



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO**

VICTOR BLANCO STEIN DE OLIVEIRA

**FUSÕES E AQUISIÇÕES: UM ESTUDO SOBRE AS ETAPAS DO PROCESSO
DA CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA EMPRESAS NO BRASIL**

Florianópolis

2023

VICTOR BLANCO STEIN DE OLIVEIRA

**FUSÕES E AQUISIÇÕES: UM ESTUDO SOBRE AS ETAPAS DO PROCESSO
DA CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA EMPRESAS NO BRASIL**

Trabalho acadêmico do curso de graduação em Administração do Centro Socioeconômico da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial à aprovação na matéria de Laboratório de Gestão: Projeto de Trabalho de Conclusão de Curso

Enfoque: Monográfico

Área de concentração: Finanças

Orientador(a): Prof. André Luis da Silva Leite

Florianópolis

2023

Catálogo na fonte elaborada pela biblioteca da Universidade Federal de Santa Catarina

Oliveira, Victor Blanco Stein de
Fusões e Aquisições: Um estudo sobre as etapas do
processo da captação de recursos para empresa no Brasil /
Victor Blanco Stein de Oliveira; orientador, André Luis
da Silva Leite, 2023.

69 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro
Socioeconômico, Graduação em Administração, Florianópolis,
2023.

Inclui referências.

1. Administração. 2. Fusões e Aquisições. 3. Captação de
recursos. I. Leite, André Luis da Silva. II. Universidade
Federal de Santa Catarina. Graduação em Administração. III.
Título.

VICTOR BLANCO STEIN DE OLIVEIRA

FUSÕES E AQUISIÇÕES: UM ESTUDO SOBRE AS ETAPAS DO PROCESSO DA CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA EMPRESAS NO BRASIL

Este Trabalho de Curso foi julgado adequado e aprovado na sua forma final pela Coordenadoria Trabalho de Curso do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 29 de junho de 2023.

Prof. Ana Luiza Paraboni
Coordenador de Trabalho de Curso

Avaliadores:

Prof^ª. André Luis da Silva Leite, Dr.
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof^ª. Prof. Ana Luiza Paraboni, Dra.
Avaliadora
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Marcus Vinícius Andrade de Lima, Dr.
Avaliador
Universidade Federal de Santa Catarina

*Para Deisi e
Marcelo.*

RESUMO

As fusões e aquisições no Brasil estão se tornando uma modalidade de captação de recurso cada vez mais comum e aceita por empresários que desejam vender a sua empresa ou atrair um sócio-investidor que poderá agregar financeira e estrategicamente ao seu negócio. Por abranger métodos de análises empresariais e um conjunto de variáveis complexas, o processo da captação de investimento via F&A pode parecer inacessível para empresas de portes menores. Porém, com o advento da internet, tecnologia e o aumento da concorrência, o acesso às informações dentro do mercado financeiro resultou em um crescimento exponencial da democratização ao acesso de capital. Diante disso, esse estudo tem como objetivo apresentar de maneira detalhada, as etapas do processo e o impacto que esse tipo de transação gera aos stakeholders que estão envolvidos nas transações. Foram empregadas a utilização de revisões bibliográficas e descritivas a respeito do tema, juntamente com análise prática de um estudo de caso sobre a fusão de duas empresas do mercado financeiro. Os resultados obtidos assinalam que, as motivações implícitas e explícitas da transação que foram pilares para o caso investigado, resultaram em consequências positivas para ambas as organizações analisadas, seja qualitativa ou quantitativamente.

Palavras-chave: Fusões, Aquisições, Etapas, Processo, Empresas, Investimento, Captação, Recursos, Impacto, Mercado Financeiro, Transação.

ABSTRACT

Mergers and acquisitions in Brazil are becoming an increasingly common method of raising funds and are accepted by entrepreneurs who wish to sell their company or attract a partner-investor who can add financially and strategically to their business. As it encompasses business analysis methods and a set of complex variables, the process of attracting investment via M&A may seem inaccessible for smaller companies. However, with the advent of the internet, technology and increased competition, access to information within the financial market has resulted in an exponential growth in the democratization of access to capital. In view of this, this study aims to present in detail the steps of the process and the impact that this type of transaction generates on the stakeholders who are involved in the transactions. The use of bibliographic and descriptive reviews on the subject was used, together with a practical analysis of a case study on the merger of two companies in the financial market. The results obtained indicate that the implicit and explicit motivations of the transaction that were pillars for the investigated case, resulted in positive consequences for both analyzed organizations, either qualitatively or quantitatively.

