



Octubre 2017 - ISSN: 1988-7833

## **PROGRAMAS DE FUSÕES & AQUISIÇÕES (F&As): ANÁLISE DOS FATORES CRÍTICOS NO GERENCIAMENTO DA INTEGRAÇÃO**

**Sílvio Parodi Oliveira Camilo**

PPGDS-UNESC

e-mail: parodi@unesc.net

**Vanessa Barletta Ughini**

PRPPG-PUCRS

e-mail: v.barletta@hotmail.com

Para citar este artículo puede utilizar el siguiente formato:

Sílvio Parodi Oliveira Camilo y Vanessa Barletta Ughini, (2017): "Programas de fusões & aquisições (F&As): análise dos fatores críticos no gerenciamento da integração", Revista Contribuciones a las Ciencias Sociales, (octubre-diciembre 2017). En línea: <http://www.eumed.net/rev/ccss/2017/04/programas-fusoes-aquisicoes.html>

### **Resumo**

Mudanças no cenário econômico mundial refletem desobstrução de barreiras à internacionalização das empresas, intensificando o fluxo de transações societárias. De fato, há um novo cenário empresarial, com relevantes e constantes transformações. Neste contexto, uma maneira de empreender crescimento, sustentabilidade e perpetuidade das organizações, em ambiente competitivo, é o emprego de mecanismos societários, como por exemplo estratégia por meio de Fusões & Aquisições (F&As). O objetivo deste estudo é destacar fatores críticos na gestão de programas de F&As em suas fases de planejamento e execução da integração. Das análises, infere-se que o desafio às empresas que passam por este processo ocorre na fase de integração, pois ao envolver capital humano, gestão do intangível, encontro de diferentes culturas e a busca pela preservação de competências geradoras de valor, torna-se a mais determinante para o resultado da operação.

**Palavras-chave:** Operações Societárias; Fusões & Aquisições; Implicações nas F&As.

### **MERGERS & ACQUISITIONS PROGRAMS (M&As): ANALYSIS OF CRITICAL FACTORS IN THE INTEGRATION OF MANAGEMENT**

#### **Abstract**

Changes in the global economy reflect unblocking barriers to internationalization of enterprises, increasing the flow of corporate transactions. In fact, there is a new business scenario, with relevant and constant changes. In this context, a means to undertake growth, sustainability and perpetuity of organizations in a highly competitive environment, it is the job of corporate mechanisms, such as strategy through Mergers and Acquisitions (M&As). The objective of this study is to highlight critical

factors in the management of F & A programs in their integration planning and execution phases. From the analyzes, it appears that the challenge to companies that undergo this process occurs in the integration phase, because the involved human capital, intangible management, meeting of different cultures and the search for the preservation of generating skills of value, it is more crucial to the operation result.

**Keywords:** Corporate Operations; Mergers & Acquisitions; M&As implications.

## 1 INTRODUÇÃO

O campo de estudo de Fusões & Aquisições (F&As) se mostra crescente em pesquisas acadêmicas, justamente por que essas operações têm se mantido frequentes e numerosas (King & Schriber, 2016; Hoffmann, Vieira & De Menezes, 2017), dada a necessidade de adaptação das firmas a mudanças no ambiente institucional, desencadeando novos comportamentos no cenário de disputas (Insead & Zhang, 2017).

Considerando o processo de F&A como movimento competitivo, por meio da associação com outras empresas, que busca criar e reter recursos valiosos de sustentação, a literatura aponta várias razões que impulsionam a adoção desta estratégia (Rosseti, 2001; Araújo, Goldner, Brandão & Oliveira, 2007; Seligmann-Feitosa, Bido & Kimura, 2013). Por se constituir por meio de um projeto com um conjunto de etapas, como *due diligence*, negociação e integração, sua implementação pode apresentar fatores críticos com resultados inesperados (King & Schreiber, 2016).

Há vários fatores problemáticos nos processos dos projetos de F&As, tais como: avaliação incorreta do negócio; expectativas de mercado não atendidas; e questões culturais conflitantes (Barros, Souza, & Steuer, 2003; Nunes & Vieira, 2008). Dentre as etapas das F&As a integração de sistemas e equipes tem se mostrado uma fase crítica (Kjaer, 2014).

Diante da importância desse tema, este estudo tem por objetivo destacar fatores críticos na gestão de programas de F&As em suas fases de planejamento e execução da integração. Sendo assim, esta investigação possui a seguinte questão norteadora: Quais os fatores determinantes mais sensíveis nos processos de F&As para gerar benefícios e mitigar riscos na integração?

O presente trabalho se une à corrente de autores que exploraram implicações – positivas e negativas – dos processos de F&As. Pesquisas têm revelado significativo incremento dessas práticas societárias no Brasil e no resto do mundo. De acordo com o último relatório trimestral da *KPMG Corporate Finance*, já se tem o registro de 4.706 operações deste tipo no Brasil, incluindo diversos setores da economia como tecnologia da informação, energia, bancário, alimentos & bebidas. O ano de 2014 registrou o maior número de fusões e aquisições da história, com 818 operações consolidadas, registrando o melhor resultado histórico em termos quantitativo.

Em termos metodológicos, no desenvolvimento deste ensaio se empregou a análise documental examinando os relatórios das empresas de auditorias *Price Waterhouse Coopers* e *KPMG Corporate & Finance*, nos anos 2014, 2015 e 2016. Bardin (2009, p.45) define este

procedimento “como um conjunto de operações visando representar o conteúdo de um documento sob uma forma diferente da original, a fim de facilitar num estado ulterior, a sua consulta e referência”. No processo de análise se buscou identificar os fatores relevantes, sejam positivos e/ou negativos, mais bem relacionados as operações de F&As, capturando os impactos e implicações geradas no ambiente das organizações

Em um primeiro momento são apresentados alguns dados preliminares, como o conceito de cada modalidade e registros históricos da evolução do processo de F&A, com ilustrações de empresas que adotaram a estratégia como forma de maximizar valor. São apontadas as principais razões para a adoção de uma estratégia de F&A e, na sequência, são identificados pontos relevantes que as caracterizam.

## **2 FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&As)**

Na seção a seguir, serão apresentados os conceitos de Fusão e de Aquisição, as principais razões que motivam as empresas a adotar esta estratégia, o histórico de movimentações ocorridas nos últimos tempos e algumas curiosidades dos últimos 3 anos.

### **2.1 CONCEITUAÇÃO**

As operações de F&A abrangem junções de empresas sob 3 formas negociais: Fusões, Absorções e Aquisições (Seligmann-Feitosa, Bido & Kimura, 2013. Na fusão duas ou mais empresas se unem para formar uma nova identidade. Como exemplo, pode-se citar a formação da AMBEV, com a fusão das cervejarias Brahma e Antarctica e também a fusão das empresas Perdigão e Sadia, resultando na BRF Brasil Foods S/A.

Nas absorções a empresa alvo é comprada e a seguir desaparece, passando a integrar a firma adquirente. Por exemplo: a Peugeot na França absorveu a Talbot e no Brasil o Banco Itaú absorveu o Banco Frances e Brasileiro. Nas aquisições, por sua vez, uma empresa é comprada por outra e se torna sua filial, conservando a existência e identidade próprias e distintas da adquirente. A compra da Citroen pela Peugeot na França é um exemplo desta modalidade.

Em relação ao tipo de estratégia pretendida, temos a F&A Horizontal, Vertical, Conglomerado e Congênere, como podemos ver no descritivo abaixo (Camargos, 2008):

Quadro 1: Tipos de F&As

<b>CLASSIFICAÇÃO</b>	<b>DEFINIÇÃO</b>
<b>HORIZONTAL</b>	União entre firmas atuantes no mesmo ramo de atividade, geralmente concorrentes
<b>VERTICAL</b>	Quando resulta da união entre firmas que fazem parte da mesma cadeia produtiva, podendo ser para cima (montante), em direção aos fornecedores; ou para baixo (jusante), em direção aos distribuidores
<b>CONGLOMERADO</b>	Quando envolve firmas em ramos de atividade não relacionados, cujo principal objetivo é a diversificação de investimentos, visando reduzir riscos e aproveitar oportunidades de investimento
<b>CONGÊNERE</b>	Envolve firmas da mesma indústria, mas não atuam na mesma linha de negócios, não são nem fornecedor nem cliente

Fonte: Camargos (2008).

