemento Capacidade de Integração nem sempre vai significar que a empresa compradora irá

absorver o *target*. Também, o Profissional 19 respaldou o que foi apresentado pelo Profissional 18, concordando que as empresas vão se tornando compradores cada vez melhores ao longo do tempo, através de um processo de aprendizado contínuo, associado ao elemento de Maturidade Organizacional. O Estudo de Caso 03 reforçou a visão que a capacidade financeira da empresa é consequência da alavancagem:

A minha capacidade financeira é consequência da minha alavancagem, pois eu posso ter acesso a capital via mercado de capitais através da emissão de capital (diluindo acionistas) ou acesso ao capital via dívida (sem diluir acionistas).

Assim, o Entrevistado 19 sugeriu a inclusão do resultado histórico da companhia e dívida financeira na dimensão do *target* e concordou que o choque é um evento que ocorre sim nos mercados e faz as empresas se posicionarem no período de ocorrência.

#### **ESTUDO DE CASO 04**

A empresa do Estudo de Caso 04 é um dos maiores *players* de medicina diagnóstica do Brasil, com mais de 150 unidades próprias que atendem mais de duas mil cidades brasileiras. A companhia já possuía uma estratégia de crescimento inorgânico desde 2011, que estava diretamente ligada à expansão e consolidação de sua atuação em todas as regiões do país, mirando empresas que já tivessem convênios com as fontes pagadoras. No caso da aquisição analisada, a companhia realizou a operação com um *target* que era líder no mercado de medicina diagnóstica do Pará.

Na dimensão externa, o Profissional 20 citou que, no período da aquisição (2021), havia muita incerteza política. Os fatores macroeconômicos e o cenário político sempre eram analisados no momento de tomada de decisão para a realização de aquisições. Ainda, complementou que o vendedor sempre considera a taxa de juros para pensar no rendimento do seu investimento.

No setor da empresa analisada, o maior concorrente era o DASA, maior rede de saúde integrada do Brasil e consolidador do mercado de medicina diagnóstica. Logo, a empresa Estudo de Caso 04 analisava tanto o potencial de crescimento do mercado quanto o ambiente concorrencial para a tomada de decisão.

Na dimensão do *target*, além da localização geográfica (elemento que não era considerado na F2 do *framework*), o Profissional 20 destacou: (i) o histórico de resultados da empresa adquirida; (ii) os produtos e serviços da empresa; e (iii) a análise do parque tecnológico de máquinas dos laboratórios (associado pelo entrevistado ao *capex* da empresa), que também não estava contemplado na F2 do *framework*.

O Profissional 20, também concordando com o apontado pelos profissionais 18 e 19, ressaltou que a maturidade organizacional cresce ao longo das aquisições e que é elemento relevante no processo de tomada de decisão.

Em relação à representação do elemento de incerteza, o profissional concordou com a representação no artefato. Nesse sentido, sugeriu um exemplo que entendeu ser um ‘choque’ para o setor de atuação da empresa do Estudo de Caso 04:

No início dos anos 2000, o governo brasileiro implementou uma série de medidas para abrir o mercado de saúde para a participação de empresas estrangeiras. Essas mudanças foram feitas principalmente por meio de leis e regulamentações, e isso possibilitou que a americana UnitedHealth comprasse a Amil, uma das maiores operadoras de planos de saúde no Brasil. A desregulamentação e a entrada da UnitedHealth no Brasil foi um choque para o mercado da saúde.

O comentário do Profissional 20 contribuiu para a validação do elemento ‘choque’ no *framework*, pois o intuito não é que ele represente apenas crises, mas sim podendo ser a alteração do número e o tamanho das firmas, a competitividade, a demanda por tecnologia, políticas governamentais, condições de fornecimento de matéria-prima, ou mudanças nas regulações (MITCHELL; MULHERIN, 1996).

## **ESTUDO DE CASO 05**

A empresa Estudo de Caso 05 é uma empresa de tecnologia que busca consolidar sua posição como uma plataforma unificadora que abrange todo o ciclo de *Customer Success*. A empresa tem como estratégia a realização de fusões e aquisições porque, conectando informações de outras linhas de negócio em um único *hub* de dados de consumidores, a empresa tende a fortalecer suas soluções de *Customer Success*.

Ambas as aquisições analisadas ocorreram após o IPO da empresa na NASDAQ, uma das principais bolsas de valores dos Estados Unidos. As aquisições

foram do tipo congêneres (de diversificação), pois as empresas adquiridas estavam no mesmo mercado da empresa compradora, contudo possuíam soluções e tecnologias diferentes em seus portfólios. Na sequência, é destacado trecho do Fato Relevante publicado no *site* de Relação com Investidores da empresa Estudo de Caso 05, acerca de uma das transações:

A aquisição da empresa adquirida será muito sinérgica e totalmente alinhada com nossa proposta de valor. Até agora, possibilitávamos comunicações e conversas para os consumidores finais de nossos clientes. A partir de agora, possibilitaremos jornadas completas para os consumidores finais de nossos clientes por meio de múltiplos canais ao longo de seu ciclo de relacionamento. Ao centralizar os canais de atendimento ao cliente, automatizar processos e gerar produtividade para a equipe, a empresa adquirida traz inteligência de suporte e métricas para a plataforma de comunicação da nossa empresa, e oferece uma jornada completa do cliente de ponta a ponta<sup>2</sup>.

Ao comparar a jornada das aquisições da empresa analisada com a F2 do *framework*, os principais apontamentos que a Profissional 21 realizou foram: (i) a dimensão externa era de fato muito importante para a tomada de decisão, pois influencia na forma como é estruturado o *deal*; (ii) o elemento apresentado como capacidade de integração na dimensão externa deveria contemplar a integração de tecnologia, e não somente integração de pessoas ou operações; (iii) o elemento 'choque' estava bem representado; e (iv) o perfil do cliente não estava sendo considerado na dimensão do *target*, mas poderia ser adicionado.

## **ESTUDO DE CASO 06**

No Estudo de Caso 06, a empresa compradora era uma rede de educação de ensino superior, e foram analisadas duas transações do tipo Horizontais, de consolidação de mercado. Segundo o Profissional 22, a estratégia da empresa previa a aquisição de instituições conceituadas, que fossem compatíveis com a excelência de ensino que era mantida na marca da empresa compradora, e com bons indicadores de rentabilidade no médio e longo prazo. Nesse caso, como nos Estudos de Caso anteriores, a localização geográfica e a representatividade local importavam substancialmente para a escolha do *target*, sendo que, nas transações analisadas,

---

<sup>2</sup> Fonte não inserida por questões de confidencialidade. Citação retirada do Fato Relevante da empresa de Estudo de Caso 05.

uma das aquisições correspondia a uma rede educacional do Paraná, e a outra a uma rede educacional de São Paulo.

Sobre o setor de educação e o ambiente externo, o Profissional 22 disse que foi relevante, para a decisão de fusões e aquisições no período, a crescente demanda por ensino a distância, o impacto de digitalização no ensino, a mudança de regulamentações e mudanças no Fundo de Financiamento Estudantil (FIES). Muitos mantenedores, com a perda de receita, foram motivados a buscarem a M&A como uma estratégia de saída do setor, seja através da venda total ou através de operações de *divestitures*.

O Profissional 22 ressaltou que o elemento ‘ambiente regulatório’ no setor da educação é muito importante, pois o Ministério de Educação (MEC) regulamenta todas as atividades de expansão das instituições de ensino. Acerca dos elementos ‘perspectiva positiva de futuro’ e ‘motivação intangível da alta liderança’, ele disse que:

Toda compra pressupõe um pouco de otimismo e toda compra pressupõe a realização de um sonho.

Da mesma forma que os entrevistados anteriores, o Profissional 22 entende que a maturidade organizacional aumenta com a sequência de aquisições, e impacta no aumento da segurança para a tomada de decisão em fusões e aquisições.

Em última análise, o entrevistado sugeriu que o ambiente concorrencial (Dimensão do Setor) é a primeira dimensão a ser analisada. Também, apontou que, durante a tomada de decisão, a estratégia não é alterada, e sim verificada, buscando garantir a aderência da tomada de decisão com a estratégia planejada.

A pesquisadora categorizou as ações em: **ações de adequação estrutural do *framework*** e **ações de adequação dos elementos do *framework***. A segunda categoria - de adequação dos elementos - ainda foi subdividida em adequação através da **adição de novos elementos** e **adequação através da alteração de elemento existente**.

Na Tabela 8, são apresentadas as ações de adequação estrutural do artefato.

Tabela 8 - Ações sugeridas para adequação estrutural do artefato

AÇÃO	DESCRIÇÃO DA AÇÃO	N. DE CITAÇÕES
1. Adequar influência do ambiente externo nas demais dimensões	Dimensão Externa influencia as demais dimensões (Interna, Target, Setor)	2

<b>2. Alteração do elemento da estratégia dentro do FRAMEWORK</b>	A estratégia quando é acessada durante o processo de decisão não se altera, e sim é verificada sua aderência	1
<b>3. Reorganização das dimensões do FRAMEWORK</b>	Dimensão do setor (ambiente concorrencial) é o primeiro item de análise do <i>Framework</i>	1

Fonte: Elaborado pela autora

As ações referentes às sugestões de alterações estruturais da F2 do *framework* geraram dois desdobramentos.

Em relação à A1 - *Dimensão Externa influencia as demais dimensões (Interna, Target, Setor)*, a pesquisadora entendeu que deveria representar no *framework* a dimensão externa de forma que tenha efeito em todas as demais dimensões, devido aos apontamentos dos entrevistados. Por exemplo, os entrevistados apontaram que as condições macroeconômicas e a condição do mercado de capitais afetavam tanto a dimensão da própria empresa quanto a dimensão do *target*. Da mesma forma, o ambiente regulatório tem efeitos sobre a dimensão do setor, situação em que existe o elemento de ambiente concorrencial.

- Desdobramento A1 – Representar a Dimensão Externa de maneira que tenha efeito sobre todas as demais dimensões.

A ação A2 - *Alteração do elemento da estratégia dentro do framework* fez referência ao comentário do Profissional 22, segundo o qual, durante o processo de tomada de decisão, a estratégia não é necessariamente alterada, e sim, acessada novamente. Isso gerou, em um primeiro momento, apenas uma alteração textual do elemento. Contudo, a pesquisadora entendeu ser pertinente rever toda a representação do *framework* e dar destaque ao que realmente compõe o artefato e quais elementos não estavam fazendo sentido em sua representação. Assim, analisando a ação A2 em conjunto com a ação A3 - *Reorganização das dimensões do framework*, que surgiu pelo Profissional 22 sugerir que a Dimensão do Setor (ambiente concorrencial) deveria ser o primeiro item de análise do *framework*, a pesquisadora endereçou o desdobramento como uma alteração geral da representação do *framework*. Desse modo:

- Desdobramento A2 – Alterar as formas de representação do *framework*, garantindo que a estratégia está sendo acessada durante o processo, que

a dimensão do setor é a primeira a ser analisada e que os elementos que o *framework* contém estão relacionados à tomada de decisão pelo crescimento inorgânico.

Na Tabela 9, são apresentadas as ações de adequação dos elementos do artefato.

**Tabela 9 - Ações sugeridas para adequação dos elementos do artefato**

<b>AÇÃO</b>	<b>DIMENSÃO DA AÇÃO</b>	<b>ITEM</b>	<b>DETALHAMENTO DA AÇÃO</b>	<b>N. DE CITAÇÕES</b>
<b>4. Adicionar novo Elemento</b>	4.2 Interna	4.2.1	Tecnologia já existente internamente	1
		4.2.2	Capacidade de operação do <i>target</i> e sinergia com modelo de negócios	1
	4.4 Target	4.4.1	Localização e representatividade local	4
		4.4.2	Perfil de cliente	3
		4.4.3	Análise do CAPEX do <i>target</i>	1
		4.4.4	Capacidade de integração de tecnologia	1
		4.4.5	Sócios fundadores	1
		4.4.6	Materialidade e musculatura da empresa	1
		4.4.7	Parcerias e contratos estratégicos	1
4.4.8	Resultado histórico da Companhia e dívidas financeiras	1		
<b>5. Alteração de Elemento existente</b>	5.2 Interna	5.1.1	Alterar perspectiva positiva de futuro deixando claro o horizonte de tempo para 'futuro'	1
		5.1.2	Definir e mensurar motivação intangível da alta liderança	1
		5.2.3	Analisar se alavancagem pode ser substituída por capacidade financeira	1
		5.2.4	Resultado histórico da Companhia e dívidas financeiras	1

Fonte: Elaborado pela autora

Em relação às citações de novos elementos que deveriam ser adicionados, a pesquisadora apresenta os desdobramentos atrelados a cada item na Tabela 10. Em relação aos itens que não foram incluídos como desdobramentos nessa etapa, a pesquisadora entendeu que todos os itens estão sendo englobados em outros elementos já representados. Todavia, por serem apontamentos relevantes, a pesquisadora os destaca no documento de instrução de utilização do *framework*, que faz parte dos resultados desta pesquisa.

Tabela 10 - Ações que geraram desdobramentos de adição de elementos

<b>DIMENSÃO DO ELEMENTO A SER ADICIONADO</b>	<b>ITEM</b>	<b>DETALHAMENTO DA AÇÃO – ELEMENTO CITADO</b>	<b>N. DE CITAÇÕES</b>	<b>DESDOBRAMENTO – ELEMENTO ADICIONADO</b>
4.2 Interna	4.2.1	Tecnologia já existente internamente	1	<b>Portfólio de produtos, serviços e tecnologia</b>
	4.2.2	Capacidade de operação do <i>target</i> e sinergia com modelo de negócios	1	<b>Sinergias operacionais, estratégias e de modelo de negócios / Capacidade de operação <i>post merger</i></b>
4.4 Target	4.4.1	Localização e representatividade local	4	<b>Localização e representatividade local</b>
	4.4.2	Perfil de cliente	3	<b>Perfil de cliente</b>
	4.4.3	Análise do CAPEX do <i>target</i>	1	<b>Capex</b>
	4.4.4	Capacidade de integração de tecnologia	1	Já considerado em elemento existente.
	4.4.5	Sócios fundadores	1	Já considerado em elemento existente.
	4.4.6	Materialidade e musculatura da empresa	1	Já considerado em elemento existente.
	4.4.7	Parcerias e contratos estratégicos	1	Já considerado em elemento existente.

Fonte: Elaborado pela autora

Em relação às citações de alterações de elementos existentes, a pesquisadora apresenta os desdobramentos atrelados a cada item na Tabela 11. Os apontamentos 5.1.1, 5.1.2 e 5.2.4, que ainda serão apresentados, foram considerados nas instruções de utilização do *framework*. A ação de alteração 5.2.3, por sua vez, não foi considerada para a proposição da F3 do artefato, já que a pesquisadora consultou a literatura e entendeu que alavancagem e capacidade financeira são conceitos diferentes (ASSAF NETO, 2003; BREALEY; MYERS, 1998).

Tabela 11 - Ações que geraram alteração de elementos

<b>DIMENSÃO DO ELEMENTO A SER ALTERADO</b>	<b>ITEM</b>	<b>DETALHAMENTO DA AÇÃO – ELEMENTO CITADO</b>	<b>N. DE CITAÇÕES</b>	<b>DESDOBRAMENTO – ALTERAÇÃO NO ELEMENTO</b>
5.2 Interna	5.1.1	Alterar perspectiva positiva de futuro deixando claro o horizonte de tempo para 'futuro'	1	<b>Definição de 'futuro' será incluída nas instruções de utilização do <i>framework</i></b>
	5.1.2	Definir e mensurar motivação intangível da alta liderança	1	<b>Definição de 'motivação intangível da alta liderança' será incluída nas instruções de utilização do <i>framework</i></b>

continua

continuação

<b>DIMENSÃO DO ELEMENTO A SER ALTERADO</b>	<b>ITEM</b>	<b>DETALHAMENTO DA AÇÃO – ELEMENTO CITADO</b>	<b>N. DE CITAÇÕES</b>	<b>DESDOBRAMENTO – ALTERAÇÃO NO ELEMENTO</b>
	5.2.3	Analisar se alavancagem pode ser substituída por capacidade financeira	1	Não considerado.
	5.2.4	Resultado histórico da Companhia e dívidas financeiras	1	<b>Explicação de que o elemento ‘resultados financeiros e dívidas’, já existente no <i>framework</i>, compreende os resultados históricos e serão incluídas nas instruções de utilização do <i>framework</i></b>

Fonte: Elaborado pela autora

A Tabela 12 resume as ações propostas, apresentando que 19% das ações propostas foram de adequação estrutural, sendo a adequação mais relevante a de que o ambiente externo influencia as demais dimensões do *framework*, e 81% foram de alteração dos elementos das dimensões, sendo que as mais relevantes foram a adição de elementos na dimensão do *target* e a alteração de elementos na dimensão interna.

Tabela 12 - Resumo das ações propostas - Etapa 03

<b>CATEGORIA DA AÇÃO</b>	<b>N. CITAÇÕES</b>	<b>%</b>
<b>Adequação estrutural</b>	<b>4</b>	<b>19,0%</b>
<b>1. Ambiente Externo influencia as demais dimensões</b>	<b>2</b>	<b>50%</b>
<b>2. Alteração do elemento da estratégia dentro do <i>framework</i></b>	<b>1</b>	<b>25%</b>
<b>3. Reorganização das dimensões do <i>framework</i></b>	<b>1</b>	<b>25%</b>
<b>Adequação componentes das dimensões</b>	<b>18</b>	<b>81,0%</b>
<b>4. Adicionar Nova</b>	<b>15</b>	<b>82,4%</b>
Interna	2	11,8%
Target	12	70,6%
<b>5. Alteração Existente</b>	<b>4</b>	<b>17,6%</b>
Interna	4	17,6%
<b>Total</b>	<b>22</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Elaborado pela autora

#### 4.3.1 F3 do *framework*

A versão F3 do *framework* foi proposta após a categorização, análise e desdobramentos dos apontamentos realizados pelos seis Estudos de Caso desta pesquisa. As reflexões obtidas ao longo do processo, as bases de conhecimentos consultadas e a percepção geral da própria pesquisadora para avaliar de maneira descritiva o artefato geraram a versão F3 do *framework*.