Keywords: Mergers, Acquisitions, Stages, Process, Companies, Investment, Funding, Resources, Impact, Financial Market, Transaction.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – As dez macrofases do processo de M&A	24
Figura 2 – Os escritórios de advocacia que lideraram fusões e aquisições no Brasil em 2021	37
Figura 3 - Estrutura básica de um CCVA.....	38
Figura 4 – Consolidação dos objetivos predominantes das fusões e aquisições no Brasil	50
Figura 5 - Evolução percentual das ações da Itaú Unibanco (ITUB4).....	54

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Transações anunciadas por ano (2002 a 2020).....	19
Gráfico 2 –Perfil das transações com valores anunciados em 2020.....	20

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Descrição geral do processo de M&A e seus principais objetivos.....	25
Tabela 2 – Relação dos tipos investidores e valores realizados em transações.....	33
Tabela 3 – Relação das áreas e lista de informações em uma <i>Due Diligence</i>	39
Tabela 4 – Empresas analisadas	45
Tabela 5 – Análise dos Indicadores Financeiros e Valores do (ITUB4).....	55

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CCVA – Contrato de Compra e Venda de Ações

DCF – *Discounted Cash Flow*

DD – *Due Diligence*

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

F&A – Fusões e Aquisições

FCFE – Fluxo de Caixa para o Acionista

FCFF – Fluxo de Caixa para a Empresa

LBO – *Leveraged Buyout*

LOI – *Letter of Intent*

MBO – *Management Buyout*

M&A – *Mergers and Acquisitions*

MOU – *Memorandum of Understanding*

NDA – *Non-Disclosure Agreement*

LISTA DE SÍMBOLOS

& – Ampersand

% – Percentual

\$ – Cifrão

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	14
1.1 OBJETIVOS.....	15
1.1.2 OBJETIVO GERAL.....	15
1.1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	15
1.2 JUSTIFICATIVA	16
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES	17
2.2 ETAPAS DO PROCESSO	23
2.2.1 MOTIVAÇÕES	25
2.2.2 CONTRATAÇÃO DO ADVISOR	28
2.2.3 PREPARAÇÃO DA EMPRESA	28
2.2.4 ABORDAGEM AOS INVESTIDORES.....	33
2.2.5 NEGOCIAÇÃO.....	35
2.2.6 CONTRATAÇÃO DOS ASSESSORES TÉCNICOS.....	36
2.2.7 EXECUÇÃO CONTRATUAL	37
2.2.8 <i>DUE DILIGENCE</i>	39
2.2.9 FECHAMENTO E PÓS-TRANSAÇÃO	42
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	43
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA.....	44
3.2 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS	45
3.3 ITAÚ E UNIBANCO	46
4. ANÁLISE DO CASO.....	50
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
REFERÊNCIAS	59

1. INTRODUÇÃO

No mundo corporativo, fusões e aquisições sempre foram relevantes. Eles envolvem a fusão de dois ou mais negócios em uma única organização, que tem a capacidade de afetar a todos, desde acionistas a funcionários, clientes e fornecedores. As atividades de M&A são motivadas por uma série de fatores, incluindo considerações estratégicas, financeiras e operacionais. M&A é uma estratégia que as empresas podem usar para aumentar a participação no mercado, entrar em novos mercados, economizar custos ou obter recursos e competências complementares.

No entanto, nem todas as transações de fusões e aquisições são bem-sucedidas e muitos acordos ficam aquém das expectativas por vários motivos. Eles podem consistir em culturas corporativas diversas, integração inadequada e pagamento excessivo. Portanto, é crucial compreender as causas fundamentais de M&A eficazes e como eles afetam várias partes interessadas.

Com o advento das evoluções tecnológicas provenientes da Revolução Industrial, o Brasil, tardiamente, desenvolveu um mercado empresarial explorando as ineficiências político-econômicas que afetam todas as camadas da sociedade brasileira. Diante disso, para acelerar o crescimento e acompanhar o ritmo dos avanços empresariais em países desenvolvidos, a solução para superar essas incompetências, torna-se viável através de captações de recursos.

No país, é comum utilizar-se de produtos de crédito oferecidos por bancos de varejo tradicionais. Em tempos com taxas de juros abaixo do padrão histórico, adquirir capital através dessa modalidade, tende a ser interessante no curto prazo. Entretanto, analisando previamente a instabilidade econômica no qual o país atravessa há décadas, é possível concluir que a inflação alta, gerada pelas políticas públicas adotadas, é um empecilho para que a taxa de juros se mantenha em níveis inferiores por longos períodos de tempo. Com isso, empresários que desejam captar investimentos, devem procurar alternativas não convencionais do mercado brasileiro.