## 2.2 MOTIVAÇÕES DOS PROGRAMAS DE F&As

Há varias razões que levam as empresas a adotarem a estratégia dos programas de F&As. Segundo Rosseti (2001), o intuito das empresas é a busca de *market share*, transferência de conhecimento, maior amplitude geográfica de atuação, redução da concorrência, aumento da competitividade e redução de escala, ausência de oportunidades internas de crescimento, ampliação da linha de produtos e até mesmo o aporte de tecnologia. De Araújo *et. al.* (2007) mencionam como razão desta operação receber aporte de investidores-anjo (*Angel Capital*), fundo de investimentos em participações (FIP) e também estar apto a adquirir participação ou controle de outros grupos ou empresas (*Buy Out*). Eliminar a administração ineficiente, buscar recursos complementares e ter ganhos fiscais também estão entre as razões de incentivo de um processo de F&A. Assim pode-se dizer que a F&A é motivada muito mais por questões estratégicas e de criação de barreira de entrada a novos concorrentes do que por ganhos financeiros rápidos.

Existem duas razões básicas para uma empresa dar início a uma operação de F&A: a motivação econômica da busca de um melhor desempenho (que possui duas vertentes: os ganhos de sinergia e o aumento da escala operacional) e as motivações pessoais dos dirigentes (Cohen, 2000; Bancel & Duval, 2008; Seligmann-Feitosa, Bido & Kimura, 2013). Ganhos de sinergia são citados como a principal razão em 78% das operações, onde as empresas buscam a criação de valor a partir da junção de suas empresas. Em relação ao aumento da escala operacional o intuito é atingir rapidamente o vigor operacional não mais possível por meio das vias de crescimento interno. Em relação às motivações pessoais, os mesmos autores apontam quatro razões para a adoção desta estratégia: a percepção de que a realização deste negócio faz parte natural da missão de um dirigente dinâmico, a valorização das ações da empresa na bolsa de valores e a consequente

valorização pessoal como dirigente, os objetivos narcisistas, refletidos na vontade de deixar sua marca pessoal na organização e o desejo de ampliar seu “império” na busca de status.

Independente da modalidade adotada, podemos perceber que uma infinidade de razões incentiva as empresas à adoção de uma estratégia de F&A, mas o objetivo principal de todas elas é maximizar o valor da companhia. Bortoluzzo (2014) aponta que não há consenso na literatura de que as F&As gerem valor para os acionistas seja por estratégias de crescimento e/ou internacionalização. No entanto Lamb, Becker e Nunes (2017), em investigação sobre F&As em empresas de tecnologia, infere que a motivação mais relevante nesse setor é a possibilidade de crescimento de mercado.

### **2.3 SÍNTESE DA EVOLUÇÃO HISTÓRICA DAS F&AS NO BRASIL**

O relatório da PWC (2016) demonstra o número de operações de F&As no país a partir de 2002. Nota-se que o período mais intenso se dá nos anos de 2010 em diante.

O ano de 2014, marcado pela Copa Do Mundo, influenciou demasiadamente o mercado de Fusões & Aquisições, fazendo alguns setores da economia se movimentar mais. Especialmente nos segmentos de Hotéis e Restaurantes, houve um incremento das operações concretizadas na ordem de 167% em relação ao ano anterior. Esta movimentação, no entanto, foi doméstica, envolvendo apenas capital nacional, evidenciando a busca por consolidação de mercado e atuação em diferentes praças.

No ano de 2015, o número de empresas brasileiras comprando estrangeiras (chamadas transações CB2) chegou perto do recorde, o que revela que as empresas nacionais bem estruturadas encontraram na internacionalização uma forma de manter bons resultados, visto o desaquecimento do mercado doméstico. O número de transações domésticas, por sua vez, recuou significativamente, gerando o resultado mais baixo dos últimos 5 anos.

De acordo com o último relatório trimestral da KPMG *Corporate Finance*, publicado em Maio/2016 por Luis Augusto Motta, o primeiro trimestre de 2016, apesar de todas as incertezas que acometeram a economia brasileira, registrou recorde no número de Fusões e Aquisições: houve um crescimento de 10,5% em relação ao mesmo período do ano passado.

Os setores que tiveram o maior número de negociações concretizadas foram Tecnologia da Informação, Serviços para Empresas, Alimentos, Bebidas e Tabaco, Empresas de Internet e Instituições Financeiras. As operações domésticas (transações entre empresas de capital brasileiro) cresceram 36,5% em comparação ao ano anterior, passando de 63 para 86 transações, o que indica que as empresas brasileiras aumentaram seu apetite por aquisições de negócios estabelecidos no Brasil, retomando seus planos de longo prazo na tentativa de efetuar aquisições a preços menores. Considerando o desempenho das regiões do País, observa-se que a região Sudeste foi a que mais liderou transações em 2016, representando 62% das operações totais do território brasileiro. Na sequência, SP com 51% sobre o total das operações e por último o SUL, com 15%.

Outro aspecto importante a ser destacado é em relação à participação estrangeira no País. Até fev/16, os investidores estrangeiros mantiveram o ritmo observado em 2015, com participação de 56% no total das operações anunciadas.

Em síntese, passa-se a apresentar os procedimentos metodológicos da pesquisa.

## 2.4 ANÁLISE DOS FATORES DE ÊXITO

Segundo Lizuka (2012), um processo de F&A consiste em inúmeras etapas *ex-ante* e *ex-post* que devem ser minuciosamente gerenciadas para garantir o êxito desta estratégia. Basicamente a etapa *ex-ante* é composta de quatro fases bem distintas:

1. Acordo de Sigilo e Confidencialidade ou *Non Disclosure Agreement* (NDA);
2. Carta de Intenções ou *Memorandum of Understanding* (MoU);
3. Auditoria ou *Due Diligence*;
4. Negócio Fechado ou *Deal*.

O Autor, ainda, alerta para a manutenção do sigilo inerente a cada uma das etapas e sua revelação deve ser realizada no momento adequado. Um instrumento muito importante que estabelece certo grau de confiança mútua é a assinatura do Acordo de Sigilo e Confidencialidade ou *Non Disclosure Agreement* (NDA). Uma vez formalizado o acordo muitas das informações estratégicas e privilegiadas começam a se revelar. Com isso, novas regras são postas às partes interessadas, compreendendo âmbitos societários como: *tagalong*, *dragalong*, cláusulas de *putandcall*, *escrowaccount*, remuneração da administração, conflito de interesses, *Non Compete* (NCC), definição de *Stock Options* e de *Key Performance Indicators* (KPI).

Fechado o *Deal*, iniciamos a etapa “*Ex Post*” com seus inúmeros desafios a serem focados com a máxima atenção para reduzir o risco da suscetibilidade a erros da operação. Há um acervo de ações no sentido de se obter um processo bem-sucedido. Na grande parte das negociações, o foco é financeiro, com os responsáveis preocupados com as sinergias (de custo e comerciais), investimentos e lucros envolvidos. Porém, transações que demandam integração de negócios não são simples operações matemáticas, pois envolvem muito mais que questões financeiras. São processos complexos que exigem um tempo razoável de negociação para que todas as partes envolvidas possam ter consciência de que tal empreendimento não traga riscos iminentes, mas principalmente oportunidades para a nova organização (Serra, 2004).