A pesquisadora entendeu ser necessário realizar uma revisão total da representação do artefato, devido aos Desdobramentos A1 e A2 da Etapa 02. Dessa forma, alguns dos questionamentos que guiaram a alteração do *Framework* foram: (i) **o que deve fazer parte do *framework* proposto, acerca dos critérios de análise para a tomada de decisão em fusões e aquisições?** (ii) **Quando o leitor entrar em contato com o *framework*, como direcionar as primeiras dimensões que ele deve analisar?** (iii) **Como simplificar ao máximo o *framework*?**

Assim, as alterações realizadas na F2 do *framework*, atendendo aos desdobramentos e aos questionamentos descritos, foram:

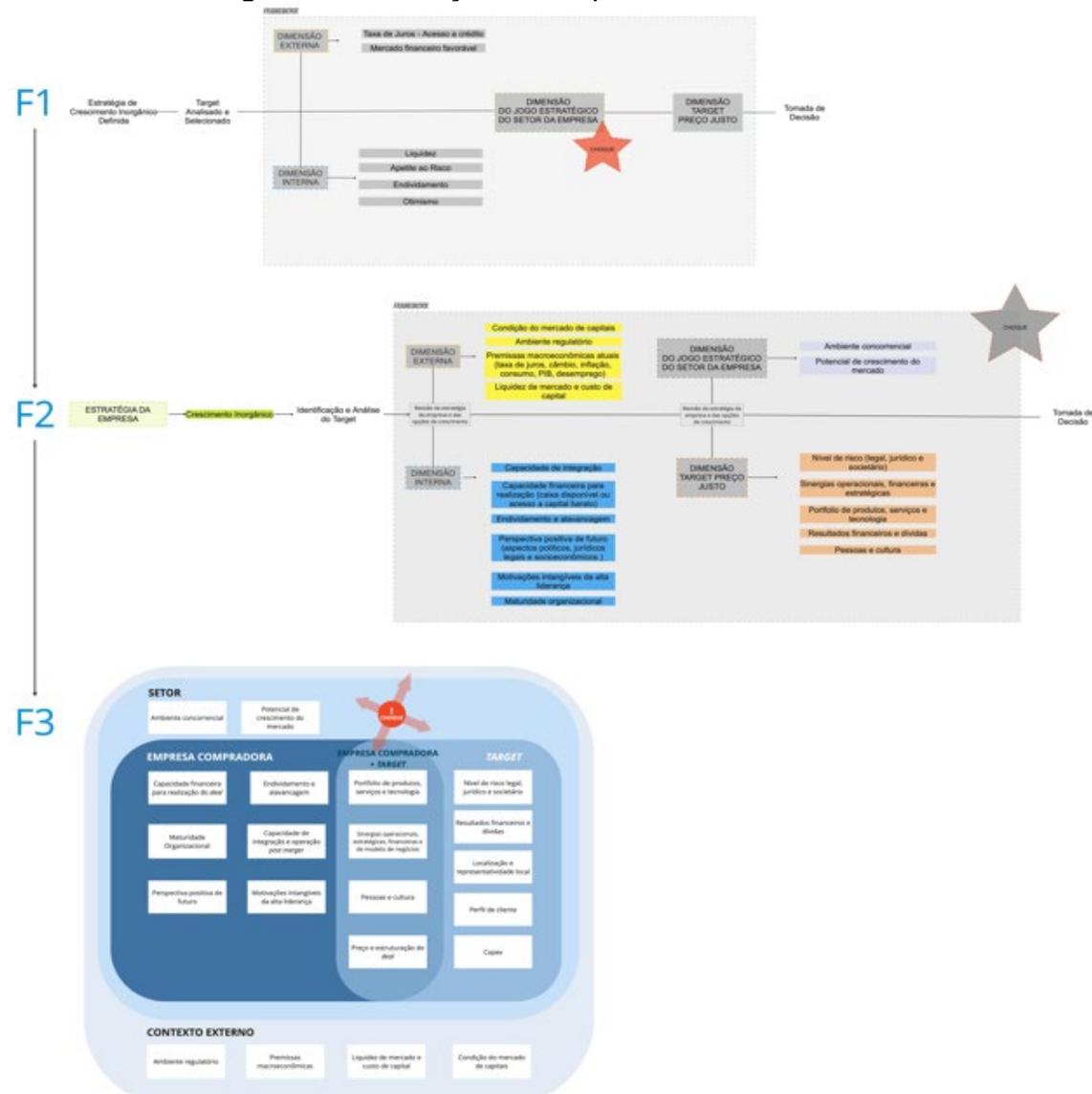
- Alteração no nome das dimensões que estavam no *framework*, buscando simplificação. A Dimensão Externa passou a se chamar ‘Contexto Externo’; a Dimensão do Jogo Estratégico passou a se chamar ‘Setor’; a Dimensão Interna passou a se chamar ‘Empresa Compradora’; e a Dimensão do ‘Target no preço justo’ passou a se chamar ‘Target’. Ainda, foi adicionado um espaço comum entre a Dimensão da ‘Empresa Compradora’ e a Dimensão do ‘Target’, que, conforme apontamentos dos profissionais entrevistados, eram elementos que deveriam ser analisados tanto na empresa compradora quanto na empresa vendedora, ou que dependiam de ambas as partes.
- O *framework* passou a ser composto apenas pelas dimensões e elementos de análise – que foram os objetos de estudo desta pesquisa. Os itens que não fizeram parte deste estudo, como definição da estratégia inorgânica e identificação do *target*, que serviam para posicionar o *framework* corretamente no processo de M&A, passaram a integrar uma imagem complementar ao artefato que apresenta “Como utilizar o *framework*”.
- A ordem de leitura do *framework* passou a ser vertical, do topo do *framework* à base, ao invés de ser horizontal, da esquerda do *framework* para a direita. Dessa forma, a dimensão do setor passou a ser a primeira dimensão de leitura no topo do *framework*, devido ao desdobramento A2. O contexto

externo, por sua vez, passou a ser apresentado exteriormente a todas as outras dimensões, buscando mostrar que ele tem efeito sobre todas as demais dimensões, mas que é a última dimensão na ordem de leitura do *framework*.

- Foram adicionados os elementos apresentados na Tabela 10 - *Ações que geraram desdobramentos de adição de elementos*. As dimensões do Setor e do Contexto Externo continuaram contendo os mesmos elementos, já detalhados no capítulo 4.2.1; a dimensão da 'Empresa Compradora' recebeu o elemento 'capacidade de operação *post merger*', apresentado em conjunto com a capacidade de integração; a dimensão 'Empresa Compradora + *Target*' passou a conter os elementos que eram comuns a ambas as dimensões; a dimensão do *Target* recebeu os elementos 'Localização e Representatividade Local', 'Perfil de cliente', '*Capex*', 'Resultado histórico e dívidas financeiras' (elemento já existia mas foi editado), e 'Preço e estruturação do *deal*', visto que o preço do *target* não estava mais exposto no nome da dimensão.
- Foram retiradas do *framework* explicações muito extensas dos elementos, que serão posteriormente apresentadas no guia de utilização do artefato.

Na Figura 14, será apresentada a evolução das versões do artefato, iniciando na F1 e finalizando na F3.

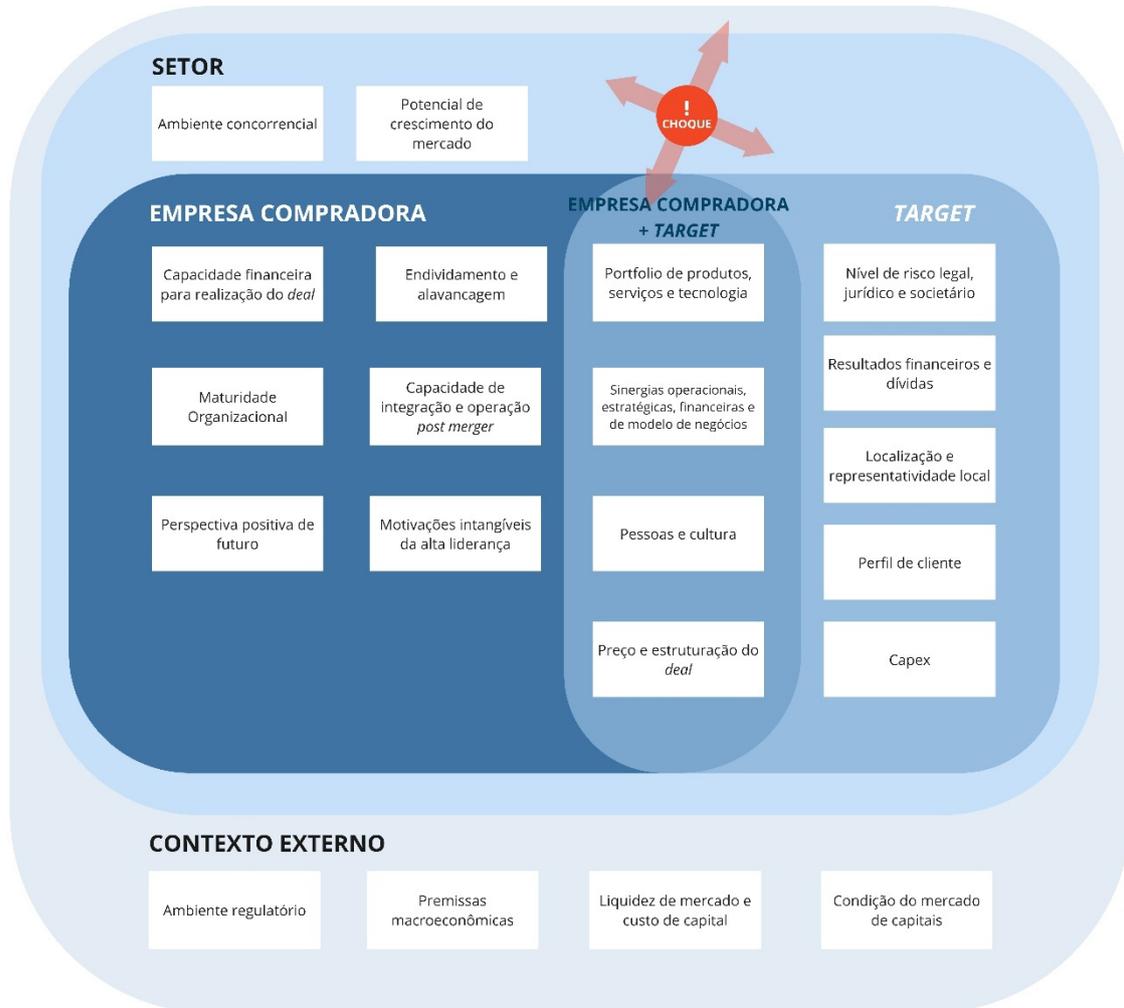
Figura 14 - Evolução da F1 para F3 do *framework*



Fonte: Elaborado pela autora

A Figura 15 apresenta a F3 do artefato.

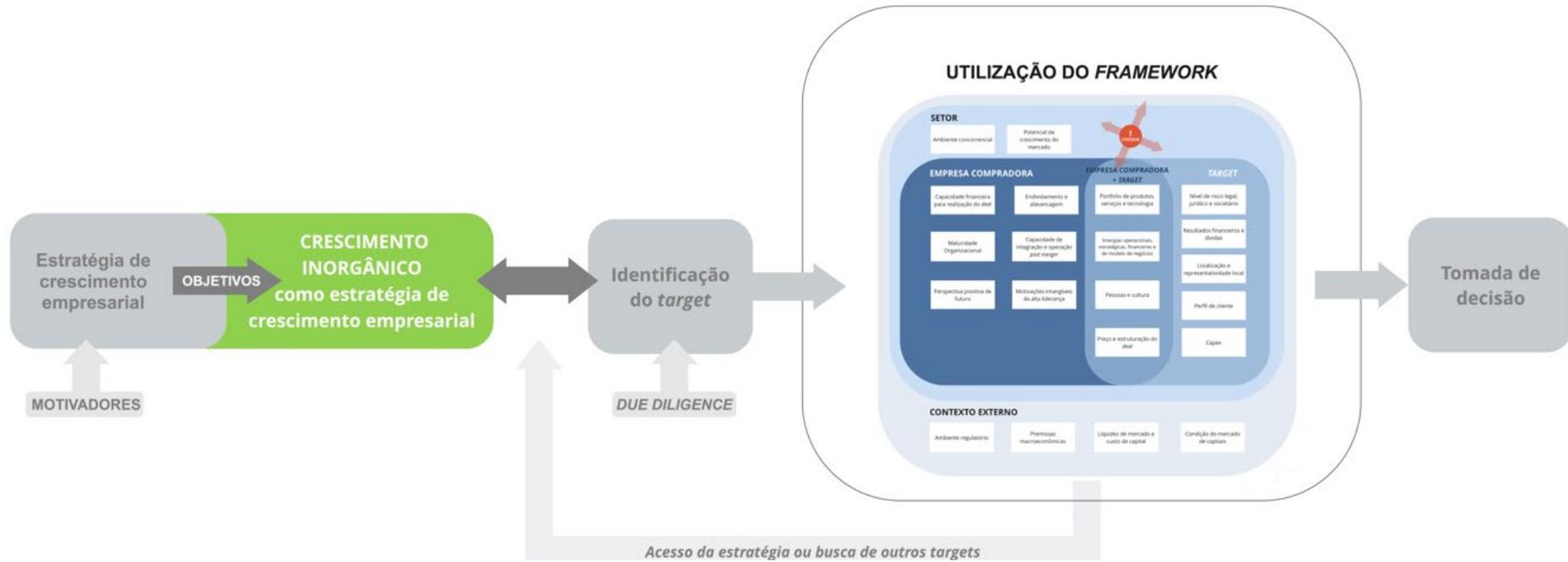
Figura 15 - F3 do *framework* dos critérios de análise para a tomada de decisão no crescimento inorgânico



Fonte: Elaborado pela autora

Buscando auxiliar a aplicação do artefato, a Figura 16 apresenta um guia de aplicação do artefato.

Figura 16 - Como utilizar o *framework* – Método de aplicação



Fonte: Elaborado pela autora

Para melhor compreender as alterações realizadas no *framework*, o Quadro 16 sumariza as mudanças que ocorreram nas dimensões e nos elementos entre a F2 e a F3 do *framework*:

Quadro 16 - Alterações entre a F2 e a F3 do *framework*

F2 DO FRAMEWORK		F3 DO FRAMEWORK		
Dimensão	Elemento	Dimensão	Elemento	Racional da mudança
<i>Externa</i>	Premissas Macroeconômicas atuais	<i>Contexto Externo</i>	Premissas Macroeconômicas atuais	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Condição do mercado de capitais		Condição do mercado de capitais	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Ambiente Regulatório		Ambiente Regulatório	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Liquidez de Mercado e custo de capital		Liquidez de Mercado e custo de capital	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
<i>Interna</i>	Capacidade financeira para realização	<i>Empresa Compradora</i>	Capacidade financeira para realização	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Endividamento e alavancagem		Endividamento e alavancagem	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Perspectiva positiva de futuro		Perspectiva positiva de futuro	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Capacidade de integração		Capacidade de integração e operação <i>post merger</i>	Endereçar a capacidade de a empresa compradora operar o ativo adquirido
	Motivações intangíveis da alta liderança		Motivações intangíveis da alta liderança	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Maturidade organizacional		Maturidade organizacional	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
<i>Jogo estratégico do setor</i>	Ambiente concorrencial	<i>Setor</i>	Ambiente concorrencial	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Potencial de crescimento do mercado		Potencial de crescimento do mercado	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
<i>Target</i>	Nível de Risco (legal, jurídico e societário)	<i>Target</i>	Nível de Risco (legal, jurídico e societário)	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	Resultados financeiros e dívidas		Resultados financeiros e dívidas	<i>(Permanece sem mudanças)</i>
	-		Localização e representatividade local	Incluir elemento relacionado à localização do <i>target</i> e os possíveis benefícios atrelados a este elemento
	-		Perfil de cliente	Avaliar o portfólio de clientes da empresa a ser adquirida
	-		Capex	Avaliar os ativos de longo prazo

	Portfólio de produtos, serviços e tecnologias	Empresa Compradora + Target	Portfólio de produtos, serviços e tecnologias	(Permanece sem mudanças)
	Pessoas e cultura		Pessoas e cultura	(Permanece sem mudanças)
	Sinergias operacionais, financeiras e estratégias		Sinergias operacionais, financeiras e estratégias e de modelo de negócios	Incluir na análise a avaliação da sinergia do modelo de negócio da empresa compradora e do target
	-		Preço e estruturação do deal	Avaliar se o valor monetário do negócio e se as formas de estruturação do negócio atendem às necessidades de ambas as empresas
Choque	Afeta dimensão do Jogo Estratégico do Setor	Choque	Afeta todas as dimensões de tomada de decisão	(Permanece sem mudanças)

Fonte: Elaborado pela autora

Na sequência, serão detalhados os elementos incluídos ou alterados na F3 do *framework*, em relação às dimensões (i) Empresa Compradora, (ii) Empresa Compradora e do *target*, (iii) *Target*.

### DIMENSÃO DA EMPRESA COMPRADORA

As descrições dos elementos que foram alterados nesta dimensão na F3 do *framework* são:

- O elemento Capacidade de integração e operação *post merger* resultou da evolução do elemento anterior ‘capacidade de integração’, adicionando-se o apontamento do Profissional 19 referente à capacidade da empresa compradora de operar o ativo adquirido, que por vezes não é totalmente absorvido pela empresa que o adquiriu. Entretanto, precisa se encaixar no modelo de negócios dela.

### DIMENSÃO DA EMPRESA COMPRADORA E DO TARGET

Esta dimensão é composta pelo encontro da dimensão da empresa compradora com a dimensão do *target*. Os elementos que foram posicionados internamente a ela dizem respeito a elementos que dependem tanto de características ou esforços da empresa compradora quanto do *target*. Os elementos ‘Portfólio de Produtos, Serviços e Tecnologia’ e ‘Pessoas e cultura’ já eram existentes, e sua

descrição previamente fornecida satisfaz a explicação de porquê eles devem ser analisados em ambas as dimensões. Os elementos alterados foram:

- Sinergias operacionais, estratégias e de modelo de negócios resultou da evolução do elemento anterior 'Sinergias operacionais, financeiras e estratégicas'. Isso foi adicionado em função do apontamento feito pelo Profissional 19 referente à necessidade de sinergia de modelo de negócio da empresa compradora e da empresa adquirida. O modelo de negócio de uma empresa abrange os componentes-chave de um negócio, incluindo a proposta de valor, os segmentos de clientes, as atividades-chave, os recursos necessários, os canais de distribuição, as fontes de receita e os relacionamentos com os clientes (OSTERWALDER; PIGNEUR, 2010).
- Preço e estruturação do *deal* depende de ambas as empresas, pois são elementos comuns de negociação entre as companhias/empresas. O preço e a forma de estruturação do *deal* serão resultado de todos os outros elementos analisados, porém serão ao final verificados como um elemento decisório. O elemento faz relação ao valor monetário ofertado pela empresa adquirida, a forma como ocorrerá o pagamento (dinheiro, *earn-out*, troca de ações) e o prazo de pagamento (SHERMAN, 2010).

### **DIMENSÃO DO TARGET**

As descrições dos elementos que foram alterados nesta dimensão na F3 do *Framework* são:

- Localização e representatividade local foi amplamente citado nos Estudos de Caso e é um elemento relevante de análise. Isso porque influencia e tem relação com o acesso ao mercado e a clientes, a disponibilidade e a qualidade de infraestrutura, o acesso a fornecedores e mão de obra, o valor da imagem e da reputação da empresa na região, além de aspectos regulatórios e legais relacionados à localização da empresa e à existência de *clusters* de indústria (RIVENBURGH, 2012).
- Perfil de cliente de uma empresa adquirida desempenha um papel crucial na avaliação do encaixe estratégico, no potencial de crescimento, na gestão do relacionamento com o cliente, na avaliação do valor do cliente (receita gerada, ciclo de vida do cliente, potencial de *cross-selling* e *upselling*) e na personalização das ofertas. Nesse contexto, é importante considerar o perfil

de cliente para o sucesso da aquisição e a criação de valor a longo prazo (MULLINS, 2014a).

- Capex (*Capital Expenditure*) de uma empresa refere-se aos gastos de capital ou investimentos feitos pela empresa em ativos de longo prazo que são usados para gerar benefícios econômicos futuros. Esses gastos estão relacionados à aquisição, construção, melhoria ou expansão de ativos fixos tangíveis ou intangíveis, podendo ser eles edifícios, equipamentos, veículos, marcas registradas, tecnologia, patentes, entre outros (MARCUS; REIS; MASULIS, 2018).

Dessa forma, as etapas de desenvolvimento do artefato foram encerradas. O próximo capítulo apresenta e discute criticamente a versão F3 do *framework*, através da análise dos resultados apresentados em suas dimensões e elementos. Adicionalmente, é apresentada a proposição de um método de aplicação do *framework*.

## **5 FRAMEWORK DE SUPORTE À TOMADA DE DECISÕES EM FUSÕES E AQUISIÇÕES**

Neste capítulo, serão apresentadas as discussões e análises dos resultados obtidos nesta dissertação de mestrado. O objetivo desta seção é analisar criticamente os dados coletados e interpretar os resultados à luz dos objetivos da pesquisa e das questões de pesquisa levantadas. Além disso, serão exploradas as implicações dos resultados para o campo de estudo. Ainda, serão explicitadas as contribuições originais para o conhecimento existente.

O objetivo principal da presente pesquisa foi propor um *framework* que apoiasse a tomada de decisão em fusões e aquisições dentro das organizações. Para atender ao objetivo, a pesquisadora realizou três ciclos de desenvolvimento do *framework* até chegar a sua versão final, que será aqui discutida e avaliada. As etapas de desenvolvimento abarcaram a consulta a 22 especialistas, e a realização de seis estudos de casos em empresas de capital aberto, consolidadoras de mercado ou compradoras seriais, que juntas realizaram 33 aquisições no período 2020-2021. Destaca-se que o contexto da pesquisa se mostra relevante, dado que pesquisas conduzidas por especialistas e acadêmicos revelam que empresas que atuam como consolidadoras ou compradoras seriais tendem a ser mais bem-sucedidas na realização de fusões e aquisições do que compradores esporádicos (CHATTERJEE, 2009; LAAMANEN; KEIL, 2008; MCKINSEY & COMPANY, 2015; SCHOOLEY; PHILLIPS, 2015).