Captar recursos via fusões e aquisições é um método pouco conhecido e usual entre os empresários brasileiros de pequeno e médio porte. Entretanto, essa prática já é adotada significativamente em países europeus e nos Estados Unidos desde a década de 80. Ao perceber os impactos positivos oriundos das sinergias geradas desse processo, a aceitação de empresários estrangeiros com essa metodologia permitiu que essa alternativa ganhasse cada vez mais força entre as opções factíveis de investimento e

expansão. Segundo estimativas realizadas pela Bain, 2022, firma especializada em consultorias empresariais, o mercado de fusões e aquisições tem a possibilidade de gerar cerca US\$ 4,7 trilhões.

Levando em consideração a magnitude desse dado, é possível notar que a falta de acesso ao conhecimento de como funcionam as etapas do processo de captação de investimentos via fusões e aquisições, resultam em uma dependência de captação em poucas alternativas para os empresários brasileiros.

Com isso, esse trabalho pretende investigar esses elementos e examinar como as operações de M&A afetam diversos *stakeholders* sobre a dinâmica de fusões e aquisições e suas implicações para a estratégia e o desempenho dos negócios, fazendo referência a pesquisas atuais, estudos de caso e dados empíricos. Adicionalmente, com a intenção de democratizar o acesso a informação e capital, esse trabalho tem como base: analisar a fundo como é feita a captação por essa modalidade para que desmitifique a complexidade do processo e auxilie a classe empresarial brasileira a encontrar soluções singulares para o seu negócio.

1.1 OBJETIVOS

Seguem abaixo, o objetivo geral e os objetivos específicos que esse estudo tem como alicerces bases para alcançar os resultados.

1.1.2 OBJETIVO GERAL

Analisar as etapas do processo de captação de recursos via de fusões e aquisições nas empresas do Brasil;

1.1.3 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Os objetivos específicos deste trabalho são:

- a) Verificar as etapas do processo de fusão e aquisição realizado entre Itaú e Unibanco e seus resultados;
- b) Compreender como é realizada a estimativa de valor das empresas;
- c) Entender quais são os impactos para os *stakeholders* envolvidos no processo de captação de recursos ou venda da empresa;

1.2 JUSTIFICATIVA

Fusões e aquisições são um tema significativo no mundo dos negócios. Estudar os processos, motivações e resultados dessas transações é importante para empresários, investidores, formuladores de opiniões e acadêmicos. Além de ser uma área interdisciplinar que agrega conhecimentos em finanças, direito, economia e gestão empresarial.

Com isso, estudo tem como justificativa contribuir para a análise da prática de captação de recursos via fusões e aquisições para as empresas do Brasil. Apesar de ser um assunto pouco abordado pela maioria dos empresários, esse tema foi escolhido com a intenção de socializar o conhecimento sobre esse tipo de transação e detalhar as etapas do processo para que, conseqüentemente, auxilie os empresários em compreender o M&A como uma alternativa viável de acesso à investimento.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Os conceitos e dados apresentados a seguir contextualizam o cenário macroeconômico brasileiro e internacional. A evolução e disseminação do conhecimento acerca desse tema, permitirá entendermos o passado e englobará a disseminação de conhecimento relacionado à novas alternativas de captação de recursos para empresas. Além disso, servirão como um guia prático aos empresários que desejam adquirir capital em diferentes estágios de investimentos, setores de atuação ou localização.

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

De acordo com Cano (2002), os processos de Fusões & Aquisições marcam a história do capitalismo desde a sua origem pelas suas inovações, acirramento de competição, acumulação de capital, aumento de produtividade; que levam à eliminação de concorrentes e aberturas de novos mercados para as empresas. Cano (2002, p. 151) afirma que:

Tais fatores foram potencializados pelo surgimento do capital financeiro monopolista organizado na forma de sociedade anônima, pelo aumento da intervenção estatal na economia e pelo desenvolvimento do mercado bancário de capitais, o que impulsionou as F&A's

Para Triches (1996), foram cinco grandes ondas de fusões e aquisições (1890, 1920, 1960, 1980 e 1990) em pouco mais de um século. Tiveram surgimento na economia norte-americana e causaram impacto instantâneo em nações mais desenvolvidas. Adicionalmente, no Brasil, a década de 90 teve um aspecto relevante para os processos de F&A pela abertura comercial, quadro de recessão, elevadas taxas de juros, congelamentos de preços/salários e graves problemas de sucessão familiar; levando a venda de muitas empresas.

De acordo com Garcia, Gatarossa e Neves (2004, p. 3), “as F&A constituem uma alternativa interessante para a adequação do porte e da estrutura organizacional das empresas ao mercado e à conjuntura econômica mundial”.