Não há um modelo universal para que uma aliança seja bem-sucedida. Inúmeros fatores atuarão para que os processos funcionem de maneira não prevista nos planos e cenários elaborados. Cabe aos portadores do chamado capital intelectual manejar as imprevisibilidades, lidar com o inesperado e fazer surgir uma nova organização em que o todo seja maior que a soma das partes (Cardoso, 2004).

Segundo Lorange (1996), a criação de uma aliança estratégica de sucesso é fundamentalmente definida durante o seu processo de discussões, negociações e formação. É nessa fase que as dimensões analíticas e políticas devem ser discutidas com clareza, e que a base de confiança e harmonia comportamental é estabelecida. Trata-se de um casamento entre organizações em que, se o namoro e o noivado não forem alicerçados em bases de mútua confiança e em torno de propósitos claros e comuns, poderá acabar em um divórcio prematuro ou apenas gerar uma atrofiada organização (Serra, 2004).

Cohen (2003) reforça que estar inserido em um processo de F&A significa aprender a se comportar numa cultura nova e diferente e isto é um processo de longo prazo, de entendimento e amadurecimento. Começa pela conscientização das diferenças culturais, significa conhecer outras perspectivas de vida, outras formas de pensar e de agir, e uma apreciação de diferentes crenças e valores (Homburg & Buceirius, 2006). Se a cultura prevalecente, emergida e construída do encontro de duas ou mais empresas em determinados empreendimentos comuns for administrada explicitamente, com a obediência de um código de ética e de princípios claramente definidos, as empresas parceiras podem esperar melhoramentos significativos dos empregados, tanto no moral como no desempenho, o que produzirá uma energia social responsável por mover a empresa para a ação produtiva e seu renascimento.

Ribeiro (2012), apresentando seu tema focado na importância da cultura organizacional em um processo de F&A, cita que a fórmula de empresas que obtiveram sucesso em alianças estratégicas está sempre calcada em: (i) Os benefícios potenciais da parceria são grandes para ambas as partes; (ii) Os parceiros têm um mesmo conjunto de valores; (iii) e Os profissionais-chave dos dois (ou mais) lados estão comprometidos com o sucesso da aliança.

Observa-se que o sucesso das operações também está ligado às habilidades de gestão e adequada alocação de investimentos, como mostra o quadro 1 abaixo relacionando Atributos x Resultados (Toledo, 2012):

Quadro 2: Atributos x Resultados

<b>ATRIBUTO</b>	<b>RESULTADO</b>
A Empresa adquirida tem ativos ou recursos que complementam o negócio principal da Empresa Compradora;	Alta probabilidade de sinergia e vantagem competitiva ao se manter os pontos fortes;
A Aquisição é amigável	Integração mais ágil e eficaz e, provavelmente, ágios mais baixos;
A Empresa compradora conduz <i>Due Dilligence</i> eficaz para escolher a empresa alvo e avalia a saúde dela;	Empresas com as complementariedades mais fortes são adquiridas e o pagamento excessivo é evitado;
A empresa comprada tem folga financeira;	Financiamento é mais fácil de ser obtido;
A empresa incorporada por meio de fusão mantém posição de dívida moderada ou baixa;	Custo mais baixo de financiamento, risco mais baixo;
A empresa compradora tem ênfase constante e permanente em P&D e inovação;	Mantém vantagem competitiva de longo prazo nos mercados;
A empresa compradora administra bem as mudanças, é flexível e adaptável;	Integração mais rápida e eficaz, facilitando a obtenção de sinergia;

Fonte: TOLEDO (2012).

Estudo publicado pela PRICE (2014) reforça que procurar descobrir as características culturais e humanas da empresa na fase de *Due* é tão importante quanto fazer uma análise financeira e saber se existe adequação estratégica. Realizar uma auditoria sobre o capital humano de forma a ter certeza de que a companhia-alvo tem o talento para executar a estratégia da aquisição. Além disso, identificar os indivíduos que são decisivos para a sustentação de valor e avaliar qualquer fraqueza potencial no quadro administrativo, são questões decisivas para o êxito da aquisição no longo prazo. Outro ponto fundamental é avaliação da adaptação cultural entre as duas organizações. Identificar as diferenças culturais no início da formação da parceria, analisando o impacto financeiro potencial de

problemas relacionados a estas diferenças culturais dentro da parceria e utilizar as diferenças culturais como fator gerador de valor são estratégias que devem ser seguidas para obter êxito na negociação.

O item “Avaliar Recursos” engloba a análise detalhada de tudo que existe na empresa, tangível e intangível, para saber quem é quem, o que deve ser mantido, o que racionalizar, quais pontos precisam de investimento. Reforçando o exposto, Copeland, Koller e Murrin (1994) ressaltam a importância no relacionamento com os empregados da firma incorporada, para que não se estabeleça um clima de vencedores e perdedores. Convém que sejam enfatizados os pontos fortes e fracos de cada empresa e que a operação conjunta torne as empresas mais fortes, proporcionando melhores oportunidades para todos. Se necessário, uma assessoria pode ajudar a maximizar as sinergias e aumentar o valor gerado, tornando o processo o mais suave possível para todos os envolvidos.

Quando medidas difíceis têm que ser implementadas, como demissão de empregados, deve-se adotar atitudes de respeito e dignidade para com os mesmos, pois assim os funcionários remanescentes sentem mais confiança na administração, trabalham mais motivados e comprometidos. No entanto, deve-se sempre lembrar, que as melhores pessoas de cada organização devem ser mantidas, e que as piores devem ser demitidas. Nada é pior para o moral das pessoas da companhia adquirida que a demissão em massa.

Uma das decisões importantes em um processo de F&A, refere-se à retenção de talentos dentro das organizações (PRICE, 2015). Em média 25% dos gestores desistem de permanecer na empresa devido às novas políticas contratuais estabelecidas na empresa pós-fusão. Isto é muito prejudicial, pois além de representar um custo elevado com os desligamentos, perde-se uma parte importante do capital intelectual em um momento em que ter a expertise da operação é fundamental para o sucesso do plano de F&A. Portanto, torna-se um imenso desafio planejar a retenção dos colaboradores de alta e média gerência que detenham o conhecimento sobre o funcionamento de ambas empresas de modo a colocarem em prática as sinergias operacionais e financeiras. Fazer um diagnóstico objetivo das competências necessárias para dar continuidade à operação e reter este capital intelectual nos primeiros meses pós fusão é ponto fundamental.

É fato, também, que os colaboradores das empresas envolvidas acabam tendo de lidar com uma sobrecarga de funções, pois além de continuarem executando suas atividades rotineiras, também acabam assumindo outras relacionadas à transição. O ideal nesta etapa seria contratar novos colaboradores ou contar com ajuda externa. Isto representa um custo, muitas vezes não estimado pelas empresas, e aqui fica o alerta para que este custo seja sim estimado e, talvez, negociado no valor da transação.

O relatório Price (2015) recomenda mais dois fatores importantes que são “Priorizar” e “Comunicar”. O primeiro se refere tomar decisões rápidas, organizando o caos, saber quem vai fazer o quê e justamente por isto a avaliação correta dos recursos acima mencionada é fundamental. Já o segundo, deve ser a mais ativa divulgando as informações para o público interno e externo o mais rápido possível. Isto permite incentivar a participação de todos, expor de forma clara os objetivos

comuns, reduzir a ansiedade e incerteza, estimular expectativas realistas e criar um ambiente de confiança que restaure a estabilidade. O plano de integração deve ser comunicado à alta gerência da companhia adquirida para assegurar que suas expectativas estão sendo consideradas.