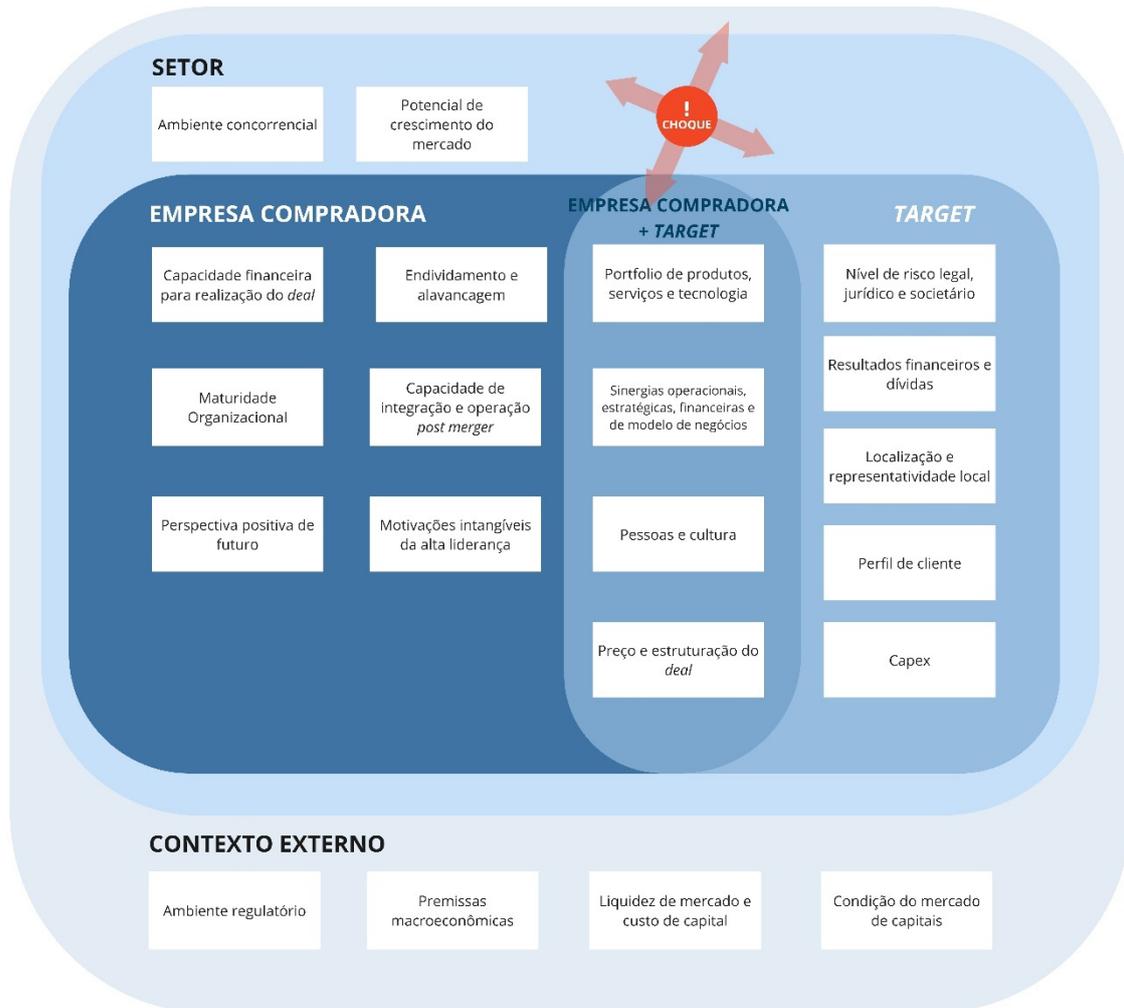
Os subcapítulos que se seguem apresentam a solução proposta para atender ao objetivo desta pesquisa e trazem visibilidade das principais contribuições teóricas e práticas do *framework*. Ainda, a solução será avaliada em relação a sua utilidade e aplicabilidade.

### **5.1 DIMENSÕES E ELEMENTOS DO *FRAMEWORK***

A Figura 17 apresenta a proposta do *framework* dos elementos de análise para a tomada de decisão para o crescimento inorgânico. A proposição deste artefato não segue uma estrutura previamente sugerida na literatura. Entretanto, seus componentes (endereçados nesta pesquisa como dimensões e elementos) são

embasados em sua maior parte em colaborações teóricas anteriores. Na sequência, a pesquisadora apresenta e discute as dimensões que compõem o *framework*, os elementos de análise e o elemento de incerteza apresentado no *framework*.

Figura 17 - F3 do *framework* dos critérios de análise para a tomada de decisão no crescimento inorgânico



Fonte: Elaborado pela autora

As dimensões que estruturam, categorizam e fornecem uma abordagem sistemática para apresentação dos elementos de análise da tomada de decisão no *framework* proposto são apresentadas no Quadro 17. King, Bauer e Schriber (2018) apresentam que aquisições ocorrem dentro de um ambiente externo, mas também endereçam motivações internas da empresa. Os autores categorizam assim os *drivers* para a realização de M&A em internos e externos. Contudo, dentro do contexto externo, os autores posicionam as possíveis empresas vendedoras, postulando que

as melhores empresas compradoras visualizam constantemente as mudanças regulatórias, as mudanças de contexto e as melhores oportunidades emergentes no mercado que estão à venda. De forma semelhante, a pesquisadora cita as dimensões do contexto externo, e da própria empresa compradora. No entanto, categoriza as dimensões do setor das empresas e do *target* em itens distintos do contexto externo.

Em se tratando da dimensão do setor, a pesquisadora entendeu durante o processo de construção do *framework* que a avaliação da similaridade ou complementariedade (STRAUB; BORZILLO; PROBST, 2012) dos setores de atuação das empresas é uma dimensão abrangente e importante para a tomada de decisão. Por isso é, inclusive, apresentada como a primeira dimensão do *framework*, estando separada do contexto externo. Igualmente, os elementos de análise da dimensão do *target* são robustos e diversos, cabendo destacar que a escolha do *target* errado é associada a uma das principais causas de falhas em processos de M&A (HASPELAGH; JEMISON, 1991; JARILLO, 2003; WEBER; TARBA, 2010). Logo, também foi apresentada como uma dimensão própria e distinta do contexto externo.

Quadro 17 - Dimensões de decisão, fontes e contribuição

Dimensões	Definição	Fonte	Nova definição ou adaptação
<b>Setor</b>	Refere-se à subdivisão específica ou a segmento da economia que agrupa empresas e organizações que produzem bens ou serviços semelhantes ou relacionados aos da empresa compradora ou da empresa vendedora. Não é obrigatório, podendo ser setores complementares ou similares.	Gaughan (2010); Sherman (2010); Bruner (2004); DePamphilis (2017); King, Bauer e Shriber (2018).	Adaptação
<b>Empresa Compradora</b>	Refere-se aos elementos que são avaliados internamente na empresa compradora.	Gaughan (2010); Sherman (2010); Bruner (2004); DePamphilis (2017); King, Bauer e Shriber (2018).	Adaptação
<b>Target</b>	Refere-se aos elementos que são avaliados na empresa vendedora.	Gaughan (2010); Sherman (2010); Bruner (2004); DePamphilis (2017); King, Bauer e Shriber (2018);	Adaptação
<b>Contexto Externo</b>	Refere-se ao conjunto de fatores e condições que existe fora da organização da empresa compradora, da empresa	Gaughan (2010); Sherman (2010); Bruner (2004); DePamphilis (2017);	Adaptação

	vendedora e dos setores de ambas as empresas, e que pode influenciar a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico.	King, Bauer e Shriber (2018).	
--	---	-------------------------------	--

Fonte: Elaborado pela autora

A pesquisadora categorizou todas as dimensões do *framework* como adaptações. Isso porque nenhuma literatura as apresenta com os mesmos componentes e elementos como proposto nesta pesquisa. Cabe destacar que a pesquisadora entende que todas as dimensões são apresentadas na literatura de alguma forma. Adicionalmente, a pesquisadora propõe no *framework* uma união das dimensões “Empresa Compradora” e “Target”. Esta união mostra elementos que vão ser analisados tanto internamente à empresa compradora quanto em relação à empresa vendedora. Os elementos apresentados na união destas dimensões mostram os recursos que fluem de uma empresa para a outra em uma aquisição, como produtos, serviços, tecnologia, pessoas e cultura (KING; BAUER; SHRIBER, 2018), além da estruturação do preço e do formato do *deal* em si, que depende de ambas as empresas.

Finalmente, o elemento de incerteza caracterizado como ‘choque’ é incluído, mostrando que eventos inesperados podem vir a afetar e alterar a tomada de decisão em todas as dimensões (MITCHELL; MULHERIN, 1996).

Nos subcapítulos que se seguem, os elementos de cada dimensão são apresentados e discutidos em relação as suas respectivas contribuições.

### 5.1.1 Setor

Os elementos apresentados na dimensão do ‘setor’ são:

Quadro 18 - Elementos de análise na dimensão do setor

Elemento de Análise	Definição	Fonte	Nova definição ou adaptação
<b>Ambiente Concorrencial</b>	Conjunto de forças e condições externas que afetam a competitividade de uma indústria ou empresa. Isso inclui fatores como concorrentes diretos e indiretos, poder de negociação dos compradores e fornecedores, ameaça de novos entrantes e produtos substitutos, além de mudanças tecnológicas, regulamentações governamentais e tendências econômicas.	Angwin (2007); David e David (2016).	Adaptação
<b>Potencial de crescimento do mercado</b>	Expectativa futura de taxa de crescimento do tamanho total do mercado em que a empresa compradora e vendedora operarão após aquisições.	Kotler e Keller (2015)	Adaptação

Fonte: Elaborado pela autora

A proposição dos elementos **ambiente concorrencial** e **potencial de crescimento do mercado** visa detalhar a análise do ‘Jogo estratégico’ que está ocorrendo dentro do setor, conforme proposto pelos profissionais entrevistados. A análise da complementariedade ou similaridade de mercados é importante para garantir a performance da aquisição, visto que a empresa pode identificar áreas em que uma fusão ou aquisição pode fornecer vantagens competitivas relevantes (STRAUB; BORZILLO; PROBST, 2012; ALTUNBAS; MARQUES, 2008; CHANDLER, 1992; MATSUSHIMA, 2009).

Além disso, ao analisar a dimensão do ‘setor’ através dos elementos propostos, a empresa pode avaliar a viabilidade estratégica de uma fusão ou aquisição. Isso envolve examinar se a transação permitiria à empresa compradora fortalecer sua posição no mercado, alcançar novos segmentos de clientes, diversificar produtos ou serviços, ou adquirir tecnologias e recursos complementares. A análise desses elementos permite avaliar se motivadores de fusões e aquisições, como ampliar *marketshare*, entrar em novos mercados ou canais de distribuição, e obter novos produtos e tecnologias, podem ser atendidos (ZILBER; PIKNY, 2005).

Muito se fala na literatura sobre realizar fusões e aquisições para fortalecer o negócio da empresa adquirente contra os concorrentes, diversificar o risco entrando em novos mercados, ou até mesmo comprar concorrentes para reduzir a competição

por preço ou aumentar *marketshare* (KING; BAUER; SHRIBER, 2018; WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004; CAMARGOS; BARBOSA, 2005). Nesse contexto, a pesquisadora propõe esta dimensão e estes elementos para atender a avaliação desses motivadores.

### 5.1.2 Empresa Compradora

Os elementos apresentados na dimensão categorizada como 'Empresa Compradora', que dizem respeito à análise interna da empresa compradora, são apresentados no Quadro 19:

Quadro 19 - Elementos de análise na dimensão da empresa compradora

<b>Elemento de Análise</b>	<b>Definição</b>	<b>Fonte</b>	<b>Nova definição ou adaptação</b>
<b>Capacidade financeira para realização do deal</b>	Posição financeira da empresa para compra do <i>target</i> . Isso pode ser feito através de caixa disponível, ou possibilidade de ter acesso a capital, seja via dívida ou via emissão de ações.	Angwin (2007); Ross e Westerfield (2017)	Adaptação
<b>Endividamento e alavancagem</b>	Indicadores financeiros que avaliam a dívida já existente da companhia.	Gaughan (2010)	Adaptação
<b>Maturidade organizacional</b>	Grau de desenvolvimento, capacidade e prontidão de uma organização para implementar mudanças efetivas. Envolve a capacidade da organização de aprender, adaptar-se e se transformar, bem como a eficiência com que ela opera e gerencia seus recursos internos.	Burke (2017)	Adaptação
<b>Capacidade de integração e operação post merger</b>	Habilidade da empresa adquirente de combinar efetivamente as operações e os recursos da empresa adquirida com os seus próprios, a fim de alcançar os objetivos estratégicos e obter sinergias esperadas da transação.	Steigenberger (2016)	Adaptação
<b>Perspectiva positiva de futuro</b>	Perspectiva positiva de futuro implica acreditar que o futuro reserva potenciais positivos, superação de desafios e conquistas. É uma atitude proativa e esperançosa que influencia o pensamento, o comportamento e as decisões de uma pessoa ou organização.	Gugler; Mueller; Weichselbaumer, (2012); Gugler et al. (2012); Goel; Thakor (2010)	Adaptação
<b>Motivações intangíveis da alta liderança</b>	Fatores subjetivos e não financeiros que influenciam as decisões de M&A por parte dos líderes e executivos das empresas.	Gaughan (2010); Roll (1986)	Adaptação

Fonte: Elaborado pela autora

Segundo Angwin (2007), ao planejar o financiamento de aquisições, deve-se encontrar a quantidade ideal de dívida a ser levantada, determinar uma estrutura de capital levando em consideração o sucesso futuro da empresa e os custos dos fundos. Como complementa o autor, existem muitas formas de ter acesso a capital. O objetivo do elemento de análise **capacidade financeira para realização do deal** é avaliar estas formas disponíveis e determinar a estrutura de capital que atenda aos objetivos da aquisição e à saúde financeira da empresa adquirente. Para tal, conforme muito reforçado pelas etapas de desenvolvimento da pesquisa e aderente ao apresentado por Giesberg et al. (2022), é importante considerar diversas fontes de financiamento, incluindo fontes internas (caixa da empresa), além de financiamento por dívida (dependendo do custo de capital atual) e por emissão de capital (que leva a uma diluição do capital dos acionistas e, portanto, precisa ser apresentado aos investidores com uma justificativa e um argumento extremamente claros).

O elemento de **endividamento e alavancagem** fornece a continuidade do elemento anterior. Esses conceitos são analisados na realização de uma operação de M&A porque desempenham um papel crucial na avaliação da saúde financeira das empresas envolvidas na transação e podem afetar a estrutura de capital resultante. A análise do endividamento e da alavancagem é importante para entender a capacidade de pagamento das dívidas e a viabilidade financeira da transação (GAUGHAN, 2010).

Sobre **maturidade organizacional**, Weber, Zu Knyphausen-Aufseß e Schweizer (2019) destacam que pesquisas sobre aprendizado organizacional em cenários de fusões e aquisições sugerem que a experiência em aquisições pode ter um impacto positivo no desempenho das aquisições, mas, não sob todas as condições, pois a experiência em aquisições por si só é insuficiente para o desenvolvimento de capacidades de aquisição (HÉBERT; VERY; BEAMISH, 2005; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1999). A autora se baseia nos resultados da pesquisa e sugere que, por mais que o aprendizado organizacional anterior não seja suficiente para o sucesso da aquisição em si, é um elemento importante a ser analisado para decidir se este momento atual é o momento adequado para a realização do *deal*. Isso engloba itens como: (i) estrutura organizacional que a empresa possui; (ii) clareza em relação a seus objetivos estratégicos; (iii) maturidade de processos; (iv) experiência

da liderança na condução dos temas; e (v) capacidade interna de inovar e se adaptar às mudanças.

Além disso, a integração de empresas adquiridas ou fundidas é um fator-chave para o sucesso ou fracasso de fusões e aquisições. Um corpo substancial de pesquisas fortaleceu a ideia de que, em particular, a fase de integração é um fator importante para o sucesso de uma operação de M&A (por exemplo, ANGWIN; MEADOWS, 2015; GRAEBNER, 2004; HEIMERIKS; SCHIJVEN; GATES, 2012; LARSSON; FINKELSTEIN, 1999). Os resultados desta pesquisa apresentam o elemento de **Capacidade de integração e operação *post merger*** como um elemento importante de análise para a tomada de decisão, mas que por vezes é deixado de lado no momento de efetivação da transação e traz problemas futuros, comprometendo o sucesso da M&A. Segundo Steingenberger (2017), a integração pós-fusão é o processo multifacetado e dinâmico pelo qual a empresa adquirente e a empresa adquirida, ou seus componentes, são combinados para formar uma nova organização. Numerosos estudos têm examinado se as empresas aprendem a gerenciar aquisições por meio de experiência direta, também conhecida como o aprendizado experimental ou como o aprendizado pela prática. Os resultados desta pesquisa, através das colaborações dos profissionais especialistas e realização de estudos de caso, mostraram que empresas que executaram repetidamente fusões e aquisições evoluíram seus processos de integração ao longo do tempo e aumentaram o nível de sucesso da aquisição, o que vai ao encontro do apresentado por Grabber (2017). Nesta pesquisa, o elemento 'capacidade de integração e operação *post merger*' tem o objetivo de avaliar a capacidade de integração da empresa adquirida pela empresa adquirente. Isso engloba situações de integrações totais, parciais e situações em que as empresas continuam como unidades de negócios independentes. Além disso, os resultados da pesquisa apontaram que neste momento é importante avaliar a capacidade da empresa compradora de operação do *target*, por exemplo, em questões de tecnologia, através da pergunta: "como empresa adquirente, sou o melhor operador deste ativo, e serei capaz de operar sua tecnologia?". Destaca-se ainda que a AIM M&A Survey (2009) identificou a capacidade e realização da integração pós-fusão como o primeiro item em ordem de importância para definir o sucesso de uma fusão e aquisição.

Em relação aos elementos **Perspectiva positiva de futuro** e **Motivações intangíveis da alta liderança**, ambos são de caráter não-econômico na condução do processo de análise (SARFATI; SHWARTZBAUM, 2013). Alguns autores observaram que ondas de M&A coincidem com o otimismo dos agentes em relação a suas empresas e ao contexto externo, o que impacta na forma como eles avaliam os ativos (GUGLER; MUELLER; WEICHSELBAUMER, 2012; GUGLER et al., 2012; GOEL; THAKOR, 2010). A autora apresenta que este otimismo, atrelado à perspectiva positiva de futuro resultante do processo de construção do *framework*, é atrelada a um futuro de curto/médio prazo. Em relação às formas de mensurar esta perspectiva, o estudo de Fonseca e Almeida (2022), que analisou a relação entre otimismo e ondas de fusões e aquisições, utiliza o Índice de Confiança dos Empresários (fornecido pela Fundação Getúlio Vargas) para medir o otimismo, sendo esse um índice de percepção do mercado sobre a situação atual e futura da economia. Por sua vez, em relação às motivações intangíveis da alta liderança, faz-se a relação com a “*hubris*” apresentada pelo estudo seminal de Roll (1986) como um motivador das operações de M&A. De acordo com o autor, os gestores das empresas compradoras são influenciados pelo orgulho excessivo ou orgulho gerencial e, portanto, pagam demais pelos alvos de aquisição porque superestimam sua própria capacidade de administrá-los. Também, essa teoria implica que os gestores se envolvem em fusões e aquisições por razões pessoais e que esse é o seu principal motivo, enquanto os ganhos econômicos da empresa que estão gerenciando são secundários a esse motivo pessoal. O intuito de trazer as motivações intangíveis da alta liderança como um elemento de análise no *framework* é avaliar a real motivação para a compra da empresa, garantindo que a “*hubris*” dos envolvidos não afete a tomada de decisão. Adicionalmente, caso existam outras motivações intangíveis, espera-se que os efeitos e peso delas estejam claros para todos os tomadores de decisão.

### **5.1.3 Target**

Os elementos apresentados na dimensão categorizada como ‘*target*’, que diz respeito à análise interna da empresa vendedora, são apresentados no Quadro 20:

Quadro 20 - Elementos de análise na dimensão do *target*

<b>Elemento de Análise</b>	<b>Definição</b>	<b>Fonte</b>	<b>Nova definição ou adaptação</b>
<b>Nível de risco legal, jurídico e societário</b>	Probabilidade e magnitude das perdas potenciais associadas ao investimento realizado pela empresa adquirente na empresa vendedora. Ele envolve a análise e a quantificação das incertezas e volatilidades que podem afetar negativamente os objetivos e resultados da aquisição. O nível de risco legal, jurídico e societário refere-se à avaliação e medida dos riscos associados a questões legais, regulatórias e societárias que podem afetar a aquisição.	Hull (2018)	Adaptação
<b>Resultados financeiros e dívidas</b>	Dados financeiros e informações que descrevem o desempenho econômico da empresa vendedora durante um determinado período, incluindo receitas, despesas, lucros e prejuízos, margens, índices financeiros, e fluxo de caixa. Dívidas referem-se a obrigações financeiras assumidas pela empresa vendedora, que precisa pagar ou reembolsar um valor especificado em uma data futura.	Penman (2013); Berk e Demarzo (2016)	Adaptação
<b>Localização e representatividade local</b>	Influencia e tem relação com o acesso a mercado e a clientes, a disponibilidade e a qualidade de infraestrutura, o acesso a fornecedores e mão de obra, o valor da imagem e da reputação da empresa na região, além de aspectos regulatórios e legais relacionados à localização da empresa e à existência de <i>clusters</i> de indústria.	Rivenburgh (2012)	Adaptação
<b>Perfil de cliente</b>	Refere-se às características e atributos dos clientes existentes ou potenciais da empresa-alvo. Esse perfil desempenha um papel fundamental na avaliação do encaixe estratégico da transação, no potencial de crescimento futuro, na gestão do relacionamento com o cliente, na avaliação do valor do cliente (como receita gerada, ciclo de vida do cliente, potencial de <i>cross-selling</i> e <i>upselling</i> ) e na personalização das ofertas.	Mullins (2014b)	Adaptação
<b>Capex</b>	Refere-se aos gastos de capital ou investimentos feitos pela empresa em ativos de longo prazo que são usados para gerar benefícios econômicos futuros. Esses gastos estão relacionados à aquisição, construção, melhoria ou expansão de ativos fixos tangíveis ou intangíveis, podendo ser eles edifícios, equipamentos, veículos, marcas registradas, tecnologia, patentes, entre outros.	Marcus e Masulis (2018)	Adaptação

Fonte: Elaborado pela autora

Conforme apresentado na fundamentação teórica, é indicado que a *due diligence* seja realizada anteriormente a qualquer decisão no processo de fusão e aquisição. Isso é importante, pois a *due diligence* é o processo de investigação de todos os aspectos de uma empresa-alvo, incluindo finanças, produção e tecnologia, questões legais, TI, recursos humanos e cultura, a fim de perceber se as impressões iniciais sobre essa empresa eram precisas e tomar a decisão de prosseguir com o processo de aquisição e a que preço (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013). Entende-se que todos os elementos de análise apresentados na dimensão do *target* devem naturalmente ser provenientes dos apontamentos da *due diligence*, caso ela tenha sido realizada em múltiplos níveis de análise, combinando aspectos financeiros, legais, operacionais, estratégicas, estruturas de capital e regras contábeis (CAIAZZA; VOLPE, 2015).