As políticas neoliberais adotadas ao passar dos últimos 15 anos, permitiram ao Brasil uma abertura da economia, atraindo investidores estrangeiros, incremento da

competitividade de empresas locais e maior estruturação do mercado empresarial (AMANN; BAER, 2008). Dentro dessas políticas, sobressaem-se:

a) início da concessão de financiamentos do BNDES, a partir de 1991, a EMNs; b) redução do poder regulatório do Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI), responsável pela aprovação de acordos de transferência de tecnologia; c) fim da Lei de Informática em 1992; d) autorização, em 1991, para que as EMNs passem a usar lucros financeiros para constituir aumento de capital registrado; e) permissão, em 1991, para pagamento de royalties das EMNs para suas matrizes; f) redução do Imposto de Renda sobre remessas; e g) autorização de remessas de dividendos associadas a capital ainda em vias de registro no Banco Central do Brasil (CANUTO, 1993 apud NONNENBERG, 2003, p. 30).

Além disso, “a ruptura entre o regime fechado e protecionista herdado do modelo de industrialização baseado na substituição de importações e o regime de economia aberta que vem caracterizando o desenvolvimento econômico brasileiro nos últimos anos” (MARKWALD, 2001, p. 1).

Pela ótica estrutural do Estado brasileiro, Leal (2003, p. 3) afirma que ao longo dos anos 90:

[...] a definição do Estado aponta para a sua função não mais de promotor do desenvolvimento econômico e social, mas passa a assumir a atribuição de provedor e regulador desse desenvolvimento, inclusive incentivando um reordenamento do campo normativo-jurídico de sua estrutura, como a criação de agências reguladoras para apoiá-lo na tarefa de regular ambientes altamente competitivos onde circulam grandes quantidades de capitais estrangeiros.

Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2003) analisam que, em países emergentes como o Brasil, o acréscimo das transações em Fusão e Aquisição favoreceu cada vez mais a desregulamentação dos mercados locais, crescimento em aquisições de empresas privatizadas e elevou o número de empresas domésticas se fundirem em função da competitividade internacional. Adicionalmente, “A revolução industrial moderna está ligada ao fenômeno da saída, em que as empresas que não são mais eficientes ou competitivas são substituídas por novas empresas” (Jensen, 1993, p. 831).

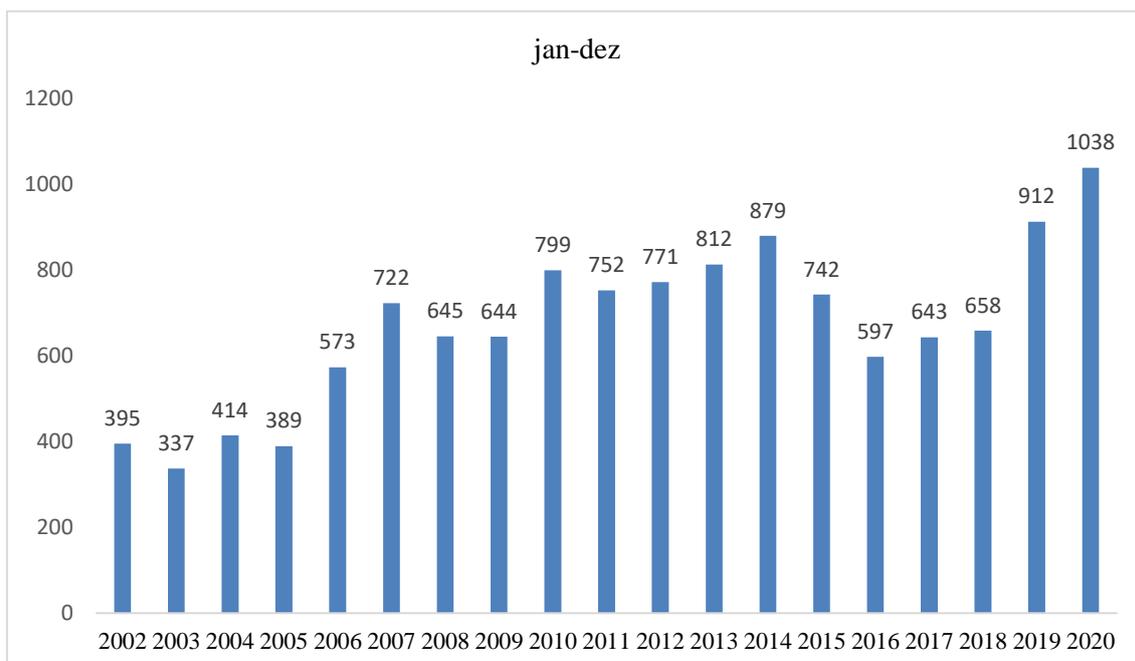
Para a PWC, “o mercado de M&A (Merges and Acquisitions) brasileiro registrou um total de 879 transações no ano de 2014, número 8,25% acima dos 812 negócios realizados em 2013 e o maior número de transações da história do mercado de fusões e aquisições do Brasil.” (PWC, 2018).