A Figura 1, publicada no relatório trimestral da *KPMG Corporate & Finance* (2015), revela as preocupações com maior peso no primeiro dia após a conclusão e anúncio da transação dizem respeito à comunicação, a qual deve incluir todos os aspectos relacionados à fusão, principalmente a integração de sistemas e equipes. O ideal é que todo cenário projetado seja discutido e compartilhado com todas as áreas (Suprimentos, Operações, Finanças, Comercial) não só com o intuito de motivar, mas também para minimizar angústias e inseguranças e mostrar que o comprometimento individual de cada um colabora para o sucesso de uma Fusão bem-sucedida.

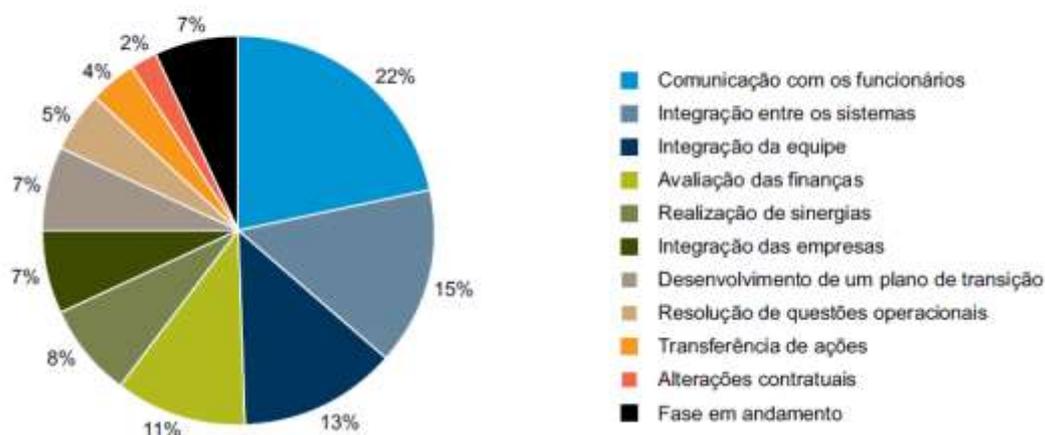
Todo processo de F&A gera mudanças que afetam todas as áreas, sem exceção e geri-las adequadamente torna-se crucial para o sucesso da negociação.

Um dos inúmeros relatórios trimestrais da *Price Waterhouse Coopers* (2016) dispõe de definição sobre a gestão das mudanças, enfatizando que este processo deve se dar em 3 etapas: na primeira, o foco deve ser dado no “*pre – deal*”, levando em consideração questões relacionadas à definição dos grandes objetivos que se espera alcançar, ao modelo e estratégia de integração que será adotado, à captura das sinergias de curto prazo, ao plano de retenção dos talentos das duas companhias, além da correta estimativa de custos e prazo de todo processo de integração. Na segunda etapa, a atenção deve ser dada ao plano dos 100 dias, considerado crítico para a captura do valor do negócio. Destacam-se aí todas as ações de curto, médio e longo prazos, incluindo workshops e atividades que possam mapear as ações para mitigação dos riscos que possam prejudicar o sucesso da integração. Na terceira etapa, por fim, todos esforços seriam direcionados para monitorar o plano de ação como um todo, incluindo prazos, custos e gestão de benefícios, fornecendo ferramentas e informações detalhadas sobre a nova empresa.

A implementação bem sucedida da mudança nestas 3 etapas é de grande valia, pois permite executar um plano de integração detalhado e focado nos aspectos tangíveis e intangíveis da Fusão. Reforçando o que foi exposto, a executiva Kjaer (2014), líder da área de Integração e Separação da KPMG no Brasil e líder também do Centro Global de Excelência em integração e Separação da KPMG, apresenta três ações que podem ajudar a garantir a entrega de valor em transações nacionais e, principalmente, internacionais: i) avaliação cultural para identificar e mitigar riscos culturais imediatos; ii) análise do potencial impacto destas questões sobre os profissionais; e iii) usar estas diferenças como fatores para agregar valor à transação.

Figura 1: Principais preocupações:

Principais preocupações no primeiro dia após a conclusão e anúncio da transação:



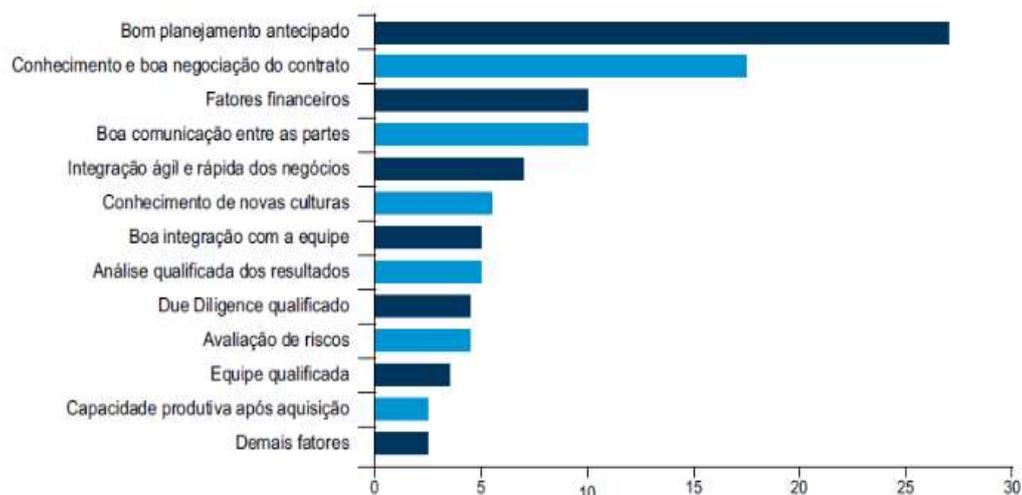
Fonte: KPMG Corporate & Finance (2015)

De acordo com Copeland, Koller e Murrin (1994), um dos mais importantes aspectos da integração pós-fusão, especialmente se a companhia adquirida for grande, é rapidamente decidir os objetivos gerenciais comuns. É irrealístico para uma companhia impor seus desejos sobre a outra. A alta administração deve definir a nova direção que ambas companhias devem adotar. Na verdade, o ideal é que um plano de comunicação para ambas empresas seja desenvolvido para acalmar as ansiedades, não esquecendo que as estruturas organizacional e de sistemas devem ser integradas para minimizar a descontinuidade operacional e a saída de pessoas com talento.

Importante fator que não pode ser desconsiderado diz respeito aos Investimentos. De acordo com estudo trimestral da *Price Waterhouse Coopers* (2016), estes devem ser estimados e controlados por meio do mapeamento das atividades de integração que são mais críticas para o sucesso da operação e que permitem obter maior vantagem competitiva após a fusão. Por exemplo: priorizar custo de pessoas, gestão de processos, aquisições e contratações necessárias, custos trabalhistas com demissões e custos de treinamento para diminuição dos *gaps* culturais.

A gestão eficiente de pessoas e da cultura corresponde a 62,8% dos casos de sucesso (Barros, Souza, & Steuer, 2003). Em adição, a retenção de talentos essenciais corresponde a 66% dos casos de sucesso, a comunicação eficiente a 71% e a integração cultural a 51% (Tanure, Evans, & Pucik, 2007).

Figura 2: Fatores críticos de sucesso antes do fechamento da operação:



Fonte: *Price Waterhouse Coopers* (2016).

Embora haja uma extensa literatura sobre o tema, este estudo reuniu alguns dos pontos que são persistentes como determinantes do sucesso das empresas não só do Brasil, mas ao redor do mundo também. Os processos de F&A são como um fenômeno motivacional para as empresas buscarem sua perenidade. No entanto, os desafios que surgem durante o processo são, na maioria das vezes, relacionados às pessoas, políticas internas, disputa de poder ou harmonização da cultura das empresas integradas. Ao mesmo tempo em que se torna imprescindível à adequação das culturas empresariais, os aspectos culturais empresariais, que são os mais problemáticos na formação dessas parcerias, são pouco observados.