A realização da *due diligence* e a análise profunda dos pontos trazidos por ela na etapa de preparação de uma transação representa um dos principais fatores de sucesso de fusões e aquisições (DENISON; KO, 2016; AIM M&A, 2009). A realização desse processo fornece garantias para os assessores na transação, bem como para a equipe de gerenciamento da empresa compradora, em relação à avaliação correta da operação (ANGWIN, 2001), revelando as áreas de risco que exigem atenção pós-fechamento (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013). Dessa forma, não se imagina a realização de uma *due diligence* que não envolva a análise do **nível de risco legal, jurídico e societário, dos resultados financeiros e dívidas do target, da localização e representatividade local, do perfil de cliente e do capital investido em ativos de longo prazo.**

Quando comparados os elementos de análise da dimensão do *Target* propostos nesta pesquisa com os tópicos e disciplinas principais de *due diligence* apresentados por Howson (2003) na fundamentação teórica, todos os elementos possuem relação com disciplinas e tópicos apresentados pelo autor.

#### **5.1.4 Empresa Compradora e Target**

Durante a pesquisa, foi compreendido que alguns elementos de análise faziam parte tanto da dimensão da empresa vendedora quanto da empresa compradora, pois deveriam ser analisados em conjunto. O Quadro 21 apresenta estes elementos:

Quadro 21 - Elementos de análise na dimensão da empresa e do *target*

<b>Elemento de Análise</b>	<b>Definição</b>	<b>Fonte</b>	<b>Nova definição ou adaptação</b>
<b>Portfólio de produtos, serviços e tecnologia</b>	Visão abrangente dos ativos tangíveis e intangíveis relacionados aos produtos e serviços que a empresa possui. Representa a gama completa de produtos, serviços e tecnologias oferecidos pela empresa aos clientes, e sua análise é importante para entender o valor e o potencial estratégico destes ativos.	Schiling (2017)	Adaptação
<b>Sinergias operacionais, estratégias, financeiras e de modelo de negócios</b>	Benefícios adicionais que resultam do M&A. Esses benefícios podem surgir de fontes como redução de custos, aumento da eficiência operacional, aproveitamento de capacidades complementares, compartilhamento de recursos financeiros, acesso a novos mercados, segmentos de clientes ou canais de distribuição, melhoria da competitividade ou ganhos de escala.	Depamphilis (2017); Osterwalder e Pigneur (2010)	Adaptação
<b>Pessoas e cultura</b>	Refere-se ao componente humano da empresa adquirida, incluindo os indivíduos que a compõem e as normas, valores, crenças e comportamentos compartilhados que influenciam a maneira como as pessoas interagem e trabalham juntas.	Robbins e Judge (2017)	Adaptação
<b>Preço e estruturação do deal</b>	Definição do preço justo da empresa-alvo e definição da forma de pagamento (dinheiro, troca de ações, <i>earn-out</i> <sup>1</sup> , assunção de dívidas, entre outras).	Depamphilis (2017); Sherman (2011)	Adaptação

Fonte: Elaborado pela autora

O início de todo o processo de fusão e aquisição se dá pelos motivadores, que normalmente estão relacionados ao crescimento empresarial (FAIZAH; AHMAD, 2011). Para atingir este crescimento, isso inclui avaliar a competitividade dos produtos no mercado, a complementaridade com o portfólio existente do comprador, as oportunidades de sinergia e a capacidade de inovação e diferenciação tecnológica (SCHILING, 2017). Fusões e aquisições podem ser a forma mais eficaz e eficiente de entrar em um novo mercado, adicionar uma nova linha de produtos ou aumentar o alcance de distribuição, como no caso da aquisição da Marvel pela Disney no final de 2009, que lhe proporcionou acesso a novo conteúdo, canais e desenvolvimento de

<sup>1</sup> *Earn-out* é um mecanismo utilizado em operações de fusões e aquisições para determinar o valor final de compra de uma empresa com base no desempenho futuro dela. É uma cláusula contratual que estabelece que uma parte do pagamento pela empresa adquirida será determinada após o fechamento da transação, com base em metas de desempenho ou indicadores financeiros acordados.

produtos (SHERMAN, 2018). Este é o objetivo de se analisar o **portfólio de produtos, serviços e tecnologia** de forma cruzada na empresa compradora e vendedora.

Em relação a **sinergias operacionais, estratégias, financeiras e de modelo de negócios**, Straub, Borzillo e Probst (2012) apresentam e comprovam em seu estudo a hipótese que a realização de sinergias é um indicador de performance em fusões e aquisições. A sinergia em fusões e aquisições surge quando o valor do adquirente e do alvo como uma única entidade supera o valor somado das duas empresas operando individualmente (FELDMAN; HERNANDEZ, 2021). Os adquirentes lucram com sinergias por meio de receitas mais altas ou custos mais baixos (SHAVER, 2006), desde que paguem um preço que não exceda o valor criado (BARNEY, 1988). A efetivação de sinergias também depende da capacidade de integração da empresa compradora, elemento este apresentado anteriormente.

Motivações financeiras para a realização de fusões e aquisições envolvem uma variedade de benefícios disponíveis a partir da combinação de empresas anteriormente separadas. Por exemplo, um adquirente pode se beneficiar dos fluxos de caixa de uma empresa-alvo, ilustrando as semelhanças entre algumas aquisições e outras formas de investimento. Outros ganhos envolvem efeitos financeiros decorrentes da criação de uma entidade maior com a possibilidade de autofinanciamento interno (KING; BAUER; SCHRIBER, 2018). O *framework* proposto entende que é nesta dimensão que estes critérios devem ser avaliados.

Em relação a **pessoas e cultura**, este é um elemento que é abrangentemente associado por pesquisadores ao sucesso ou falhas de fusões e aquisições. A cultura não é facilmente modificada. Uma suposição essencial que embasa as pesquisas anteriores é a ideia que falta de compatibilidade de culturas é uma fonte de risco e uma possível barreira para o sucesso de fusões e aquisições. Não foram encontradas pesquisas recentes que comprovem esta relação. Contudo, esta hipótese é discutida e levantada em diversos estudos (STRAUB; BORZILLO; PROBST, 2012; DENISON; KO, 2016).

Como na dimensão do *target*, ao olhar estes elementos na empresa vendedora, os insumos de análise devem ser fornecidos pela *due diligence*, incluindo a análise de pessoas e cultura. Quando as organizações se unem, elas não apenas combinam prédios, tecnologias e participação de mercado, mas também combinam pessoas,

estruturas e culturas (DENISON; KO, 2016). A partir da análise da lacuna cultural entre as empresas fundidas, o processo de integração deve equacionar problemas relacionados a valores empresariais conflitantes e estilos de comunicação para construir novas capacidades distintivas (CAIAZZA; VOLPE, 2015). O sucesso da integração depende principalmente da forma como essas operações são gerenciadas. O choque cultural não depende somente das diversidades culturais em si, mas também da forma como as diferenças entre as empresas são percebidas e gerenciadas (CAIAZZA; VOLPE, 2015).

Assim, destaca-se neste estudo que a *due diligence* deve abordar não apenas questões financeiras, legais e operacionais, mas também questões relacionadas aos valores organizacionais, aspirações e cultura (SAVOVIC; POKRAJCIC, 2013), para propiciar a empresa compradora a oportunidade de gerir uma análise estruturada de fatores relacionados à cultura e pessoas em estágios iniciais, bem como proposto neste *framework*. Isso vai ao encontro do estudo de Denison e Ko (2016) que apresenta um *framework* para a realização de *due diligence* cultural, mostrando que, embora a *due diligence* em estágios iniciais geralmente englobe avaliação financeira e estratégica, é possível e sugerida a avaliação cultural para identificação e avaliação da empresa vendedora.

O elemento **preço e estruturação do deal** será na verdade o resultado da análise de vários outros elementos que compõem tanto a dimensão da empresa compradora quanto da empresa vendedora. Como exposto no referencial de literatura, existem infinitas formas de estruturar uma fusão ou aquisição corporativa. Conforme defendido por Sherman (2018), o objetivo não é criar uma estrutura complexa, mas sim criar uma estrutura que reflita de forma correta os objetivos da empresa compradora e da empresa vendedora, e que resulte em um preço justo para ambos.

#### **5.1.4 Contexto Externo**

Os elementos da dimensão do contexto externo desta pesquisa são apresentados no Quadro 22.

Quadro 22 - Elementos de análise na dimensão do contexto externo

Elemento de Análise	Definição	Fonte	Nova definição ou adaptação
<b>Ambiente regulatório</b>	Conjunto de leis, regulamentos e políticas governamentais que afetam as atividades de um determinado setor, indústria ou organização. Ele estabelece as regras e diretrizes pelas quais as entidades devem operar, no intuito de promover a conformidade legal, a proteção dos interesses públicos, a segurança e a sustentabilidade.	Moran (2002)	Adaptação
<b>Premissas macroeconômicas</b>	Suposições sobre o ambiente econômico em que as empresas adquirente e vendedora operam. Inclui variáveis-chave, como taxas de crescimento do PIB, taxas de juros, inflação, taxas de câmbio e outros fatores macroeconômicos que são considerados ao avaliar o desempenho financeiro futuro de uma empresa ou país.	Mckinsey e Company (2005); Ferreira e Callado (2015); Marion Filho e Vieira (2010)	Adaptação
<b>Liquidez de mercado e custo de capital</b>	Um mercado é considerado líquido se houver um número substancial de compradores e vendedores, baixos custos de transação e prazos de negociação razoáveis. O custo de capital refere-se à taxa de retorno que uma empresa espera obter em seus investimentos.	Bodie, Kan e Marcus (2018)	Adaptação
<b>Condição do mercado de capitais</b>	Corresponde ao estado e às características gerais dos mercados financeiros onde ocorrem as transações de compra e venda de valores mobiliários.	Mishkin e Eakins (2015)	Adaptação

Fonte: Elaborado pela autora

Marion Filho e Vieira (2010) defendem que as transações de fusões e aquisições no Brasil acompanham as alterações que ocorrem no ambiente macroeconômico do país, como a abertura comercial, a redução de tarifas de importação, os processos de privatizações, a liberalização financeira para entrada de IED, a desregulamentação de setores da economia e/ou a regulamentação. Esses processos geram mudanças no setor produtivo e são responsáveis por parte da mudança patrimonial de empresas. Os fatores apresentados pelos autores têm relação com os elementos **ambiente regulatório e premissas macroeconômicas**.

No entanto, conforme apresentado pelos entrevistados nos ciclos 02 e 03 desta pesquisa, não há consenso sobre o efeito do contexto externo da tomada de decisão em fusões e aquisições, principalmente sobre as premissas macroeconômicas. Segundo os entrevistados, os elementos do contexto externo são analisados durante

o processo, mas não são decisórios. Por exemplo, em 2020, a taxa de juros esteve em seu menor patamar histórico (2%, segundo o IPEA). Neste período, também ocorreu um aumento relevante das fusões e aquisições no Brasil. Esse movimento acompanhou um número recorde de ofertas públicas iniciais (IPOs). Então, é possível inferir que as empresas estavam capitalizadas para realizar investimentos. Não significa que as forças macroeconômicas não influenciaram no movimento, mas sim que elas devem ser analisadas em conjunto com os demais elementos do contexto externo (BAIN & COMPANY, 2020). As baixas taxas de juros e condições favoráveis do mercado de capitais apoiam o financiamento de transações e geralmente reduzem o custo de capital (BOSTON CONSULTING GROUP, 2020), o que tem relação com os elementos de **premissas macroeconômicas, condição de mercado de capitais e liquidez de mercado e custo de capitais**.

Sobre a **liquidez de mercado**, o estudo de Harford (2005) sugere que a liquidez de capital desempenha um papel na explicação das ondas de fusões e aquisições dentro do contexto neoclássico, como foi apresentado no referencial teórico. Além disso, maiores valorações de mercado, que relaxam as restrições de financiamento, são consideradas um componente importante da liquidez de capital. O reporte anual da Bain & Company (2022) defendeu que a perspectiva positiva de crescimento para fusões e aquisições é influenciada pela liquidez do mercado, ou seja, quando as empresas têm acesso a capital, como durante períodos com muitas ofertas públicas iniciais (IPOs), elas costumam realizar maiores investimentos em fusões e aquisições.

Finalmente, a atividade de aquisição segue padrões cíclicos, resultando em períodos de aumento da frequência de fusões e aquisições, conhecidos como ondas de fusões. Esses períodos são fortemente relacionados aos elementos de análise do contexto externo, como por eventos econômicos, regulatórios e tecnológicos (HARFORD, 2005; PARK; GOULD, 2017; KING; BAUER; SCHRIBER, 2018). Dessa forma, a autora acredita que eles desempenham papel secundário, mas relevante na tomada de decisão em fusões e aquisições.

### **5.1.5 Elemento de incerteza - Choque**

O elemento de incerteza caracterizado como 'choque' presente no *framework* foi inicialmente motivado pelo questionamento da pesquisadora acerca do aumento

do número de fusões e aquisições no Brasil no período 2020 e 2021, época em que ocorreu a crise sanitária do Covid-19 que afetou o mundo inteiro. Através do aprofundamento na literatura e entrando em contato com os autores Mitchell e Mulherin (1996) e Harford (2005) e sua definição de 'choque', a pesquisadora questionou os entrevistados se eles concordavam que as empresas passaram por choques em níveis industriais no referido período, que afetaram sua organização, sua estratégia e, conseqüentemente, poderia ter efeito na tomada de decisão por fusões e aquisições. Dos 22 entrevistados, nenhum discordou da leitura proposta pela pesquisadora.

O que é apresentado no *framework* proposto é um elemento de incerteza. Bhagwat, Dam e Harford (2016) defendem que o efeito da incerteza sobre investimentos tem recebido crescente atenção na literatura. Trabalhos como os de Mitchell e Mulherin (1996), Maksimovic e Phillips (2001), Harford (2005), Ahern e Harford (2014) e outros têm se concentrado em choques econômicos, regulatórios e tecnológicos, bem como em condições macroeconômicas, para explicar a atividade de fusões e aquisições.

Uma conclusão importante a ser citada em relação ao trabalho de Harford (2005), que tem semelhança com ressalvas trazidas por este estudo, é a de que os choques por si só não são suficientes para definir a tomada de decisão em fusões e aquisições. Isso tem como consequência o fato de que não são suficientes, por si só, para gerar ondas de fusões e aquisições. Deve haver, adicionalmente, liquidez de capital suficiente para acomodar a realocação de ativos. O aumento da liquidez de capital e a redução das restrições de financiamento, que estão correlacionados com os valores de ativos, devem estar presentes para que o choque propague uma onda. Assim, a explicação para as ondas de fusões é intuitiva: as ondas de fusões requerem tanto uma motivação econômica para as transações quanto custos de transação relativamente baixos para gerar um expressivo volume de transações.

Ainda, neste estudo, após a realização de estudos de caso em três setores diferentes (educação, saúde e tecnologia), percebeu-se que cada empresa e cada setor recebeu o choque da crise sanitária do Covid-19 de forma diferente. Frente ao exposto, outro resultado deste estudo, que está em consonância com o apresentado



alvo e dos riscos associados ao negócio, a fim de tomar a decisão correta. O método de implantação do *framework* evidencia a primeira fase apresentada por Weber, Zu Knyphausen-Aufseß e Schweizer (2019), ou seja, a fase de tomada de decisão anterior ao fechamento da operação.

O primeiro elemento processual apresentado no método de aplicação do *framework* são os **motivadores**, que podem variar dependendo das circunstâncias e dos objetivos específicos de cada empresa (ver: KLOECKNER, 1994; CAMARGOS; BARBOSA, 2003; CAMARGOS; COUTINHO, 2008; ZILBER; PIEKNY, 2005; LINDGREN; SPANGBERG, 1981; SHELTON, 1988; CARTWRIGHT; COOPER, 1999; ROURKE, 1992; FERREIRA; CALLADO, 2015; ANGWIN, 2007; BERKOVITCH; NAYARANAN, 1993; HASSAN; GHOURI; MAYHOFER, 2018; WOOD JR.; VASCONCELOS; CALDAS, 2004). Os motivadores, por sua vez, servem como subsídio para definição da **estratégia empresarial** e dos **objetivos** estratégicos. A formulação de uma estratégia de crescimento inorgânico é uma escolha que depende dos motivadores, da estratégia empresarial e dos objetivos estratégicos, haja vista que a empresa pode escolher entre o crescimento orgânico ou inorgânico (SINGH; MONTGOMERY, 1987). Segundo Wise (1984), é imprescindível para o processo de tomada de decisão em fusões e aquisições que, a partir dos motivadores, sejam definidos os objetivos de longo prazo da empresa, a seleção de meios para atingir os objetivos e, também, certificar-se de que as aquisições propostas realmente são a melhor escolha para alcançar estes objetivos.

De acordo com Poniachek (2019), após a estratégia pré-aquisição, as próximas etapas seriam a **identificação de targets** e a realização da **due diligence**. A *due diligence* fornecerá dados sobre o negócio - produtos, ativos financeiros, modelos de negócio, tecnologia, aspectos legais e financeiros, pessoas e cultura (STACHOWICZ-STANUSCH, 2009; DENISON; KO, 2016). Esses dados servirão de subsídio para aplicação do *framework*, que consiste na próxima etapa do processo.

No momento de aplicação do *framework*, propõe-se que seja feita uma revisão geral dos aspectos relacionados ao contexto externo, ao setor das empresas, aos aspectos relacionados à empresa compradora e aos resultados da *due diligence*, além de como se estruturará o *deal*. Busca-se garantir que, através da aplicação do *framework* nesta etapa, seja garantido que os objetivos estratégicos da empresa

compradora serão atendidos e que não há assimetria de informações entre os tomadores de decisão. Ainda, o método de aplicação considera a possibilidade de, a partir da análise dos elementos do *framework*, os tomadores de decisão perceberem a necessidade de acessar a estratégia e retornar na busca de outros *targets*. Caso isso não seja necessário, ocorre a **tomada de decisão** efetiva.

O processo aqui definido é semelhante em etapas aos processos apresentados na Revisão de Literatura (ver: BAIN & COMPANY, 2014; CAIAZZA; VOLPE, 2015; CARBONARA; CAIAZZA, 2009; PONIACHEK, 2019; WISE, 1984). Entretanto, no processo já apresentado pelos autores, é adicionada a aplicação do *framework*, agregando elementos práticos e teóricos na tomada de decisão.

Destaca-se que o artefato desenvolvido é uma estrutura genérica, e, de acordo com os especialistas entrevistados, pode ser aplicado em diferentes tipos de M&A. Porém, dependendo o tipo de operação, as dimensões e elementos podem apresentar relevância diferente para a tomada de decisão, ou, podem não ser aplicáveis. Desta forma, é possível que seja necessária a adaptação do *framework* proposto dependendo do tipo de operação analisada.

### 5.3 AVALIAÇÃO DA SOLUÇÃO

Para a avaliação da solução proposta, que consiste no *framework* e no método de aplicação do artefato, foram utilizados os critérios de **utilidade** e **aplicabilidade**. Como o artefato final emergiu ao longo do estudo, não houve possibilidade de testá-lo integralmente, sendo essa uma limitação do presente estudo. Dessa forma, avaliou-se parcialmente os impactos das mudanças introduzidas ao longo dos ciclos de desenvolvimento, aplicando melhorias para a formulação de uma nova versão do artefato, e finalmente avaliando a versão final (F3) através da condução de pesquisa utilizando *Microsoft Forms* com cinco profissionais, sendo dois especialistas em M&A e três especialistas acadêmicos.

Em relação à avaliação da utilidade do *framework*, buscou-se avaliá-lo sob as derivações de: (i) visualização do processo de tomada de decisão; (ii) relevância no processo de tomada de decisão para realização de fusões e aquisições; e (iii) apresentação de dimensões e elementos coerentes. De acordo com a avaliação dos profissionais consultados, o *framework* apresenta-se como útil, coerente e

compreende todos os elementos e dimensões necessárias. Não houve nenhuma resposta negativa em relação ao atributo. Contudo, um dos profissionais sugeriu que, para garantir a utilidade do *framework*, os elementos de decisão deveriam possuir mais 'níveis' de profundidade. A pesquisadora concorda com o apontamento e entende ser uma limitação da pesquisa.

Em relação à avaliação da aplicabilidade do *framework*, buscou-se avaliá-lo sob as derivações de: (i) simplicidade; e (ii) facilidade de uso. De acordo com a avaliação dos profissionais consultados, o *framework* pode ser considerado simples. Contudo, poderia expressar de maneira mais clara a ordem de leitura do artefato e se há grau de importância entre os elementos. Também, foi sugerido que o artefato evoluísse em *design*, como citado pelo Avaliador 06: "Pode melhorar no quesito de *design* e visual, podendo inclusive expressar integração com *design thinking*".

Em relação ao *design*, a pesquisadora conduziu a última revisão do artefato, propondo uma F4, em que não há alterações em elementos e conteúdo, mas possui um novo visual. Esta versão é apresentada no subcapítulo subsequente. Além disso, em relação à ordem de leitura do *framework* apontada como um ponto de melhoria pelos avaliadores, a pesquisadora aponta que a leitura do *framework* deve ocorrer no sentido vertical, de cima para baixo. Na versão F4 do *framework*, a pesquisadora busca deixar, visualmente, esta ordem de leitura ainda mais clara. Cabe mencionar, também, que não é objetivo desta pesquisa analisar o grau de importância dos elementos para a tomada de decisão em fusões e aquisições, sendo esta uma sugestão adotada para a possível elaboração de trabalhos futuros.

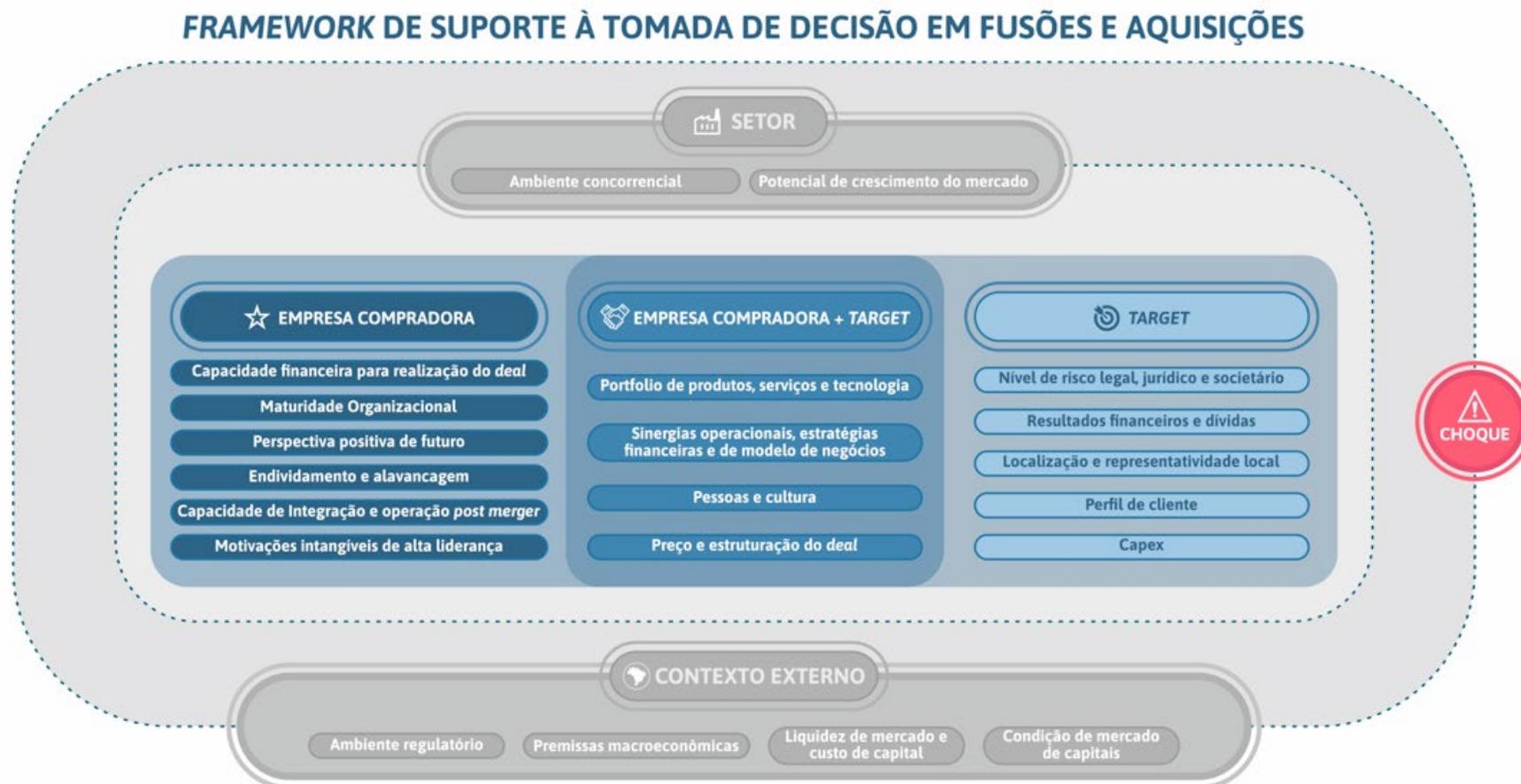
Em relação aos elementos e dimensões de análise da tomada de decisão, que são a principal contribuição deste trabalho, as avaliações trouxeram, além de validação da completude do conteúdo apresentado, duas sugestões pertinentes: (i) avaliação da propriedade intelectual do *target*; e (ii) elemento de fator regulatório na dimensão do setor. Em relação ao item (i), entende-se que a avaliação da propriedade intelectual do *target* viria à tona invariavelmente com a condução da *due diligence*. Todavia, este elemento realmente não está representado de maneira explícita no *framework*. Por mais que ele não tenha sido citado em nenhum ciclo de desenvolvimento pelos entrevistados, a pesquisadora não descarta sua importância. Em relação ao item (ii), a pesquisadora entende que existem órgãos e instituições

reguladoras em nível de setor. Entretanto, é possível analisar que, pelo contexto externo englobar a dimensão do setor, os órgãos e instituições da dimensão do setor podem ser lidos no elemento de ambiente regulatório já existente na dimensão externa.

De acordo com Poniachek (2019), as principais razões para as operações de fusões e aquisições falharem são: (i) compradores são muito otimistas em suas suposições; (ii) compradores superestimam as sinergias com o *target*; (iii) compradores pagam prêmios excessivos para o *target* no calor do processo de negociação; (iv) compradores não possuem capacidade e planejamento para realizar a integração pós-fusão. Através da avaliação desta pesquisadora, a aplicação do *framework* no processo de tomada de decisão em fusões e aquisições pode auxiliar a diminuir o efeito de todos os itens de risco citados por Poniachek (2019). A aplicação do artefato diminui a assimetria de informações entre os tomadores de decisão e permite avaliar de maneira sistêmica os principais ofensores e motivadores do processo. De forma geral, os profissionais consultados concordaram com esta visão e com a relevância do artefato e avaliaram positivamente o *framework*.

### **5.3.1 F4 do *framework***

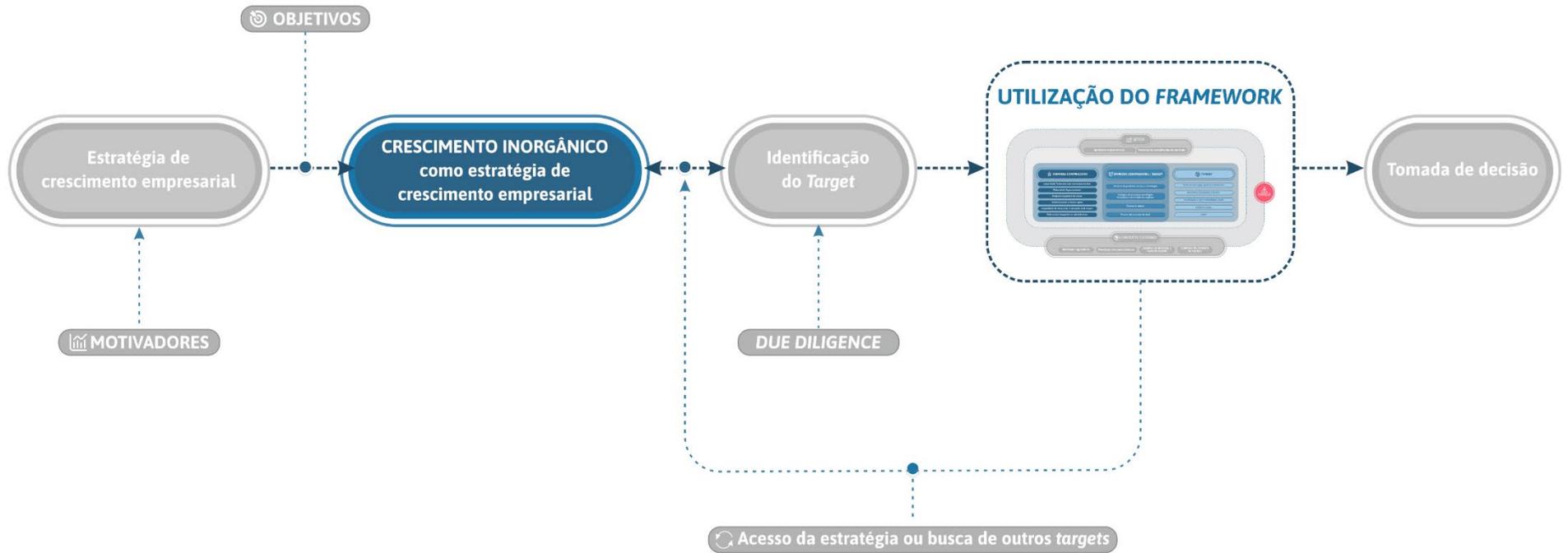
Após a etapa de avaliação do *framework*, devido aos apontamentos dos profissionais avaliadores, é apresentada a última versão do artefato (F4). Esta versão, em comparação a F3, teve somente alterações visuais e de *design*. O conteúdo do *framework* - dimensões e elementos - não sofreu alterações. A Figura 19 apresenta o F4 do artefato.

Figura 19 - F4 do *framework*

Fonte: Elaborado pela autora

A figura que apresenta o guia ou método de aplicação do *framework* também sofreu alteração. Dessa forma, a Figura 20 apresenta a última versão do método de apoio de aplicação do *framework*.

Figura 20 - Método de aplicação do *framework*



Fonte: Elaborado pela autora

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo das últimas décadas, as fusões e aquisições têm desempenhado um papel significativo nas estratégias corporativas, impulsionadas pela globalização, a busca por expansão de mercado e a necessidade de acesso a recursos externos. No entanto, o processo de M&A é inerentemente complexo e repleto de desafios, momento em que decisões equivocadas podem levar a consequências significativas, sejam positivas ou negativas, para as empresas envolvidas. As pesquisas relacionadas a fusões e aquisições têm se tornado cada vez mais robustas. Contudo, na maioria das vezes, captam apenas etapas do processo, não conseguindo cobrir a abrangência e complexidade destas operações. A visão sistêmica do processo de tomada de decisão pode beneficiar os gestores de empresas que definem as fusões e aquisições como parte da estratégia de crescimento corporativo. Assim, instrumentos que auxiliem e apoiem a análise dos elementos necessários para a tomada de decisão em fusões e aquisições colaboram para uma agenda de desenvolvimento das companhias e da academia. Este capítulo de considerações finais destaca a relevância da adoção de um *framework* bem estruturado, fundamentado em dimensões e elementos de análise relevantes, e validado por meio da participação de mais de 30 profissionais, entre executivos e especialistas (considerando todas as etapas do estudo). Além disso, apresenta as principais contribuições e limitações do estudo, bem como sugere possíveis direções para pesquisas futuras no campo das fusões e aquisições.

Esta dissertação utilizou-se da DSR para propor um *framework* que possa ser utilizado pelas organizações na discussão estruturada e sistemática durante a tomada de decisão em operações de fusões e aquisições. A DSR foi escolhida porque é orientada à resolução de problemas, aproximando teoria e prática (DRESCH; LACERDA; ANTUNES JÚNIOR, 2015b). Ao mesmo tempo, o resultado da pesquisa tende a contribuir para o avanço dos estudos da área, porque propõe algo novo embasado no conhecimento existente. Esta pesquisa foi conduzida em duas etapas: criação e avaliação.

A criação do artefato ocorreu em três etapas de desenvolvimento. A proposição inicial (F1), na Etapa 01, embasou-se na literatura sobre elementos motivadores ou relevantes no processo de tomada de decisão em fusões e aquisições, da qual foram extraídos os elementos iniciais para compor o *framework* e foram propostas as

dimensões de análise. Na literatura, eles são discutidos de forma dispersa e individual, por diferentes autores. No artefato, foram trazidos de maneira conjunta em um mesmo objeto de apoio à tomada de decisão. Nesta etapa, a interação inicial com profissionais especialistas também auxiliou para o processo. Por mais consistente que a revisão de literatura tenha sido, as próximas etapas de desenvolvimento - Etapa 02 e Etapa 03 - trouxeram mudanças relevantes ao artefato. Todas as dimensões sofreram alterações de elementos ou significado de expressão após a Etapa 01.

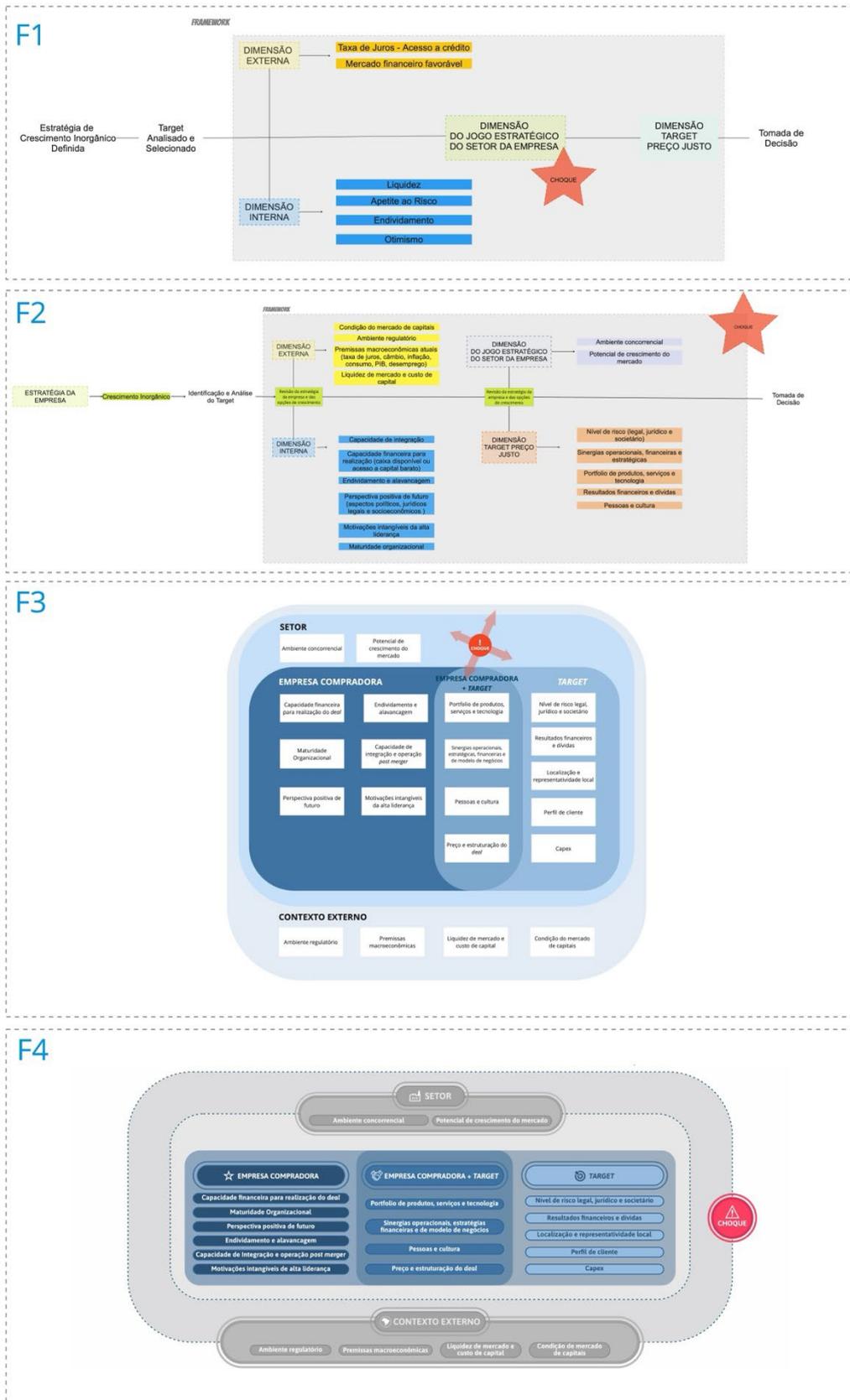
A versão F1 do *framework* foi modificada a partir de interação com profissionais especialistas no tema fusões e aquisições, o que compôs a Etapa 02. As interações apontaram para a necessidade de alteração dos elementos de análise de todas as dimensões de tomada de decisão apresentadas. Como operações de fusões e aquisições consistem em um tema complexo e que apresenta peculiaridades em cada operação, os elementos sofreram diversas modificações ao longo do processo de desenvolvimento. Também, na Etapa 02, a pesquisadora buscou discutir o efeito de eventos inesperados e da incerteza na tomada de decisão em M&A, através da representação do elemento 'choque' no *framework*. Como resultado, a versão F2 do artefato foi criada e utilizada como estrutura na coleta e análise dos dados nos estudos de caso.

Os estudos de caso realizados tiveram papel importante porque constituíram-se na comparação das dimensões e elementos do *framework* em situações reais de tomada de decisão em fusões e aquisições. Na etapa anterior - Etapa 02 - a versão F2 foi desenvolvida através da experiência empírica de 'n' operações de fusões e aquisições dos profissionais entrevistados. Por sua vez, na Etapa 03, o *framework* foi analisado no contexto de 10 operações de aquisições corporativas domésticas, que ocorreram no período 2020-2021, em seis empresas atuantes no *buy-side*, sendo todas empresas de capital aberto. Ainda, a pesquisadora prezou pela diversidade adequada de setores na amostra, possuindo empresas de diferentes setores: saúde, educação e tecnologia. Como resultado da Etapa 03, a versão F2 do artefato foi avaliada e, a partir da evolução dela, a versão F3 foi proposta. As dimensões de análise não possuíram alterações em seu sentido, porém os elementos de análise foram, mais uma vez, alterados, e o *framework* sofreu alterações estruturais. Com as mudanças realizadas, que resultaram na F3, pode-se dizer que os constituintes do *framework* são suficientes, pois todas as mudanças descritas pelos profissionais

participantes dos ciclos de desenvolvimento e pelos dados secundários foram captadas por eles.

A avaliação do *framework* foi feita através de uma pesquisa on-line com um grupo focal de profissionais de mercado conhecedores do tema fusões e aquisições, bem como com pesquisadores de finanças e estratégia. Ela trouxe validação para a relevância do *framework* proposto, pelos seus atributos de utilidade e simplicidade. Por sua vez, trouxe contribuições importantes, principalmente a respeito da forma de apresentação do artefato, gerando modificações de *design* que foram apresentadas na sua quarta e última versão (F4). A Figura 21 sumariza as quatro versões do artefato:

Figura 21 - Versões do framework



Fonte: Elaborado pela autora

O resultado da pesquisa responde à questão que guiou o trabalho: ‘Diante do elevado grau de incerteza que permeia os processos de fusões e aquisições, quais seriam as variáveis / fatores que deveriam ser contempladas(os) em um *framework* para nortear o processo de tomada de decisão?’. O processo de pesquisa permitiu a definição de uma estrutura genérica, abstrata, sem especificidades expressivas. Nesse sentido, acredita-se que o artefato poderá ser utilizado para apoiar a tomada de decisão em fusões e aquisições em diferentes tipos de operações e em diferentes setores da indústria. Irrefutavelmente, ele se assemelha em maior grau a operações de M&A corporativas (aquisições tradicionais).