Nem todas as alianças conseguem alcançar o êxito, os objetivos e as metas pretendidas por seus idealizadores. Muitas vezes, uma visão estreita deste complexo processo pode levar ao fracasso da estratégia ao negligenciar pontos fundamentais estratégicos.

A seguir, apresentaremos os fatores indutores de fracasso relacionados aos processos de F&As.

## 2.5 ANÁLISE DOS FATORES NEGATIVOS

Uma estratégia de F&A não se trata apenas de uma operação legal, abrangendo projetos nos âmbitos econômicos, contábeis, fiscais e tributários, mas compreende principalmente um amplo processo de comunicação e pessoas, pois tem o objetivo de unificar organizações com culturas e processos diferenciados. Indiscutivelmente, temos um choque cultural significativo para as empresas envolvidas.

Barros *et al.* (2003) afirmam que as principais razões para o insucesso das operações estariam relacionadas à gestão de pessoas, à complexidade presente no encontro de duas culturas, à transferência de habilidades e competências, à retenção de talentos e ao clima tenso na empresa adquirida. As diferenças culturais entre as empresas normalmente são subestimadas e representam um dos principais ofensores à criação de valor. Reforçando o enunciado acima, Cohen (2003) afirma

que embora o processo de reorganização estrutural por alianças seja uma constante no mundo atual, muito se negligencia a importância do aspecto da diversidade cultural das organizações envolvidas.

O mundo corporativo está repleto de exemplos de fusões e aquisições anunciadas sob climas festivos e apresentados como negócios vantajosos para os dois lados, mas que não deram certo por esbarrar na junção de culturas organizacionais (Cardoso, 2004). A velocidade com que se empreende nesse processo é determinante, pois a rapidez pode afetar negativamente e comprometer os resultados esperados (Homburg & Buceirius, 2006).

Para Tanure, Evans e Pucik (2007) os principais motivos para o fracasso das operações de F&A estão relacionados ao atrito entre talento e competências, a perda de bens intangíveis (prejuízos na relação com *stakeholders*), os altos custos de transição e coordenação, o travamento da sinergia e a falta de ajuste cultural.

As diferenças culturais das companhias que se fundem são uma faca de dois gumes, pois podem aumentar o potencial de sinergias e aprendizado, mas podem, também, minar o sucesso da fusão, ao evidenciar problemas sócio culturais (Bruscato Bortoluzzo et al., 2014). Poucas companhias, contudo, parecem dar atenção e recursos à administração dessas indefiníveis "questões culturais" inerentes ao processo de integração de fusões e aquisições (Massami, 2006).

É fato, a sinergia cultural não acontece por acaso - ela exige uma liderança eficiente, uma abordagem de integração e a mentalidade corretas, além de uma administração da integração com sensibilidade para o aspecto cultural.

“As incompatibilidades culturais podem ser uma ameaça a qualquer transação. Em nosso levantamento e através da nossa experiência, podemos perceber que apenas 33% de todas as transações de fusão ou aquisição geram valor. A cultura das empresas define suas normas comportamentais, como elas operam, enxergam os riscos, julgam valores e se comunicam com os clientes e mercado. Sem um alinhamento básico dessas questões, o fato de nenhum valor estar sendo entregue com a operação não é nada surpreendente” (Kjaer, 2014, p.1).

Neste sentido, gerir a integração de duas culturas diferentes torna-se um grande desafio: Por um lado, o sentimento de orfandade de um; por outro, as dúvidas e angústias do futuro que se aproxima com todas as suas incertezas. A simples imposição de uma nova cultura não leva a bons resultados. Se a integração for gerida de forma consciente, o desafio estará no caminho certo a ser superado. Se for negligenciada, o resultado será negativo. Barros *et al.* (2003) reforçam a resistência à integração provocada pelo sentimento de perda. As autoras ressaltam que a mudança organizacional provoca reações individuais muito próximas à perda de um ente querido, e fazem uma analogia entre a situação vivida nas organizações e as quatro fases descritas por Bowlby (1982) sobre as reações psicológicas do indivíduo à perda.

Segundo Harding e Rovit (2005), um dos principais motivos que têm levado as operações de Fusão e Aquisição ao fracasso é o gerenciamento inadequado do período de Integração Pós Aquisição, pois esse gerenciamento requer um amplo planejamento de Comunicação entre a empresa e os empregados. Xavier et al. (2009) anota que o gerenciamento da mudança é essencial e

um fator crítico de sucesso. Em razão da complexidade dos projetos de F&As, a fase de conscientização com emprego de comunicação interna e externa deve ser considerada.

As grandes crises surgem nos primeiros cem dias e após seis meses torna-se muito difícil, senão custoso, corrigir qualquer revés. Quando uma integração não é realizada adequadamente, com uma fase robusta de planejamento e mitigação dos riscos inerentes a esse tipo de operação, torna-se praticamente impossível reverter o cenário que se instala na nova operação.

Por meio de pesquisa realizada com 250 altos executivos norte-americanos, detectou-se os principais motivos de fracasso das operações de F&As, os quais reforçam o exposto acima: dentre os percentuais mais elevados, destacam-se “o desafio de integração ignorados”, com 67%, “as sinergias superestimadas”, com 66%, “os problemas na integração de times de gestão”, com 61%, e “a empresa-alvo estava maquiada para a venda”, dentre outros (Harding; Rovit, 2005).

Um pobre gerenciamento da Integração pós Aquisição pode arruinar a melhor estratégia. Infelizmente, em um processo de fusão e aquisição, a execução das estratégias de negócios torna-se difícil, devido à complexidade da integração de duas diferentes organizações. O relacionamento com os clientes, empregados e fornecedores pode ser facilmente descontinuado durante o processo, e esta descontinuidade pode causar danos ao valor do negócio.

Nesta fase, as diferenças passam a ser superdimensionadas e estereotipadas. O parceiro de uma das companhias tende a se colocar em posição de superioridade e desqualificar o outro. O sentimento de inferioridade gera tensão e descontentamento, ampliados pelo temor de perda da cultura genuína. O medo de perder a identidade, associado a outros fatores, como o receio da demissão, a ameaça de perder espaço e poder, a tensão diante de um novo chefe e a necessidade de provar competência, acaba provocando maior resistência à integração cultural.

Por fim, Barros (2001) utiliza a curva de tensão, modelo proposto por Evans, Doz e Laurent (1989) para tratar da relação entre a *performance* e a tensão. Segundo a autora, nas operações de F&A a tensão costuma atingir níveis tão elevados, que a *performance* dos envolvidos fica aquém de seus potenciais. O grande desafio é manter a tensão no nível produtivo/criativo, fato possível apenas por uma gestão consistente do processo de integração.

Uma preocupação, se não a principal, dos executivos envolvidos em análise e construção de cenários sobre o ambiente organizacional pós alianças e fusões, deveria ser exatamente sobre os recursos que farão a estrutura funcionar de um modo melhor ou não: os funcionários das organizações envolvidas. Os conflitos culturais e a resistência às mudanças, com formação de grupos de interesse e feudos, podem dificultar a captura das sinergias e ganhos de eficiência (Ferreira, 2004). No entanto a maioria dos gestores e mesmo dos consultores envolvidos nesses estudos e planejamentos, está atenta apenas aos aspectos financeiros e operacionais, esquecendo-se que a integração do capital humano das "empresas parceiras" poderá representar o sucesso ou o fracasso da empreitada.

Além de causar grande impacto na estrutura das organizações, as alianças, sejam elas permanentes ou provisórias, trazem antes de tudo uma grande mudança, em termos culturais e psicológicos, na cabeça de cada indivíduo. Diante de tamanha revolução, muitos colaboradores não

sabem sequer quem dirige e quem é dirigido. Qual o papel e como cada um deve se posicionar nesta nova empresa. Quem continuará e quem sairá da nova organização que nasce, processo esse fruto do quase inevitável "*downsizing*" por que passam essas organizações. Não saber responder a estas questões conduz as empresas à paralisia ou diminuição da produtividade em diversos de seus processos operacionais e administrativos (Serra, 2004)

Dessa forma, ao longo de um processo de F&A, torna-se extremamente necessária a gestão das habilidades e conhecimentos das empresas envolvidas. Além disso, a dificuldade da companhia compradora em incorporar as competências centrais da empresa adquirida pode minar os benefícios esperados da Fusão & Aquisição, fazendo com que o processo não agregue valor como esperado.

O processo inadequado de Comunicação também é um dos fatores que contribui para o fracasso das operações de F&A. Se não for bem gerenciado, provoca perda de produtividade, retrabalhos e, conseqüentemente, impactos sobre os custos operacionais e o lucro das empresas. No caso de fusão e aquisição, o processo de comunicação, quando bem planejado, pode possibilitar uma melhor integração entre as organizações, aglutinar as pessoas em torno de objetivo comum, eliminar rumores e clima e insegurança e ansiedade e, finalmente, gerar motivação e compromissos por parte dos empregados (Freire, 2009). De acordo com a autora, 81% dos problemas nas integrações processadas ocorriam devido a dificuldades de comunicação, entre a diretoria e os gerentes médios da organização, entre as próprias áreas internas e entre estas e as áreas similares da adquirida. Foi concluído que a organização deve concentrar esforços e recursos no desenvolvimento de um sistema para a gestão do processo de integração que promova a desativação dos bloqueios de comunicação identificados.

Os processos de F&As valorizam muito mais questões legais, fiscais e financeiras deixando de lado a sabedoria de gerir dúvidas e sentimentos de perda que, invariavelmente acometem os funcionários diante de uma notícia de F&A. Embora gestores de RH tenham papel fundamental na disseminação dos pontos relevantes da Fusão de uma Empresa para os colaboradores, de modo a evitar dúvidas e sentimentos de perda, são pouco incluídos no processo de planejamento, avaliação e negociação das Aquisições, tornando a realidade muito mais atribulada e tensa.

Além disso, a maioria dos empresários acaba envolvendo-se num clima de otimismo com eventual fusão ou incorporação com um concorrente maior, ou pela abordagem de um fundo de investimento e deixa de observar se a missão, a visão e os valores da organização coincidem com a do concorrente ou do fundo, e até mesmo a real vantagem competitiva dessa parceria. Por desconhecerem os impactos causados pela divergência cultural, os executivos não reagem ao problema e deixam a integração cultural correr ao relento. Contudo, talvez para transmitirem a imagem de que estão atualizados com as modernas práticas de administração, repetem, em entrevistas, que a gestão do choque cultural é um fator de suma importância, para o sucesso das operações de F&As, mas na prática, não é o que ocorre.

Reforçando as considerações elencadas acima, a sócia Kjaer (2014), líder da área de Integração e Separação da KPMG no Brasil e líder também do Centro Global de Excelência em Integração e Separação da KPMG ainda reforça a importância do adequado gerenciamento da

integração e a questão cultural, enfatizando que apenas 33% de todas as operações de F&A geram valor. Em matéria publicada na data de 07/04/2014, ela identificou 10 obstáculos que as empresas devem ultrapassar para poder gerar valor:

“Podemos dizer que existem três grandes áreas que, se não bem trabalhadas, podem fazer com que a transação não tenha uma integração satisfatória: foco insuficiente na captura de sinergias, quebra no processo entre a negociação da transação e a integração e subestimação dos esforços necessários para uma boa integração” (KJAER, 2014, p.1).

De acordo com o levantamento, as dez barreiras estão divididas nestas três grandes áreas. Má qualidade de análise de sinergias durante a avaliação da fusão/aquisição, análise insuficiente das sinergias no início dos projetos de integração, perda de oportunidades de identificar novas iniciativas de geração de valor e falta de *tracking* das sinergias fazem parte do foco insuficiente na captura de sinergias.

Um das recomendações de Kerzner (2016) é a implementação das melhores práticas na gestão de projetos, dado que geram amplo conjunto de benefícios. Preceitua que os empresários devem integrar gestão de projetos ao pensamento empresarial. Com implementações mais bem planejadas, por meio do estabelecimento de etapas nos projetos de F&As, detalhadas em processos específicos que o integram, favorece o uso eficiente de recursos.

Já quando se fala em quebra no processo entre a concretização do negócio e a integração, podemos identificar como barreiras equipes de novos negócios e integração que não atuam lado a lado; perda do elo entre a estratégia do negócio e a implementação operacional; e falta de uma visão ampla da nova empresa que está sendo criada pela aquisição/fusão. O terceiro item engloba pouco foco nos problemas relativos às diferenças culturais das empresas; integração não focada na estratégia inicial de compra do negócio; e avaliação muito otimista de esforço, custo e prazos para a implementação da integração.

Outros motivos de fracasso, apontados com maior frequência, estão relacionados ao Crescimento. Como era de se esperar, a competitividade, como um imperativo categórico do mercado global, impõe às empresas uma corrida incessante à expansão de seus negócios. As justificativas não poderiam ser diferentes da lógica do mercado. O que muitos não previam, porém, é que, além de motivos, tais como a diversificação dos negócios e a obtenção de economias de escala, haveria outros relacionados ao baixo preço pago pelas empresas adquiridas (geralmente em péssimas condições financeiras) e aos egos dos executivos. Relacionando esta diretiva com os achados de Lamb, Becker e Nunes (2017), talvez possa explicar o insucesso em muitas operações de F&As.

Para Barros *et al.* (2003) 9,1% das empresas adquiriram outras, porque as condições relativas ao preço eram muito favoráveis, sendo 44,6% do total das empresas adquiridas, encontradas em situação financeira precária. Ratificando esses dados, Tanure, Evans e Pucik (2007) ressaltam que 91% dos presidentes das 500 maiores empresas brasileiras admitem ter adquirido negócios pela oportunidade do preço baixo.

Existem algumas aquisições, no entanto, cujo valor da transação se opõe ao exposto acima, demonstrando o pagamento por um preço muito elevado. Isso ocorre por superestimar o potencial de

crescimento do mercado (baseado na premissa de que o mercado irá se recuperar após um ciclo de recessão ou de que a Companhia terá uma grande virada) ou superestimar a sinergia (se o comprador não tiver a habilidade para realizar as melhorias estimadas na magnitude necessária, isto resultará em uma significativa destruição no patrimônio dos acionistas).

Há também que se atentar para a etapa denominada de *Due Dilligence*. O estudo mostrou que há carência em multidisciplinaridade. Os profissionais responsáveis por esta etapa são, em sua maioria, especialistas que cuidam quase exclusivamente dos aspectos financeiros da operação. Dessa forma, desconsideram-se outros aspectos importantes no processo, tais como a qualidade dos recursos humanos das empresas adquiridas e a compatibilidade cultural entre as organizações.

Negligências nesta etapa podem acarretar em subestimação de custos, precificação errônea da empresa a ser adquirida e/ou omissão de riscos potenciais que inviabilizariam esta operação. Assim, é essencial que esta etapa seja executada cautelosamente e todas as funções e características da empresa alvo sejam analisadas, buscando considerar todos os custos e identificar problemas potenciais, tais como divergências entre culturas e objetivos, contratos já realizados, problemas de crédito e de pessoal etc.

Há ainda outro ponto importante relacionado às motivações do corpo diretivo, mais especificamente às necessidades de prestígio da direção e ao fascínio que o jogo de poder exerce sobre a alta administração (Ego). Alguns executivos afirmam que, apesar da racionalidade necessária às operações, sentem-se estimulados e desafiados e, a partir de determinado momento, comprar a empresa torna-se uma “questão de honra”. Essa razão para a compra é também citada por Evans, Pucik e Barsoux (2002), que a tipificam como desejo irracional de executivos, e por Tanure, Evans e Pucik (2007), que a conceituam como arrogância executiva.