Duas são as contribuições desta pesquisa para o meio acadêmico. A primeira diz respeito ao corpo de estudos sobre o processo de tomada de decisão em fusões e aquisições. A segunda refere-se aos métodos de trabalho do DSR.

Para o corpo de estudos sobre fusões e aquisições, o *framework* desenvolvido contribui de três formas. Primeiro, ele constitui-se numa abordagem de análise da tomada de decisão em fusões e aquisições que considera quatro dimensões - *setor, empresa compradora, target e contexto externo*. Cada dimensão, por sua vez, considera ‘n’ elementos de análise. Até onde vai o conhecimento da pesquisadora, nenhuma proposta descritiva ou prescritiva da literatura aborda a tomada de decisão em fusões e aquisições analisando estes elementos conjuntamente. A segunda contribuição diz respeito ao artefato produto desta dissertação considerar a análise do efeito da incerteza na tomada de decisão, através da representação do elemento caracterizado como ‘choque’. Nesse sentido, não se trata apenas de um diagnóstico do processo de tomada de decisão como ele é, mas considera também que as dimensões podem ser afetadas por um evento de ruptura, incerteza ou, até mesmo, um evento caracterizado como ‘Cisne Negro’ (TALEB, 2016). Como terceira contribuição, o método de utilização do *framework* apresentado por esta pesquisa (Figura 20) colabora para o campo de estudos processual em fusões e aquisições, pois apresenta uma macro visão das etapas - desde a definição da estratégia de crescimento empresarial até a tomada de decisão efetiva - possibilitando a análise sistêmica do processo.

Outra contribuição desta dissertação para a academia é o método de trabalho criado como parte da metodologia DSR. A evolução do processo de pesquisa, do documento e do artefato ocorreram através da revisão da literatura, da análise de dados fornecidos por especialistas e de estudos de caso. Este método se baseou em

pesquisas anteriores, mas foi também inovador em sua aplicação. Acredita-se que ele resulta em transparência nas alterações realizadas e pode ser replicado em qualquer estudo.

Empresas que desejarem analisar de maneira completa e abrangente a tomada de decisão em operações de fusões e aquisições têm, no *framework* aqui apresentado, uma estrutura que poderá auxiliá-los na condução do processo de forma sistemática. O artefato poderá apoiar os principais tomadores de decisão deste processo – *C-Levels*, Diretores Executivos, Sócios e membros de Conselhos de Administração e Investimentos, e gerar *inputs* para discussões relevantes que tragam consciência, transparência e assertividade para a tomada de decisão. Essa análise, no momento correto do processo de M&A, poderá auxiliar na visão alinhada e concisa dos desafios da aquisição em curso, garantindo que as ações necessárias para a ativação de valor do M&A sejam direcionadas pós-aquisição.

## 6.1 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Diversos cuidados foram tomados para garantir a confiabilidade e validade dos resultados. No entanto, é igualmente importante reconhecer e destacar as limitações encontradas, pois isso permite uma avaliação mais abrangente e realista do trabalho realizado. A principal limitação diz respeito ao fato de o artefato não ter sido avaliado em uso. Por mais que, na etapa de estudos de caso, o artefato foi analisado através da comparação dos elementos analisados em dez diferentes operações de aquisição realizadas por seis distintas empresas compradoras, no período 2020-2021, não se pode garantir que o artefato desempenhe bem no processo real de tomada de decisão. A aplicação do *framework* em diferentes tomadas de decisão daria mais robustez ao artefato proposto, e traria contribuições importantes com relação a sua utilidade e simplicidade.

Outra limitação diz respeito ao fato de a pesquisadora ter realizado sozinha todas as etapas da pesquisa, o que pode trazer viés no desenvolvimento do artefato. Para reduzir essa limitação, ao longo da pesquisa foram feitas diversas interações com outros profissionais de reconhecimento na área. Não obstante, houve baixa participação de acadêmicos especialistas no assunto no processo. A participação de outros pesquisadores enriqueceria o processo de criação, reduzindo a possibilidade de visões pessoais interferirem nos resultados obtidos.

Finalmente, uma terceira limitação diz respeito a características de criação do artefato: (i) o artefato foi desenvolvido através da análise de estudos de caso de operações de fusões e aquisições tradicionais, não comprovando sua validade para operações de *PE*, *VC*, *CVC*, *Joint-Ventures*, entre outras; (ii) o artefato foi desenvolvido através da análise de estudos de caso de aquisições descritas apenas pelo lado do comprador, não apresentando base teórica e prática para análise de elementos pelo lado do vendedor; (iii) o artefato não apresenta ordem de importância na análise das dimensões e elementos na tomada de decisão; (iv) o artefato não mostra subníveis de análise nos elementos, por sua representatividade genérica. Dessa forma, a pesquisadora admite particularidades e limitações que não foram endereçadas nesta pesquisa e constituem oportunidades de desenvolvimento para o trabalho.

O resultado desta pesquisa deve ser encarado como uma entrega de um processo contínuo. O tema em questão é relevante, complexo, e atual para o ambiente de negócios brasileiro. Pensando na possibilidade de evolução de pesquisas neste campo, a seção a seguir trata das sugestões para trabalhos futuros.

## 6.2 SUGESTÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Considerando os resultados da pesquisa e as limitações mencionadas, apresentam-se as seguintes oportunidades de pesquisas futuras que podem contribuir para o estudo da tomada de decisão em fusões e aquisições:

- Avaliar o *framework* no mundo real por meio da sua aplicação em companhias que tenham escolhido fusões e aquisições como estratégia de crescimento empresarial. Isso trará informações sobre a usabilidade do artefato. Ao mesmo tempo, para compreender sua eficácia, é importante que, ao final da tomada de decisão, seja feita uma avaliação com os profissionais tomadores de decisão para compreender se o *framework* auxiliou no processo.
- Realizar estudos de empresas que utilizaram o artefato para a tomada de decisão, e empresas que não utilizaram o artefato, e comparar a transparência e assertividade do processo de tomada de decisão em fusões e aquisições. Ainda, seria de grande valor comparar, a médio e longo prazo,

o resultado das operações de fusões e aquisições que utilizaram ou não o *framework* proposto, buscando entender se sua aplicação gera valor real.

- Evoluir o artefato para que seus elementos de decisão compreendam a perspectiva do lado vendedor.
- Avaliar quantitativa e qualitativamente o grau de importância dos elementos de análise do *framework*.
- Investigar a existência de níveis de análise mais profundos nos elementos e dimensões de tomada de decisão, buscando abordar um nível mais alto e detalhado de complexidade do processo.
- Investigar a aplicação do *framework* em operações de fusões e aquisições do tipo *PE, VC, CVC, SPACs, Joint-Ventures*, entre outras.
- Investigar o efeito de um evento 'Cisne Negro' nos elementos de tomada de decisão, em tempo real, e não de maneira estática como avaliado nesta pesquisa.

As sugestões aqui dadas são, obviamente, não exaustivas. Constituem-se apenas de exemplos de como o trabalho conduzido nesta dissertação pode servir de inspiração para que se possa continuamente desenvolver o conhecimento sobre os temas tratados. A estratégia de crescimento inorgânico, a tomada de decisão em fusões e aquisições e o efeito de eventos de ruptura neste processo são assuntos relevantes e complexos, que ainda carecem de contribuição teórica e prática, não apenas com o objetivo de contribuir com a ciência, como também visando apoiar direta e positivamente empresas que buscam o crescimento inorgânico.

## REFERÊNCIAS

ACHTENHAGEN, Leona; BRUNNINGE, Olof; MELIN, Leif. Patterns of dynamic growth in medium-sized companies: Beyond the dichotomy of organic versus acquired growth. **Long range planning**, v. 50, n. 4, p. 457-471, 2017.

AHERN, Kenneth R.; HOLFORD, Jarrad. The importance of industry links in merger waves. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 2, p. 527-576, 2014.

AIM. **M&A Survey**. 2009. Daniel Stewart & Company. p. 1-20. Disponível em: <<http://www.danielstewart.co.uk/Assets/19314/aim%20m%26a%20survey%202009.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2023.

ALMADA, L.; POLICARPO, R. V. S. A relação entre o estilo de liderança e a resistência à mudança dos indivíduos em um processo de fusão. **Revista de Gestão**, v. 23, n.1, p. 10-19, 2016.

ALTUNBAŞ, Yener; MARQUÉS, David. Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities. **Journal of economics and business**, v. 60, n. 3, p. 204-222, 2008.

ANDRADE, G.; MITCHELL, M. L.; STAFFORD, E. New evidence and perspectives on mergers. **Journal of economic perspectives**, v. 15, n. 2, p. 103-120, 2001.

ANGWIN, D. Mergers and acquisitions across European borders: national perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisors. **Journal of World Business**, v. 36, n. 1, p. 32-57, 2001.

ANGWIN, D. Motive archetypes in mergers and acquisitions (M&A): the implications of a configurational approach to performance. In: **Advances in mergers and acquisitions**. Emerald Group Publishing Limited, 2007.

ANGWIN, Duncan N. et al. Does merger & acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective. **European Management Journal**, v. 40, n. 6, p. 847-856, 2022.

ANGWIN, Duncan N.; MEADOWS, Maureen. New integration strategies for post-acquisition management. **Long Range Planning**, v. 48, n. 4, p. 235-251, 2015.

ANTIPOVA, T. Coronavirus pandemic as black swan event. In: **International Conference on Integrated Science**. p. 356-366, 2020.

ASSAF NETO, A. **Contribuição ao Estudo da Avaliação de Empresas no Brasil – Uma Aplicação Prática**. 2003, 202 f. Tese (Livre Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Ciências de Contábeis de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2003.

BAIN & COMPANY. **Global M&A Report 2020**. 2020. Disponível em: <<https://www.bain.com/insights/2020-year-in-review-the-surprising-resilience-m-and-a-report-2021/>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BAIN & COMPANY. **Global M&A Report 2022**. Disponível em: <<https://www.bain.com/insights/topics/m-and-a-report/>>. Acesso em: 15 abr. 2022

BAIN & COMPANY. **The renaissance in mergers & acquisitions**, 2014. Disponível em: <[https://www.bain.com/contentassets/d07a1900d2634502b0f1a20e3ae1f1df/bain\\_ma20compendium\\_2014.pdf](https://www.bain.com/contentassets/d07a1900d2634502b0f1a20e3ae1f1df/bain_ma20compendium_2014.pdf)>. Acesso em: 28 dez. 2022.

BARNEY, J. B.; HESTERLY, W. S. **Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts**. 4. ed. São Paulo: Pearson, 2012.

BARNEY, Jay B. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BARNEY, Jay B. Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis. **Strategic Management Journal**, v. 9, n. S1, p. 71-78, 1988.

BATISTA, Alexandre Teixeira Norberto et al. Mergers and acquisitions in Brazil and economic uncertainty shocks. **Contextus: Revista Contemporânea de economia e gestão**, v. 20, p. 2, 2022.

BAUER, Florian Andreas; MATZLER, Kurt; WILLE, Claudia. Integrating brand and marketing perspectives in M&A. **Problems and Perspectives in Management**, v. 10, n. 4, p. 57-70, 2012.

BERGER, R. SPACS: An Alternative Way to Access the Public Markets. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 20, p. 68-75, 2008.

BERGH, Donald D.; SHARP, Barton M. How far do owners reach into the divestiture process? Blockholders and the choice between spin-off and sell-off. **Journal of Management**, v. 41, n. 4, p. 1155-1183, 2015.

BERK, J.; DEMARZO, P. **Corporate Finance**. Pearson, 2016.

BERKOVITCH, E; NARAYARANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 3, p. 347-363, 1993.

BESANKO, David; DORASZELSKI, Ulrich. Capacity dynamics and endogenous asymmetries in firm size. **RAND Journal of Economics**, p. 23-49, 2004.

BETTINAZZI, M. L. M.; MILLER, D.; CORBETTA, M. D. A. G. Ownership similarity in Mergers and Acquisitions *target* selection. **Strategic Organization**, v. 18, n. 2, p. 330-361, 2018.

BHAGAT, S.; MALHOTRA, S.; ZHU, P. Emerging country cross-border acquisitions: characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. **Emerging Markets Review**, v. 12, p. 250-271, 2011.

BHAGWAT, V.; DAM, R.; HARFORD, J. The real effects of uncertainty on merger activity. **The Review of Financial Studies**, v. 29, n. 11, p. 3000-3034, 2016.

BITTAR, C. A. **Contratos comerciais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1994.

BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. **Journal of financial economics**, v. 47, n. 3, p. 243-277, 1998.

BODIE, Z.; KANE, A.; MARCUS, A. J. **Investments**. McGraw-Hill Education, 2018.

BOMFIM, E. T.; CALLADO, A. L. C. Análise dos efeitos provocados pelas operações de fusões e aquisições no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 27, n.3, p. 105-123, 2016.

BOSTON CONSULTING GROUP. **Covid-19's Impact on Global M&A**. 2020. Disponível em: <<https://www.bcg.com/pt-br/publications/2020/covid-impact-global-mergers-and-acquisitions>>. Acesso em: 10 abr. 2022.

BOSTON CONSULTING GROUP. **Keeping M&A Deals on Track During the Downturn**. 2020. Disponível em: <<https://www.bcg.com/pt-br/publications/2020/how-to-keep-merger-acquisition-deals-a-float-during-economic-downturn>>. Acesso em: 10 abr. 2022.

BOSTON CONSULTING GROUP. **Mastering the Art of Breaking Up**. 2021. Disponível em: <<https://www.bcg.com/pt-br/publications/2021/m-and-a-report-mastering-the-art-of-breaking-up>>. Acesso em: 05 abr. 2022.

BOSTON CONSULTING GROUP. **The 2020 M&A Report: Alternative Deals Gain Traction**. 2020. Disponível em: <<https://www.bcg.com/publications/2020/mergers-acquisitions-report-alternative-deals-gain-traction>>. Acesso em: 27 abr. 2023.

BOSTON CONSULTING GROUP. **The 2021 M&A Report: Mastering the Art of Breaking Up**. 2021. Disponível em: <<https://www.bcg.com/publications/2021/m-and-a-report-mastering-the-art-of-breaking-up>>. Acesso em: 20 abr. 2023.

BRAUER, Matthias; SCHIMMER, Markus. Performance effects of corporate divestiture programs. **Journal of Strategy and Management**, 2010.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Finanças corporativas**: investimento de capital e avaliação. Porto Alegre: Bookman, 2006.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1998.

BRUNER, R. F. **M&A Guide to Rules of the Road**: Securities Law, Issuance Process, Disclosure, and Insider Trading, 2004.

BRUSH, C.G.; CERU, D.J.; BLACKBURN, R. Pathways to entrepreneurial growth: the influence of management, marketing and money. **Business Horizons**, n. 52, p. 481-491, 2009.

BURKE, W. W. **Organizational Change**: Perspectives on Theory and Practice. Sage Publications, 2017.

CAIAZZA, Rosa; VOLPE, Tiziana. M&A process: a literature review and research agenda. **Business Process Management Journal**, v. 21, n. 1, p. 205-220, 2015.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Revista de Gestão**, v.12, n. 2, p. 99-115, 2005.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro aos anúncios de fusões e aquisições ocorridos entre 1994 e 2001. **RAUSP Management Journal**, v. 42, n. 4, p. 468-481, 2007.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 1, p. 69-99, 2010.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. **Caderno de Pesquisas em Administração – CPA-USP**, São Paulo, v.10, n. 2, p. 17-38, 2003.

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

CAMPBELL, J. T.; SIRMON, D. G.; SCHIJVEN, M. Fuzzy logic and the market: A configurational approach to investor perceptions of acquisition announcements. **Academy of Management Journal**, v. 59, n. 1, p. 163-187, 2016.

CARBONARA, G.; CAIAZZA, R. Mergers and acquisitions: causes and effects. **The Journal of American academy of business**, Cambridge, v. 14, n. 2, p. 188-194, 2009.

CARTWRIGHT, S.; CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. L. **HR know-how in mergers and acquisitions**. [s. l.]: CIPD Publishing, 2000.

CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. L. **Managing Mergers, Acquisitions & Strategic Alliances: Integrating People and Cultures**. Oxford: Butterworth Heinemann, 1999.

CARTWRIGHT, S.; SCHOENBERG, R. Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. **British journal of management**, v. 17, n. S1, p. S1-S5, 2006.

CHALMERS, A. F. **O que é ciência afinal?** São Paulo: Editora Brasiliense, 1993.

CHANDLER JR, Alfred D. Managerial enterprise and competitive capabilities. **Business History**, v. 34, n. 1, p. 11-41, 1992.

CHANDLER JR, Alfred D. Strategy and structure: Chapters in the history of the industrial empire. **Cambridge Mass**, 1962.

CHANDLER JR, Alfred D. The enduring logic of industrial success. **Harvard business review**, v. 68, n. 2, p. 130-140, 1990.

CHANDLER JR, Alfred D. The visible hand. **Harvard university press**, 1993.

CHARI, Latha. Inorganic growth strategies: An empirical analysis of who benefits from them?. In: **11th Annual Convention of the Strategic Management Forum, IIT Kanpur**. 2008. p. 1-2.

CHATTERJEE, Sayan. The keys to successful acquisition programmes. **Long range planning**, v. 42, n. 2, p. 137-163, 2009.

CHEN, Hsiu-Lang; GUO, Re-Jin. On corporate divestiture. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 4, p. 399-421, 2005.

CHESBROUGH, Henry W. Making sense of corporate venture capital. **Harvard business review**, v. 80, n. 3, p. 90-99, 2002.

CHIAVENATO, Idalberto. **Introdução à teoria geral da administração**. [s. l.]: Elsevier Brasil, 2003.

CHRISTENSEN, C. M. et al. The new M&A playbook. **Harvard Business Review**, v. 89, n. 3, p. 48-57, 2011.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COLLINS, Matt. **Special Purpose Acquisition Companies**. Fordham Business Student Research Journal: Vol. 2 : Iss. 1 , Article 3. 2012.

CONTE, Manoela. **Integração do cliente na customização de produtos habitacionais**. Dissertação (Mestrado em Engenharia Civil) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, 2020.

CONTRACTOR, F. J.; LORANGE, P. **Cooperative Strategies in International Business**. [s. l.]: Lexington Books, 1988.

DA SILVA, Mygre Lopes; DA SILVA, Rodrigo Abbade. **Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do covid-19: impactos e reflexões**. Observatório Socioeconômico da COVID-FAPERGS, 2020.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset**. [s. l.]: John Wiley & Sons, 2012.

DAVID, F. R.; DAVID, F. R. **Strategic Management: Concepts and Cases**. Pearson, 2016.

DE CAMARGOS, Marcos Antônio; CAMARGOS, Mirela Castro Santos. Mapeamento da produção científica sobre fusões e aquisições na literatura nacional, 1994 a 2014. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 15, n. 3, p. 101-137, 2015.

DELOITTE. **2022 M&A Trends Survey: The future of M&A**. 2021. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/m-a-trends-report.html>>. Acesso em: 20 mar. 2022.

DENISON, D. R.; KO, I. Cultural due diligence in mergers and acquisitions. In: **Advances in mergers and acquisitions**. [s. l.]: Emerald Group Publishing Limited, 2016. p. 53-72.

DEPAMPHILIS, Donald. **Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions**. Academic Press, 2017.

DICICCO-BLOOM, Barbara; CRABTREE, Benjamin F. The qualitative research interview. **Medical education**, v. 40, n. 4, p. 314-321, 2006.

DRESCH, A.; LACERDA, D. P.; ANTUNES JÚNIOR, J. A. V. Design science research. **Springer International Publishing**, p. 67-102, 2015a.

DRESCH, A.; LACERDA, D. P.; ANTUNES JÚNIOR, J. A. V. **Design science research**: Método de pesquisa para avanço da ciência e tecnologia. [s. l.]: Bookman, 2015b.

DUCHIN, R.; SCHMIDT, B. Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v.107, n.1, p.69-88, 2013.

EPSTEIN, M. The determinants and evaluation of merger success. **Business Horizons**, v. 48, p. 37-46, 2005.

ERICSON, M. **Business Growth**. Activities, Themes and Voices. Cheltenham: Edward Elgar, 2007.

EXAME. **Fusões e aquisições batem recorde e alcançam US\$ 5 tri em 2021**. 2022. Disponível em: <<https://exame.com/invest/mercados/fusoes-e-aquisicoes-batem-recorde-e-alcancam-us5-tri-em-2021/>>. Acesso em: 26 jul. 2023.

FAÇANHA, Sandra Lilian de Oliveira. **Aquisições, fusões e alianças estratégicas na configuração da cadeia sucroenergética brasileira**. 2012. Tese (Doutorado em Economia, Administração e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2012.