### **3 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS**

A onda de fusões e aquisições (F&A) ocorrida no Brasil a partir do início dos anos 1990 fez parte de um movimento mundial, desencadeado por diversas razões, dentre as quais se destacam a abertura econômica de vários países e a maior conexão da economia mundial por meio da liberalização de fluxos de capitais.

Na economia brasileira, transformações importantes iniciaram no final dos anos 1980, com a redução das restrições ao comércio internacional, e continuaram nos anos 1990, com o programa de privatizações, a liberalização financeira e a desregulamentação dos mercados. A partir dessas mudanças, o governo buscava reduzir o papel do Estado na economia, tornando-a mais atrativa para os investidores internacionais (Camargos, 2005). Diante desse quadro, as empresas instaladas no país viram-se expostas à concorrência internacional e o ambiente institucional influenciou a decisão acerca da adaptação ao contexto de competitividade. Partindo dessa perspectiva, os processos de Fusão e Aquisição deixaram de ser desconhecidos ou raros para tornarem-se estratégia essencial de busca da perpetuidade das empresas no ambiente operacional de atuação.

Pode-se observar a existência de muitas razões relacionadas à adoção desta estratégia, sejam motivadas à busca de *Market Share*, aumento de produtividade, economias de escala, redução de concorrência, diversidade de produtos ou aporte de tecnologias ou investimentos (Rosseti, 2001).

No entanto, dentre motivações mencionadas os dados sugerem uma razão maior que é buscar a máxima sinergia entre as empresas, com o intuito de maximizar o seu valor (Bruscato Bortoluzzo et al., 2014).

A pesquisa de Cortés, Agudelo e Mongrut (2017), compreendendo as F&As na América Latina, apontou que variáveis do ambiente de negócios, como a liberdade para ingressar nos mercados e a liberdade fiscal, são fatores que geram atratividade. Mas a rentabilidade da indústria foi um dos fatores mais significativo para negócios mais vultuosos de F&As.

Processos de F&As não devem ser encarados como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, pois são complexos, incertos e permeados de inúmeras dificuldades e obstáculos (Camargos, 2005).

Existem muitos obstáculos no percurso de uma F&A que podem comprometer o desempenho. Conhecê-los e saber como lidar com eles se torna imprescindível para o êxito da operação. Há fatores críticos e importantes que ameaçam a obtenção da excelência. Gerenciar adequadamente todas as fases do processo requer habilidade e cuidados especiais. Algumas operações falham por falta de empatia entre as partes, por insucesso na adaptação às mudanças, por divergência nos objetivos. Outras têm êxito porque todas as suas variáveis foram analisadas e controladas antes, durante e após sua efetivação (Serra, 2004).

Fundamentalmente, ter ciência e saber agir sobre a diversidade cultural característica dos processos de F&As (Barros, 2001) e encontrar o equilíbrio no gerenciamento de recursos intangíveis (Seligmann-Feitosa, Bido & Kimura, 2013) são os passos básicos que devem ser seguidos para que todos os outros pontos salientados neste artigo sejam atendidos.

#### **4 CONCLUSÕES**

Na segunda metade dos anos 90, o cenário econômico brasileiro foi marcado por uma onda de privatizações, aquisições, Fusões e *Joint Ventures*. Muitos desses processos geraram polêmica, com os questionamentos sobre a conveniência de se vender empresas brasileiras, públicas e privadas, para o capital privado nacional e/ou estrangeiro. Pouco se discutiu, no entanto, sobre as próprias operações e, principalmente, sobre as transformações ocorridas nas empresas envolvidas nesses processos.

Atualmente, esta onda continua em destaque como uma das estratégias mais populares em momentos como o atual, de fragilidade financeira. As promessas são extremamente simples e atraentes. Vendem-se o ganho instantâneo de mercado pela incorporadora, reduções substanciais de custos mediante a consolidação das estruturas de produção e gerência e incremento extraordinário dos lucros devido ao aumento das escalas de produção. No, entanto o que não está explícito é que um processo de F&A é intensivo em armadilhas e complexidade, pois a unificação de duas culturas diferenciadas requer cuidados especiais.

Este trabalho procurou considerar fatores possivelmente influentes na determinação de efeitos positivos e negativos em operação de F&A. Aspectos muitas vezes de difícil mensuração, pois em processos decisórios de F & A, no mais das vezes, não recebem atenção. Há um conjunto amplo de detalhes que devem ser geridos com toda atenção. Um projeto de F&A deve ser cuidadoso em todas

as etapas dos processos. Desde o início da negociação, passando pela *Due Dilligence* e depois pela integração merecem total dedicação. Esses fatores não estão relacionados a questões concretas como aquelas relacionadas a ganhos fiscais e/ ou financeiros.

Como resultante desta pesquisa, se propõem as seguintes possibilidades de investigação qualitativas em empresas que passaram por processos de F&As: a) projetos de F&As são planejados e conduzidos seguindo as recomendações de melhores práticas; b) aspectos relacionados ao pensamento empresarial – como foco nos resultados – prejudicam o desenvolvimento do projeto; c) como são planejadas e integradas a nova cultura (dominante) e a velha cultura (dominada); e d) como é afetado o clima organizacional gerado a partir do evento divulgado e da nova gestão.

Ainda, como sugestão para estudos futuros, recomenda-se algumas explanações de cunho financeiro, explorando, por exemplo, os pontos cruciais que devem ser avaliados diante da possibilidade de adoção de uma estratégia de F&A. Um caminho importante, pode-se avançar na análise de indicadores financeiros, *ex-ante* e *ex-post* com objetivo de capturar os efeitos do processo no âmbito econômico e financeiro.

Diante de tudo que foi exposto, percebe-se claramente que a fase de integração é determinante para o resultado da operação, pois ela envolve o capital humano, a gerência do intangível, o encontro das culturas, o desafio da incorporação preservando as competências geradoras de valor. Manter o *Core Business*, crescer sem comprometer o empreendedorismo e focar na oportunidade deste encontro não é tarefa fácil. Porém, a fase de integração, e sua condução, são imprescindíveis para não frustrar a expectativa da operação e acabar gerando problemas adicionais nem sempre de fácil gerenciamento.

Entender as mudanças que acometem as empresas e saber gerenciá-las, compreendendo que este processo vislumbra a união de duas culturas, é imprescindível para se obter resultados eficientes. A discussão do tema, por meio do referencial utilizado, propiciou avanço no campo temático das F&As, instigando novas possibilidades de pesquisa. No entanto, esta pesquisa tem um conjunto limitações, pois poderiam explorar outros aspectos teóricos e empíricos desses processos em outros países. Inclusive, analisando efeitos do processo de F&As na performance, comparada ao estágio *ex-ante*.

## REFERÊNCIAS

- Bardin, L. (2009). *Análise de conteúdo* (Edição revista e actualizada). Lisboa: Edições, 70.
- Barros, B. T., Souza, H. D., & Steuer, R. (2003). *Gestão nos processos de fusões e aquisições. Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos*. São Paulo: Atlas.
- Bauer, R. (1998). Caos e Complexidade nas organizações. *RAP-Revista de Administração Pública*, Rio de Janeiro 32(5): 69-80, set/out.
- Bezerra, J. (2003). *Aquisição 360°: Uma nova visão sobre os processos de Fusão & Aquisição*, Qualitymark.
- Bruscato Bortoluzzo, A. et al. (2014). Desempenho de fusões e aquisições cross border: análise empírica do caso brasileiro. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, v. 54, n. 6.
- Camargos, M. A. (2005). *De – Análise do Desempenho econômico – financeiro e da criação de sinergias em processos de Fusões e Aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999*.