FELDMAN, Emilie; HERNANDEZ, Exequiel. **Synergy in Mergers and Acquisitions: Typology, Lifecycles, and Value** (January 28, 2021). 2021. Forthcoming, Academy of Management Review. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3816956> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3816956>>. Acesso em: 12 abr. 2023.

FERREIRA, T. S. V; CALLADO, A. L. C. Fusões e aquisições no Brasil: reflexões acerca da evolução do volume de transações. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 9, n. 2, p. 70-83, 2015.

FONSECA, R. R. D. **A relação entre otimismo e ondas de fusão e aquisição: evidências do mercado brasileiro**. Dissertação - Mestrado em Administração. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2018.

FONSECA, Rodrigo Raposo da; ALMEIDA, Vinicio de Souza. Relação entre otimismo e ondas de fusão e aquisição: Evidências do mercado brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, v. 63, 2022.

FORTUNE. **Mergers and Acquisitions 2021**: a record year for SPACS. Disponível em: <<https://fortune.com/2021/06/02/mergers-acquisitions-2021-m-and-a-record-year-spacs/>>. Acesso em: 29 abr. 2022.

FRANK, K.E; HARDEN, J. W. Corporate Restructurings: A comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs. **Journal of Business Finance & Accounting**, 2001.

GARFINKEL, J.A.; HANKINS, K.W. The role of risk management in mergers and merger waves. **J. Financ. Econ.**, v. 101, p. 515-532, 2011.

GÄRTNER, D. L.; HALBHEER, D. Are there waves in merger activity after all? **International Journal of Industrial Organization**, v. 27, n. 6, p. 708-718, 2009. ISSN 0167-7187.

GAUGHAN, Patrick A. M&A Outlook. **Journal of Corporate Accounting & Finance**, v. 21, n. 2, p. 3-10, 2010.

GEORGIOS, K.; GEORGIOS, H. Du Pont Analysis of a Bank Merger and Acquisition between Laiki Bank from Cyprus and Marfin Investment Group from Greece. Is there an increase of profitability of the new bank? **Kyriazopoulos-Hadjimanolis, MIBES 2011 – Oral**, p. 157-176, 2011.

GIESBERG, J. et al. **The power of through-cycle M&A. MCKINSEY & COMPANY.** Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-power-of-through-cycle-m-and-a>>. Acesso em: 15 abr. 2022.

GOEL, Anand M.; THAKOR, Anjan V. Do envious CEOs cause merger waves?. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 2, p. 487-517, 2010.

GORT, Michael. An economic disturbance theory of mergers. **Quarterly Journal of Economics**, v. 83, n. 4, p. 624-642, 1969.

GORTON, G.; KAHL, M.; ROSEN, R. J. Eat or be eaten: A theory of mergers and firm size. **The Journal of Finance**, Blackwell Publishing Inc, v. 64, n. 3, p. 1291-1344, 2009. ISSN 1540-6261.

GRAEBNER, M. E. et al. The process of postmerger integration: a review and agenda for future research. **Academy of Management Annals**, v. 11, n. 1, p. 1-32, 2017.

GRAEBNER, Melissa E. Momentum and serendipity: How acquired leaders create value in the integration of technology firms. **Strategic management journal**, v. 25, n. 8-9, p. 751-777, 2004.

GREGOR, S; HEVNER, A.R. Positioning and Presenting Design Science Research for Maximum Impact. **MIS Quarterly**, v. 37, n. 2, p. 337-355, 2013.

GUGLER, K. et al. Market optimism and merger waves. **Managerial and Decision Economics**, John Wiley & Sons, Ltd, p. 159-175, 2012. ISSN 1099-1468. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1002/mde.2542>>. Acesso em: 17 jan. 2023.

GUGLER, Klaus; MUELLER, Dennis C.; WEICHSELBAUMER, Michael. The determinants of merger waves: An international perspective. **International Journal of Industrial Organization**, v. 30, n. 1, p. 1-15, 2012.

GULATI, R. Alliances and Networks. **Strategic Management Journal**, v. 19, p. 293-317, 1998.

GULATI, R.; NOHRIA, N.; ZAHEER, A. Strategic Networks, **Strategic Management Journal**, v. 21, p. 203-215, 2000.

GULATI, R.; SINGH, H. The architecture of cooperation: Managing coordination costs and appropriation concerns in strategic alliances. **Administrative Science Quarterly**, v. 43, p. 781-814, 1998.

GÜMÜŞ, S.; APAK, S. Strategies of International growth in enterprises and strategic alliances. **Procedia Social and Behavioral Science**, v. 24, p. 737-744, 2011.

HAERUDDIN, M. I. M. Mergers and Acquisitions: Quo Vadis? **Management**, v. 7, n.2, p. 84-88, 2017.

HAGUETTE, T.M.F. **Metodologias qualitativas na sociologia**. 4. ed. Petrópolis: Vozes, 1995.

HALEBLIAN, Jerayr; FINKELSTEIN, Sydney. The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 1, p. 29-56, 1999.

HAMMER, Benjamin et al. Inorganic growth strategies and the evolution of the private equity business model. **Journal of Corporate Finance**, v. 45, p. 31-63, 2017.

HARFORD, J. What drives merger waves? **Journal of financial economics**, Elsevier, v. 77, n. 3, p.529-560, 2005.

HASPESLAGH, Philippe C.; JEMISON, David B. Acquisitions: Myths and reality. **Sloan Management Review**, v. 28, n. 2, p. 53-58, 1987.

HASPESLAGH, Philippe C.; JEMISON, David B. **Managing acquisitions**: Creating value through corporate renewal. New York: Free Press, 1991.

HASSAN, Ibne; GHOURI, Pervez N.; MAYRHOFER, Ulrike. Merger and acquisition motives and outcome assessment. **Thunderbird International Business Review**, v. 60, n. 4, p. 709-718, 2018.

HAYWARD, Mathew LA. When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990 to 1995. **Strategic management journal**, v. 23, n. 1, p. 21-39, 2002.

HÉBERT, L.; VERY, P.; BEAMISH, P.W. Expatriation as a bridge over troubled water: a knowledge-based perspective applied to cross-border acquisitions. **Organization Studies**, v. 26, p. 1455-1476, 2005.

HEIMERIKS, Koen H.; SCHIJVEN, Mario; GATES, Stephen. Manifestations of higher-order routines: The underlying mechanisms of deliberate learning in the context of postacquisition integration. **Academy of Management Journal**, v. 55, n. 3, p. 703-726, 2012.

HESS, EDWARD D. **The road to organic growth**. How great companies consistently grow marketshare from within. New York: McGraw-Hill, 2007.

HEVNER, A. et al. Design Science in Information Systems Research. **MIS Quarterly**, p.75-105, 2004.

HODES-KROPF, M.; ROBINSON, D. T.; VISWANATHAN, S. Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, v. 77, n. 3, p. 561-603, 2005.

HOLMSTRÖM, Jan; KETOKIVI, Mikko; HAMERI, Ari-Pekka. Bridging practice and theory: A design science approach. **Decision sciences**, v. 40, n. 1, p. 65-87, 2009.

HOWSON, P. **Due Diligence: The Critical Stage in Acquisitions and Mergers**. [s. l.]: Gower Publishing Limited, 2003.

HULBURT, Heather M.; MILES, James A.; WOOLRIDGE, J. Randall. Value creation from equity carve-outs. **Financial Management**, p. 83-100, 2002.

HULL, J. C. **Risk Management and Financial Institutions**. John Wiley & Sons, 2018.

IPEA GOV. **Taxa de Câmbio**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=31924>>. Acesso em: 05 maio 2022.

JANG, Yongseok; LEE, Woojin. Never have a crisis like COVID-19. In: **SHS Web of Conferences**. EDP Sciences, 2022.

JANSSON, Olle; ERICSSON, Victor. **Mergers and Acquisitions-Motives, Success factors, Due diligence & the Integration phase**: A qualitative study conducted on three listed Swedish companies. [s. l.]: [s. n.], 2022.

JARILLO, J. Carlos. The Search for Growth: Mergers and Acquisitions. In: **Strategic Logic**. London: Palgrave Macmillan UK, 2003. p. 177-199.

JEMISON, David B.; SITKIN, Sim B. Acquisitions: The process can be a problem. **Harvard Business Review**, v. 64, n. 2, p. 107-110, 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHNSON, G. et al. **Exploring Strategy: Text and Cases**. [s. l.]: Pearson, 2022.

KASANEN, Eero; LUKKA, Kari; SIITONEN, Arto. The constructive approach in management accounting research. **Journal of management accounting research**, v. 5, 1993.

KHALID, Faizah; AHMAD, Noormala. **What Drives and Crushes Merger and Acquisition? A Review of Merger & Acquisition Exercise of Major Companies in Malaysia**. [s. l.]: [s. n.], 2011.

KHAN, A. A. Merger and Acquisitions (M&As) in the Indian Banking Sector in Post Liberalization Regime. **International Journal of Contemporary Business Studies**, v. 2, n.11, p. 31-45, 2011.

KHAN, Z. et a. Employee emotional resilience during post-merger integration across national boundaries: rewards and the mediating role of fairness norms. **Journal of World Business**, v. 55, n.2, p. 1-11, 2020.

KING, D. R. et al. A meta-analytic integration of acquisition performance prediction. **Journal of Management Studies**, v. 58, n. 5, p. 1198-1236, 2021.

KING, D. R. et al. Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 2, p. 187-200, 2004.

KING, David R.; BAUER, Florian; SCHRIBER, Svante. Mergers and acquisitions: A research overview. 2018.

KLINGENBERG, Cristina Orsolin. **Proposta de um framework para análise dos impactos da Indústria 4.0 na cadeia de valor**. Tese (Doutorado em Engenharia de Produção e Sistemas) –Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Porto Alegre, 2020.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 29, n. 1, p. 42-58, 1994.

KLUYVER, C.A.; PEARCE II, J.A. **Estratégia: uma visão executive**. São Paulo: Prentice Hall, 2007.

KNIGHT, F. H. **Risk, Uncertainty and Profit**. [s. l.]: Houghton Mifflin Company, 1921.

KOLEV, Kalin D. To divest or not to divest: A meta-analysis of the antecedents of corporate divestitures. **British Journal of Management**, v. 27, n. 1, p. 179-196, 2016.

KOTLER, P.; KELLER, K. L. **Marketing Management**. Pearson, 2015.

KPMG. **Relatório Fusões e Aquisições 2021**. 2021. Disponível em: <<https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2022/01/fusoes-aquisicoes-registraram-recorde-terceiro-trimestre-2021.html>>. Acesso em: 05 abr. 2022.

KPMG. **Report 2021**. Disponível em: <<https://home.kpmg/dp/en/home/insights/2021/12/blowout-year-global-ma.html>>. Acesso em: 30 mar. 2022.

KUECHLER, William; VAISHNAVI, Vijay. A framework for theory development in design science research: multiple perspectives. **Journal of the Association for Information systems**, v. 13, n. 6, p. 3, 2012.

LAAMANEN, Tomi; KEIL, Thomas. Performance of serial acquirers: Toward an acquisition program perspective. **Strategic management journal**, v. 29, n. 6, p. 663-672, 2008.

LAMBRECHT, B. M. The timing and terms of mergers motivated by economies of scale. **Journal of Financial Economics**, v. 72, n. 1, p. 41-62, 2004. ISSN 0304-405X.

LARSSON, R.; FINKELSTEIN, S. Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization. **Organization science**, v. 10, n. 1, p. 1-26, 1999.

LEE, Donghun; MADHAVAN, Ravi. Divestiture and firm performance: A meta-analysis. **Journal of Management**, v. 36, n. 6, p. 1345-1371, 2010.

LINDGREN, U.; SPANGBERG, K. Management of the post-acquisition process in diversified MNCs. In: Otterberck, L. (Ed.). **The Management of Headquarters: Subsidiary Relationships in Multinational Corporations**. Aldershot: Gower, 1981.

LUKKA, Kari. The constructive research approach. Case study research in logistics. **Publications of the Turku School of Economics and Business Administration**, Series B, v.1, n. 2003, p. 83-101, 2003.

MACEDO-SOARES, T. ; LYRA da SILVA, Barbara B . Assessing The Strategy of Firms that Compete Globally in Alliances in the Cosmetics Industry: The Case of

L'Oréal in Latin America. **Corporate Ownership & Control (Print)** , v. 9, p. 19-29, 2012.

MACEDO-SOARES, T.D.L. V. A. **Strategic alliances and networks**: conceptual tools for strategic assessments. Readings book of GBATA Conference Rome, 2002. p. 292-305.

MAHOOTIAN, F.; EASTMAN, T.E. Complementary frameworks of scientific inquiry: Hypothetico-deductive, hypothetico-inductive, and observation-inductive. **World Futures: Journal of General Evolution**, v. 65, n. 1, p. 61-75, 2009.

MAKSIMOVIC, Vojislav; PHILLIPS, Gordon. The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?. **The journal of finance**, v. 56, n. 6, p. 2019-2065, 2001.

MANKIWI, N. Gregory. **Principles of Economics**. [s. l.]: Cengage Learning, 2017.

MARCH, S. T.; SMITH, G. F. Design and natural science research on information technology. **Decision Support Systems**, v. 15, n. 4, p. 251-266, 1995.

MARCUS, A. J.; REIS, A. H. S.; MASULIS, R. W. **Capital Budgeting and Investment Analysis**. McGraw-Hill Education, 2018.

MARION FILHO, Pascoal José; VIEIRA, Gisele Magalhães. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração da UFSM**, v. 3, n. 1, p. 109-130, 2010.

MARSHALL, A. **Princípios de economia**. v. 1. São Paulo: Abril Cultural. 1982.

MARTYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave. **European Financial Management**, v.17, n. 2, p. 208-259, 2011.

MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc. A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 10, p. 2148-2177, 2008.

MASON, E.S. Price and production policies of large scale enterprise. **American Economic Review**, v. 29, p. 61-74, 1939.

MATECON, T.; SONG, K.; LUO, H. The Control and Performance of Joint Ventures. **Financial Management** (Wiley-Blackwell), v. 45, v. 2, p. 431-465, 2016. ISSN: 00463892.

MATIAS, A. B; PASIN, R. M. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 36, n. 1, p. 5-13, jan./mar. 2001.

MATSUSHIMA, N. Vertical mergers and product differentiation. **Journal of Industrial Economics**, v. 57, n. 4, p. 812-834, 2009.

MCKINSEY & COMPANY. **How M&A practitioners enable their success**. McKinsey & Company, 2015. Disponível em: <[https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-m-and-a-practitioners-enable-their-success#/>](https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-m-and-a-practitioners-enable-their-success#/). Acesso em: 15 out. 2022.

MCKINSEY & COMPANY. **How one approach to M&A is more likely to create value than all others, 2021**. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-one-approach-to-m-and-a-is-more-likely-to-create-value-than-all-others>> Acesso em: 15 out. 2022.

MCKINSEY & COMPANY. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. McKinsey & Company, 2005.

MEGLIO, Olimpia; RISBERG, Annette. Mergers and acquisitions—Time for a methodological rejuvenation of the field?. **Scandinavian Journal of Management**, v. 26, n. 1, p. 87-95, 2010.

MILL, J. S. **Princípios de economia política**. São Paulo: Nova Cultural. 1983.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Ministério da Economia avalia impacto econômico do coronavírus**. Disponível em: <<https://www.gov.br/pt-br/noticias/financas-impostos-e-gestao-publica/2020/03/ministerio-da-economia-avalia-impacto-economico-do-coronavirus-no-brasil>>. Acesso em: 18 maio 2020b.

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Panorama Macroeconômico: Maio de 2020**. Disponível em: <[http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/panorama-macroeconomico/2020/panmacro\\_spe\\_slides\\_-maio2020.pdf/view](http://www.fazenda.gov.br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/panorama-macroeconomico/2020/panmacro_spe_slides_-maio2020.pdf/view)>. Acesso em: 20 maio 2020.

MISHKIN, Frederic S.; EAKINS, Stanley G. **Financial Markets and Institutions**. 8th ed. Pearson, 2015.

MITCHELL, Mark L.; MULHERIN, J. Harold. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. **Journal of financial economics**, v. 41, n. 2, p. 193-229, 1996.

MORAN, M.. Understanding the regulatory state. **British journal of political science**, v. 32, n. 2, p. 391-413, 2002.

MULHERIN, J. Harold; BOONE, Audra L. Comparing acquisitions and divestitures. **Journal of corporate finance**, v. 6, n. 2, p. 117-139, 2000.

MULLINS, John W. **The Customer-Funded Business: Start, Finance, or Grow Your Company with Your Customers' Cash**. Wiley, 2014a.

MULLINS, John W. **The New Business Road Test: What Entrepreneurs and Investors Should Do Before Launching a Lean Start-up**. 5th ed. Pearson, 2014b.

NGUYEN, N.H.; PHAN, H.V. Policy uncertainty and mergers and acquisitions. **J. Financ. Quant. Anal.**, v. 52, n. 2, p. 613-644, 2017.

ORTIZ-DE-URBINA-CRIADO, M.; GUERRAS-MARTÍN, L.Á.; MONTORO-SÁNCHEZ, Á. The choice of growth method: strategies and resources. **Academia Revista Latinoamericana de Administración**, v. 27, n. 1, p. 30-45, 2014.

OSTERWALDER, Alexander; PIGNEUR, Yves. **Business model generation: a handbook for visionaries, game changers, and challengers**. [s. l.]: John Wiley & Sons, 2010.

PAPADAKIS, V. M.; THANOS, I. C. Measuring the performance of acquisitions: An empirical investigation using multiple criteria. **British Journal of Management**, v. 21, n. 4, p. 859-873, 2010.

PARK, Kathleen Marshall; GOULD, Anthony M. The overlooked influence of personality, idiosyncrasy and eccentricity in corporate mergers and acquisitions: 120 years and six distinct waves. **Journal of Management History**, v. 23, n. 1, p. 7-31, 2017.

PARKER, V.R. **Managing hedge fund risk: strategies and insights from investors, counterparties, hedge funds and regulators**. In: Risk Books, 2nd edition. [s. l.]: [s. n.], 2005.

PARVINEN, P.; TIKKANEN, H. Incentive asymmetries in mergers and acquisitions process. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 5, p. 759-787, 2007.

PENMAN, S. H. **Financial Statement Analysis and Security Valuation**. McGraw-Hill Education, 2013.

PENROSE, Edith Tilton. **A teoria do crescimento da firma**. São Paulo: Unicamp, 2006.

PENROSE, Edith Tilton. **Teoria del crecimiento de la empresa**. Madrid: Aguilar.1962.

PENROSE, Edith Tilton. **The theory of the growth of the firm**. United States: Oxford University. New York, 1959.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD D. L. **Microeconomia**. São Paulo: Prentice Hall, 2005.

PONIACHEK, Harvey A. (Ed.). **Mergers & Acquisitions: A Practitioner's Guide to Successful Deals**. World Scientific, 2019.

POPPER, Karl Raimund. **Logik der Forschung: zur Erkenntnistheorie der moderner Naturwissenschaft**. [s. l.]: Verlag von Julius Springer, 1935.

PORTAL FUSÕES E AQUISIÇÕES. **Fusões e aquisições: 1.901 transações realizadas em 2021..** Disponível em: < <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/fusoes-e-aquisicoes-1-901-transacoes-realizadas-em-2021-crecimento-de-65/>>. Acesso em: 04 maio 2022.

PORTER, M. E. **From competitive advantage to corporate strategy**. [s. l.]: Macmillan Education UK, 1989. p. 234-255.

PURANAM, P.; SINGH, H.; ZOLLO, M. Organizing for innovation: Managing the coordination-autonomy dilemma in technology acquisitions. **Academy of Management Journal**, v. 49, n. 2, p. 263-280, 2006.

PWC. **Operações de M&A no Brasil: 2022**. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2023/operacoes-de-mea-no-brasil-dezembro-2022.html>>. Acesso em: 15 abr. 2022.

PWC. **Tendências globais da indústria de fusões e aquisições: atualização de meados do ano de 2021**. 2021. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-transacoes-deals/2021/tendencias-globais-da-industria-de-fusoes-e-aquisicoes-atualizacao-de-meados-do-ano-de-2021.html>>. Acesso em: 15 abr. 2022.

REDDY, K. S.; NANGIA, V. K.; AGRAWAL, R. The 2007–2008 global financial crisis, and crossborder mergers and acquisitions: A 26-nation exploratory study. **Global Journal of Emerging Market Economies**, v. 6, p. 257-281, 2014.

REFINITIV. Gráficos de Crescimento de M&A. Software. Acesso em: 15 abr. 2022.

RHODES-KROPF, Matthew; VISWANATHAN, Steven. Market valuation and merger waves. **Journal of Finance**, v. 59, n. 6, p. 2685-2718, 2004.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

RINDOVA, V.; FERRIER, W. J.; WILTBANK, R. Value from gestalt: How sequences of competitive actions create advantage for firms in nascent markets. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 13, p. 1474-1497, 2010.