- Cançado, V. L., & Tanure, B. Fusões e Aquisições: Aprendendo com a experiência Brasileira Rev. Adm. Empresas / São Paulo / FGV / 45(02) P.10-23 / Abr-Jun. 2005.
- Cardoso, R. C. (2004). *Choque cultural "amarela" os sorrisos das fusões*. Administrador Profissional - CRA/SP. Edição 215. p. 12, São Paulo: maio.
- Cohen, E. (2001). Fusions, acquisitions: le voies du capital. *Sciences Humaines*. Nº 29 juin-juillet.
- Cohen, A. R., & Fink, S. (2003). *Comportamento Organizacional: conceitos e estudos de caso*. Rio de Janeiro: Campus.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (1994). *Valuation: Managing and measuring the value of companies*.
- Cortés, L. M., Agudelo, D. A. & Mongrut, S. (2017). *Emerging Markets Finance & Trade* Vol. 53 Issue 7, p1667-1690. 24p.
- Costa, M. de A. M., & Salles, M.T. (2011). Os processos de aquisição de empresas e os impactos percebidos pelos funcionários –Um estudo de caso em uma empresa de telecomunicações. *VII Congresso Nacional de Excelência em Gestão*.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic management journal*, v. 13, n. 1, p. 67-84.
- De Araújo, C. A. G., Goldner, F., Brandão, M. M., & Oliveira, F. R. (2007). Estratégia de Fusão e Aquisição Bancária no Brasil: evidências empíricas sobre retornos. *Contextus*, 5(2).
- Evans, P., Pucik, V., & Barsoux, J. L. (2002). *The global challenge: Frameworks for international human resource management*. New York, NY: McGraw-Hill/Irwin.
- Ferreira, C. O. (2004). Rico Cenário das Fusões. *Revista Hi-Finance*, São Paulo, n.1, p.22-28.
- Feitosa, E. S. (2011). A existência e Divulgação de Ativos Intangíveis em processos de fusões e aquisições na França e o desempenho empresarial financeiro. SP, 344 p.
- Freire, P. de S., Nakayama, M. K., & Spanhol, F. J. (2009). Causas Essenciais dos Problemas de Integração em operações de Fusões e Aquisições (F&A) - *Revista Estratégia & Negócios*, 27 paginas
- Vital Causes of Integration Problems in Mergers and Acquisitions Operations.
- Greve, H. R.; Zhang, C. M. (2017). Institutional logics and power sources: Merger and acquisition decisions. *Academy of Management Journal*, v. 60, n. 2, p. 671-694.
- Harding, D., & Rovit, S. (2005). *Garantindo o sucesso em fusões e aquisições: quatro decisões-chave para a sua próxima negociação*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Hoffmann, Valmir Emil; VIEIRA, Daniel Pires; DE MENEZES, Kim La Croix Maluf. Tipos, Setores, Nacionalidade e Experiência: O Que Importa para o Sucesso das Estratégias De Fusão e Aquisição?. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 16, n. 1, p. 22, 2017.
- Homburg, C., & Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic management journal*, v. 27, n. 4, p. 347-367.
- Kerzner, H. (2016). *Gestão de Projetos-: As Melhores Práticas*. Bookman Editora.
- King, D. R.; Schreiber, S. (2016). 1 Chart. Base de dados: Business Source Complete. *California Management Review*. Spring, Vol. 58 Issue 3, p109-124. 16p.
- Kjaer, I. (2014). Estudo aponta os dez principais obstáculos para uma integração satisfatória. Publicação KPMG, 07/04/2014. 1 Pagina.
- KPMG CORPORATE FINANCE LTDA. (2008). Empresa de consultoria. Relatório de pesquisa: **Pesquisa de fusões e aquisições 2007 – 4º trimestre: espelho das transações realizadas no Brasil**. São Paulo, 2008. Disponível em: < <http://www.kpmg.com.br>>. Acesso em: 17 março 2008.
- Lamb, L., Becker, G. V. & Nunes, M. P. (2017). The strategic decision-making process in mergers and acquisitions: the perspective of acquired companies from the south of brazil. *Base*. Apr-Jun2017, Vol. 14 Issue 2, p75-91. 17p.
- Lizuka, A. (2012). Problemas Jurídicos que Abalam as Fusões e Aquisições. Federação Nacional das Empresas de Informática. Capturado em 12/09/2016 da fonte: <http://computerworld.uol.com.br/gestao/2012/10/05/problemas-juridicos-abalam-fusoes-e-aquisicoes/>.
- Matias, A. B., & Paisin, R. M. (2001). A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas no caso de Fusão e Aquisição. *Revista de Adm.* SP, v36, jan/2001 paginas 5-13.

- Maximiano, A. C. A. (2007). *Teoria geral da administração: da revolução urbana à revolução digital*. 6 ed. São Paulo: Atlas, 491 p.
- Nunes, E. P., & Vieira, F. de O. (2008). Fusões e aquisições de empresas no Brasil: Administrando o choque entre culturas organizacionais distintas. *Universidade Federal Fluminense Universidade Federal Fluminense*.
- Marion Filho, P. J., & Vieira, G. M. (2010). Fusões e Aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006).
- PRICEWATERHOUSECOOPERS LTDA. Empresa de consultoria. Relatório de pesquisa: **Fusões e aquisições no Brasil – Dezembro de 2007**. São Paulo, 2008. Disponível em <<http://www.pwc.com>> Acesso em 26 abril 2008.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS LTDA. Empresa de consultoria. Relatório de pesquisa: **Fusões e aquisições no Brasil – Julho de 2013**. Disponível em <http://www.pwc.com>
- PRICEWATERHOUSECOOPERS LTDA. Empresa de consultoria. Relatório de pesquisa: **Fusões e aquisições no Brasil – Fevereiro de 2016**. Disponível em <<http://www.pwc.com>> Acesso em 18 maio 2016.
- Rossetti, J. P. (2001). Fusões e aquisições no Brasil: as razões e os impactos. In: BARROS, B. T. de (Org.). *Fusões, aquisições & parcerias*. São Paulo: Atlas, 184 p. cap. 3, p. 67-87.
- Sampieri, Roberto Hernandez, & Collado, Carlos Fernandez, & Lucio, Pilar Baptista. (2013). *Metodologia de Pesquisa*. Tradução de Daisy Vaz de Moraes. Mc Graw Hill.
- Seligmann-Feitosa; E., Bido, D. S. & Kimura, H. (2013). The Existence and Disclosure of Intangibles versus Corporate Financial Performance in France.. *Journal of Economic Sciences (IJoES)*, v. II, p. 12-27.
- Tanure, B., & Patrus, R. (2011) *Os dois lados da Moeda em Fusões e Aquisições* — Elsevier Editora Ltda —.
- Tanure, B., Evans, P., & Pucik, V. (2007). *Virtudes e pecados capitais: a gestão de pessoas no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus.
- Toledo, A. G. L. (2012). *Revista de Administração da UNIMEP – v.10, n.3, Setembro/Dezembro – Página 70 Estratégia Corporativa e Hibridismo: Um estudo sobre as Fusões e Aquisições no Brasil. Corporate Strategy And Hybridity: A Study on Mergers and Acquisitions in Brazil* Ana Grazielle Lourenço Toledo (UNINOVE)
- Tsuda, E. M. (1996). *Fusão, Aquisição e Incorporação: Como Gerenciar o processo de integração pós-aquisição*. São Paulo: EAESP/FGV, 1996 , 6 2 p . Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV Área de Concentração: ADM - Administração Geral e Recursos Humanos.
- Xavier, C. M. D. S., Vivacqua, F. R., Macedo, O. S., & Xavier, L. F. (2009). *Metodologia de Gerenciamento de Projetos METHODWARE®: abordagem prática de como iniciar, planejar, executar, controlar e fechar projetos*. Rio de Janeiro: Brasport

#### **Agradecimento:**

Ao Grupo de Estudos de Pesquisas em Estratégia, Competitividade e Desenvolvimento (GECOMD-UNESC).