RIVENBURGH, D. E. **Location Strategy and Site Selection Handbook**. CRC Press, 2012.

ROBBINS, S. P.; JUDGE, T. A. **Organizational Behavior**. Pearson, 2017.

ROCHA, Joana Filipa Machado. **Fusões e Aquisições**: Impactos no período de crise. Dissertação (Mestrado em Finanças e Fiscalidade) – Universidade do Porto, 2017.

ROLL, R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. **Journal of Business**, v. 59, p.197-216, 1986.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D.; ROBERTS, G. S. **Fundamentals of Corporate Finance**. McGraw-Hill Education, 2017.

ROTHENBERGER, M.; KEUHLER, B. **Design Science Research in Information Systems**. Advances in Theory and Practice. Berlin/ Heidelberg: Springer, 2021.

ROURKE, J. T. Integração pós-fusão. In: KEY, S. L. **Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições**. Rio de Janeiro: Record, 1992. p. 13-32.

SARFATI, Gilberto; SHWARTZBAUM, Alan. Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, v. 7, n. 4, p. 1-23, 2013.

SAVOVIC, S.; POKRAJCIC, D. Due diligence as a key success factor of mergers and acquisitions. **Актуальні проблеми економіки**, n. 6, p. 424-434, 2013.

SCHILLING, Melissa A. **Strategic Management of Technological Innovation**. McGraw-Hill Education, 2017.

SCHOOLEY, Greg; PHILLIPS, Mike. **Build your M&A muscle**: Why serial acquirers win at value creation. New York: ATKearney, 2015.

SCHULER, R.; JACKSON, S. HR Issues and Activities in Mergers and Acquisition. **European Management Journal**, v.19, n. 3, p. 239-253, 2001.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1962.

SCHWEIZER, L. Organizational integration of acquired biotechnology companies into pharmaceutical companies: The need for a hybrid approach. **Academy of Management Journal**, v. 48, n. 6, p. 1051-1074, 2005.

SHA, Y.; KANG, C.; WANG, Z. Economic policy uncertainty and mergers and acquisitions: Evidence from China. **Economic Modelling**, v. 89, p. 590-600, 2020.

SHAVER, J. M. A paradox of synergy: Contagion and capacity effects in mergers and acquisitions. **Academy of Management Review**, v. 31, n. 4, p. 962-976, 2006.

SHELTON, L. M. Strategic business and corporate acquisition: empirical evidence. **Strategic Management Journal**, v. 9, n. 3, p. 279-287, 1988.

SHERMAN, A. J. **Mergers and Acquisitions from A to Z Fourth Edition**. New York: American Management Association, 2018.

SHERMAN, A. J. **Mergers and Acquisitions from A to Z**. AMACOM, 2010.

SHLEIFER, Andrej; VISHNY, Robert W. Stock market driven acquisitions. **Journal of Financial Economics**, v. 70, n. 3, p. 295-311, 2003.

SINGH, H.; MONTGOMERY, C. A. Corporate acquisitions strategies and economic performance. **Strategic Management Journal**, 1987.

SIROWER, Mark L. **synergy trap**: How companies lose the acquisition game (Asia-pacific edition). Australia: Simon & Schuster, 2000.

SIROWER, Mark L. **The synergy trap**. How companies lose the acquisition game. New York: The Free Press, 1997.

SMITH, A. **A riqueza das nações**. Investigação sobre sua natureza e suas causas (Livro I). São Paulo: Abril Cultural, 1996.

SPOHR, N.; SILVEIRA, F.F.; Estratégia internacional de uma multinacional emergente brasileira: o caso JBS. **Revista de Administração Estratégica (RAE)**, v. 52, n. 3, p. 300-312, jun. 2012.

STACHOWICZ-STANUSCH, A. Culture due diligence based on HP/Compaq merger case study. **Journal of Intercultural Management**, v. 1, p. 64-81, 2009.

STEGER, U. The transformational merger. **Financial Times Mastering Management Review**, London, v. 30, p. 46-50, 1999.

STEIGENBERGER, Norbert. The challenge of integration: A review of the M&A integration literature. **International Journal of Management Reviews**, v. 19, n. 4, p. 408-431, 2017.

STRAUB, Thomas; BORZILLO, Stefano; PROBST, Gilbert. A decision-making framework to analyze important dimensions of M&A performance. In: **Advances in Mergers and Acquisitions**. [s. l.]: Emerald Group Publishing Limited, 2012. p. 199-235.

STRAUSS, Anselm L.; CORBIN, Juliet. **Pesquisa qualitativa: técnicas e procedimentos para o desenvolvimento de teoria fundamentada**. [s. l.]: Artmed, 2008.

TALEB, Nassim Nicholas. Black swans and the domains of statistics. **The american statistician**, v. 61, n. 3, p. 198-200, 2007.

TALEB, Nassim Nicholas. **Incerto 4-Book Bundle: Fooled by Randomness, The Black Swan, The Bed of Procrustes, Antifragile**. Random House, 2016.

TOWN, R. J. Merger waves and the structure of merger and acquisition time-series. **Journal of applied econometrics**, Wiley Online Library, v.7,n.S1,1992.

TREMBLAY, Monica Chiarini; HEVNER, Alan R.; BERNDT, Donald J. Focus groups for artifact refinement and evaluation in design research. **Communications of the association for information systems**, v. 26, n. 1, p. 27, 2010.

TRIANTAFYLLOPOULOS, Y.; MPOURLETIDIS, K. Mergers and acquisitions and economic crisis. a case study approach from a qualitative analysis in greece. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, v. 148, p. 437-445, 2014. ISSN 1877-0428.

TRICHES, D. Fusões, Aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 14-31, 1996.

TRIVIÑOS, Augusto Nivaldo Silva. **Três enfoques na pesquisa em ciências sociais: o positivismo, a fenomenologia e o marxismo**. [s. l.]: [s. n.],1987.

TTR. Brazil – Annual Report 2022. 2022. Disponível em: <<https://www.ttrdata.com/en/publications/market-reports/monthly-report-brazil/Brazil-Annual-Report-2022/2136/>>. Acesso em: 16 jul. 2022.

TTR. **Brazil** – Anual Report 2021. 2021. Disponível em: <<https://www.ttrdata.com/en/publications/market-reports/monthly-report-brazil/Brazil-Annual-Report-2021/2071/>>. Acesso em: 15 abr. 2022.

VAN AKEN, J.E.; ROMME, G. Reinventing the future: adding design science to therepertoire of organization and management studies. **Organization Management Journal**, New York, v.6, n.1, p.5-12, Spring 2009.

VAN AKEN, Joan E. Management research based on the paradigm of the design sciences: the quest for field-tested and grounded technological rules. **Journal of Management Studies**, v. 41, n. 2, p. 219-246, 2004.

VENABLE, John; PRIES-HEJE, Jan; BASKERVILLE, Richard. A comprehensive framework for evaluation in design science research. In: **International conference on design science research in information systems**. Springer, Berlin, Heidelberg, 2012. p. 423-438.

VIEIRA, L. B. et al. Reflexo das operações de Fusões e Aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Gestão**, v. 24, n. 3, p. 235-246, 2017.

VILLALONGA, Belen; MCGAHAN, Anita M. The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. **Strategic management journal**, v. 26, n. 13, p. 1183-1208, 2005.

VOLBERDA, H. W. et al. Contingency fit, institutional fit, and firm performance: A metafit approach to organization–environment relationships. **Organization Science**, v. 23, n. 4, p. 1040-1054, 2012.

VOORDIJK, Hans. Construction management and economics: the epistemology of a multidisciplinary design science. **Construction Management and Economics**, v. 27, n. 8, p. 713-720, 2009.

WANGERIN, D. M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. **Contemporary Accounting Research**, v. 36, n. 4, p. 2344-2378, 2019.

WEBER, M.; ZU KNYPHAUSEN-AUFSEß, D.; SCHWEIZER, L. Improving the M&A decision-making process: Learning from serial acquirers. **Schmalenbach Business Review**, v. 71, p. 295-342, 2019.

WEBER, Y.; TARBA, S. Y. Human resource practices and performance of mergers and acquisitions in Israel. **Human Resource Management Review**, v. 20, n. 3, p. 203-211, 2010.

WEIBLEN, Tobias; CHESBROUGH, Henry W. Engaging with startups to enhance corporate innovation. **California management review**, v. 57, n. 2, p. 66-90, 2015.

WELCH, X. et al. The pre-deal phase of mergers and acquisitions: A review and research agenda. **Journal of Management**, v. 46, n. 6, p. 843-878, 2020.

WILLIAMSON, O. L. **Mercados y jerarquías**: su análisis y sus implicaciones antitrust. México: Fondo de Cultura Económica. 1991.

WIND, Tim R. et al. The COVID-19 pandemic: The 'black swan' for mental health care and a turning point for e-health. **Internet interventions**, v. 20, 2020.

WISE, T. D. Objective setting for acquisition activity. **Managerial Planning**, p. 44-46, 1984.

WOOD JR., T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. **Fusões e Aquisições no Brasil**. ERA Executivo, São Paulo, v. 2, n. 4, p. 41-45, jan. 2004.

YAROVAYA, L.; MATKOVSKY, R.; JALAN, A. The COVID-19 black swan crisis: Reaction and recovery of various financial markets. **Research in International Business and Finance**, 2021.

YIN, R. K. **Case study research: design and methods**. 3. ed. Thousand Oaks, California, USA: Sage Publications, 2003.

ZILBER, M. A; PIEKNY. E. E. Estratégia de fusões e aquisições: eficácia na expansão das plataformas de produtos em empresas de autopeças. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**, v. 9, n. 3, p. 169-191, 2005.

## APÊNDICE A - PROTOCOLO DE ENTREVISTAS COM ESPECIALISTAS E ACADÊMICOS

### I. Introdução:

- Agradecer pela participação
- Permissão para gravar
- Visão geral do projeto e aceite de mencionar na pesquisa

*Você está sendo convidado (a) participar de uma pesquisa sobre fusões e aquisições, cujo objetivo geral é analisar fatores que motivam ou potencializam a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico dentro das empresas brasileiras. O meu objetivo é de construir um framework que apresente motivadores da tomada de decisão para crescimento inorgânico, conforme método que já foi lhe apresentado anteriormente.*

*Esta pesquisa faz parte do meu projeto de dissertação para obtenção do título de Mestre em Gestão e Negócios, pela UNISINOS e pela Université de Poitiers.*

*Neste momento, sua participação se dará através de uma entrevista semiestruturada acerca de um estudo de caso, que ajudará no desenvolvimento de novos conhecimentos sobre o tema, e que poderão, eventualmente, beneficiar você e outras pessoas no futuro. O objetivo é de construirmos um diálogo aberto sobre o assunto. Os registros, gravados e transcritos, serão tratados confidencialmente, e utilizados somente para fins desta pesquisa. A sua participação é voluntária e, a qualquer momento, se você sentir qualquer desconforto ou constrangimento, poderá desistir de participar e retirar seu consentimento.*

*Caso você tenha dúvidas, queira maiores informações sobre este estudo e tenha interesse em receber uma devolução global dos resultados da pesquisa, poderá entrar em contato comigo.*

*Você está de acordo em participar?*

## I. Questões sobre o ocorrido:

**Pergunta 1)** No período de 2020 e 2021, tivemos um crescimento muito grande no número de fusões e aquisições e no valor delas igualmente (não na mesma proporção mas existente).

**Ao que você entende estar atrelado este aumento no número de transações?**

**Pergunta 2)** Usando os conceitos de crise abaixo, você diria que a pandemia do Covid-19, que aconteceu no período 2020 e 2021, foi uma crise que teve relação com o aumento do número de transações de M&A no Brasil?

*É um período em um ciclo econômico em que uma economia enfrenta dificuldades por um longo tempo. [Learn more in: Critical Analysis of the Evolving Process of Neoliberal Global Capitalism](#)*

*Acontecimentos econômicos chocantes que ocorrem repentinamente e afetam negativamente tanto o estado quanto as empresas. [Learn more in: History of Turkey's Economic Crises: The Evolution of the Economic](#)*

*Crise econômica é uma situação em que a economia tem uma desaceleração das atividades econômicas devido a crise financeira/bancária, inflação, queda de moeda ou dívida soberana. [Learn more in: Economic Crisis and Its Effects on International Trade: A Case of Selected EU and Non-EU Countries](#)*

*Crise econômica pode ser definida como um período de dificuldade, consternação ou emergência na vida de um país, sociedade ou corporação, ou nas relações de vários países. Em outras palavras, uma crise econômica é um conjunto imprevisto de desenvolvimentos que geram resultados que afetariam os estados no nível macro e as empresas no nível micro. De acordo com outra definição, crise econômica poderia ser expressa como uma situação que se desenvolve inesperadamente na operação do sistema financeiro ou de seus subcomponentes e afeta a operação do sistema de maneira significativamente negativa. [Learn more in: KLR Approach as an Early Warning Indicator of Turkish Currency and Banking Crisis in 2000 and 2001](#)*

*Catástrofe financeira, incluindo inflação, altas taxas de juros, indisponibilidade de recursos financeiros ou situação financeira instável. [Learn more in: Resilient Entrepreneurial Strategies Adopted by Zimbabwean Small and Medium Enterprises During Economic Crisis](#)*

**Pergunta 3)** Os autores MARK MITCHELL e HAROLD MULHERIN afirmaram em 1996 que o crescimento relevante de fusões e aquisições pode estar atrelado a um “CHOQUE”, esperado ou não esperado, que altera ou afeta a estrutura dos setores industriais (incluindo o número e o tamanho das firmas, a competitividade, a demanda por tecnologia, políticas governamentais,

condições de fornecimento de matéria-prima, etc). Você vê o período de 2020 a 2021 como um período em que houve um choque em setores industriais brasileiros, motivados ou não pela pandemia do Covid-19?

**Pergunta 4)** Olhando especificamente para os setores da SAÚDE, TECNOLOGIA E EDUCAÇÃO, quais você acha que foram os principais motivadores para a realização de M&A em cada um destes setores? Houveram ‘choques’ nestes setores?

## II. Questões sobre o processo decisório:

**Pergunta 5)** De acordo com sua experiência, como ocorre o processo de tomada de decisão para efetivação de um M&A, olhando pelo lado do COMPRADOR?

**Pergunta 6)** Quem são as pessoas envolvidas na tomada de decisão (analisando empresas de capital aberto)?

**Pergunta 7)** Quais fatores EXTERNOS a empresa podem beneficiar a tomada de decisão?

**Pergunta 8)** Quais os fatores INTERNOS a empresa podem beneficiar a tomada de decisão?

## III. Questões sobre o *framework*:

- Pensando que uma empresa possui uma estratégia de crescimento inorgânica definida, o que você pensa sobre dizer que a tomada de decisão para efetuar esta estratégia está condicionada às seguintes dimensões:
  1. Fatores internos
  2. Fatores externos
  3. Jogo estratégico do mercado que está situada
  4. Preço justo do *target*

Você adicionaria alguma dimensão?

- Quais os elementos de análise que você adicionaria compondo cada dimensão?

- Considerando a discussão anterior sobre o CHOQUE em setores que alteram a configuração dos setores e sua competitividade, em qual dimensão você acredita que o CHOQUE estaria ligado?

**IV. Mostrar a versão F1 do *framework* e perguntar o que veria de forma diferente.**

**Pergunta 9)** Pergunta final: Dentro deste frame, poderíamos interpretar tanto Aquisições, Fusões, Joint Ventures, SPACs, Divestitures, PE e e Corporate Venture Capital?

## APÊNDICE B – INSTRUÇÕES PRÉVIAS AO ESTUDO DE CASO

### PESQUISA SOBRE O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO EM OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

PESQUISADORA: BIANCA TRENTIN

#### Instruções para estudo de caso:

Se possível, pede-se que o entrevistado traga para a entrevista semiestruturada de estudo de caso:

- Informações sobre 1 ou 2 transações de M&A executadas dentro da organização no período 2020 – 2021, estando a companhia analisada no *buy side*.
- Caso 2 transações de M&A sejam trazidas para a pauta, sugere-se que a estratégia entre elas tenha sido diferente – exemplo: uma tinha como estratégia corporativa a consolidação do mercado já atuante, e outra tinha como estratégia corporativa levar a companhia para novos mercados através da diversificação de produtos/serviços.
- Acerca de cada transação, buscar trazer:
  - *Qual a estratégia da companhia naquele momento?*
  - *Quais os principais motivadores para a escolha do crescimento inorgânico naquele momento? O crescimento inorgânico já fazia parte da estratégia da empresa anteriormente?*
  - *O que estava acontecendo dentro do setor da empresa compradora e no setor da empresa vendedora naquele momento?*
    - *O que estava acontecendo no ambiente político, jurídico legal e socioeconômico naquele momento e para estes setores? Quais fatores relacionados a estes ambientes tiveram influência na tomada de decisão da organização para a realização do M&A?*
  - *Como a empresa compradora analisada estava organizada internamente (características financeiras e operacionais) para realizar o deal? O que foi analisado internamente para tomar a decisão?*
  - *Quais os fatores analisados no target que motivaram a tomada de decisão para a compra?*
  - *Houve algum fator não analisado durante o deal que após a compra, foi percebido que deveria ter sido analisado?*
    - *Quem foram as pessoas envolvidas na tomada de decisão?*

Caso não seja possível, devido a confidencialidade da empresa analisada, citar o nome da empresa que estava no *sell side* no *deal*, será tratado na entrevista e na pesquisa como “Empresa X”. Neste caso, se possível, pede-se que apenas se

compartilhe a aproximação do valor da transação para fins de categorização na pesquisa.

## APÊNDICE C - PROTOCOLO DE ENTREVISTAS DE ESTUDO DE CASO

### V. Introdução:

- Agradecer pela participação
- Permissão para gravar
- Visão geral do projeto e aceite de mencionar na pesquisa

*Você está sendo convidado (a) participar de uma pesquisa sobre fusões e aquisições, cujo objetivo geral é analisar fatores que motivam ou potencializam a tomada de decisão pelo crescimento inorgânico dentro das empresas brasileiras. O meu objetivo é de construir um framework que apresente motivadores da tomada de decisão para crescimento inorgânico, conforme método que já foi lhe apresentado anteriormente.*

*Esta pesquisa faz parte do meu projeto de dissertação para obtenção do título de Mestre em Gestão e Negócios, pela UNISINOS e pela Université de Poitiers.*

*Neste momento, sua participação se dará através de uma entrevista semiestruturada acerca de um estudo de caso, que ajudará no desenvolvimento de novos conhecimentos sobre o tema, e que poderão, eventualmente, beneficiar você e outras pessoas no futuro. O objetivo é de construirmos um diálogo aberto sobre o assunto. Os registros, gravados e transcritos, serão tratados confidencialmente, e utilizados somente para fins desta pesquisa. A sua participação é voluntária e, a qualquer momento, se você sentir qualquer desconforto ou constrangimento, poderá desistir de participar e retirar seu consentimento.*

*Caso você tenha dúvidas, queira maiores informações sobre este estudo e tenha interesse em receber uma devolução global dos resultados da pesquisa, poderá entrar em contato comigo.*

*Você está de acordo em participar?*

### VI. Questões sobre a empresa analisada e profissional representante:

- Setor da empresa compradora
- Tamanho da empresa – número de funcionários, faturamento anual médio
- Já possuía como estratégia o crescimento inorgânico? Número de

delas realizado nos últimos anos (há algum lugar que eu consiga as informações exatas?)

- Quantos anos o profissional esta/esteve na empresa e quantos *deals* acompanhou

**VII. Questões sobre o deal:**

- Empresa vendedora
- Setor empresa vendedora
- Tamanho do deal (R\$)
- Tipo de transação: consolidação/crescimento, busca de novos mercados, busca de tecnologia, busca de novos produtos

**VIII. Estratégia**

- Qual a estratégia da empresa compradora quando decidiu pelo crescimento inorgânico?

- A empresa já executada M&A programaticamente?

- Na época, o crescimento inorgânico concorreu com a opção de outras formas de crescimento?

- Em que momento o *target* foi identificado? Antes ou depois de definir a estratégia?

**IX. Pergunta genérica processo de decisão:**

- Após a identificação do *target*, o que foi analisado?

**X. Dimensão externa**

- Os fatores externos foram levados em consideração? Quais?

**XI. Dimensão interna**

- Os fatores internos foram levados em consideração? Quais?

**XII. Dimensão do jogo estratégico**

- Como e quando os setores das empresas vendedora e compradora foram analisados?

- Quais as características do setor naquele momento?

- Como o setor influenciou a tomada de decisão?

**XIII. Dimensão do *target***

- Quais os fatores em relação ao *target* foram analisados e potencializaram a tomada de decisão para a compra?

- Durante o processo de tomada de decisão, a estratégia inicial mudou ou foi reaccessada?

**XIV. Mostrar a versão F2 do *framework* e perguntar o que foi realizado de forma diferente no *deal* analisado.**