Segundo a KPMG, empresa de consultoria, dados indicam que,

O acumulado do número de fusões e aquisições dos últimos quatro trimestres registrou um recorde – o somatório dos negócios fechados nos dois semestres finais do ano passado com os dois mais recentes deste ano chegou a 906, o maior desde 1994 quando começou a ser contabilizado pelo estudo. O levantamento apontou ainda que o quantitativo de transações realizadas pelo setor Empresas de Internet teve um grande aumento, se comparado com o primeiro semestre de 2017. De janeiro a junho de 2018, foram 73 operações, contra 48 no mesmo período do ano passado. Registrou-se um recorde no acumulado de quatro trimestres. Esse número vem alternando períodos de alta e baixa desde 2012, quando houve uma queda. Todavia, agora, ultrapassou, pela primeira vez, 900 transações, indicando uma tendência de crescimento no número de transações de fusões e aquisições (KPMG, 2018, p. 4).

Para contextualizarmos com dados quantitativos o crescimento e o impacto da captação de recursos no Brasil; o ano de 2020, segundo a PWC (2020), teve o maior número de transações da história no país (1038).

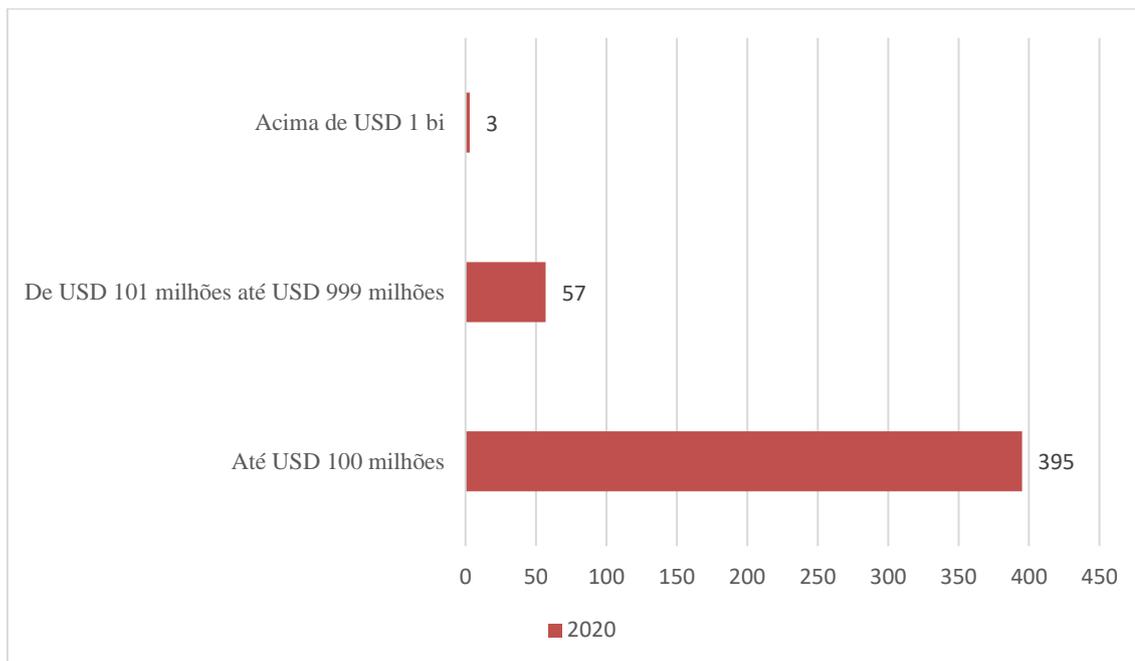
Gráfico 1 – Transações anunciadas por ano (2002 a 2020)



Fonte: (PWC, 2020).

Como ilustrado no Gráfico 1, o número de transações anunciadas atingiu patamar histórico em 2020, ano marcado pela COVID-19 e que, dentre outros apesares, gerou um desaquecimento econômico em diversos setores do mercado brasileiro. Já o perfil das transações anunciadas com valores anunciados no ano de 2020, de acordo com a PWC, totalizaram 87% com valores de até 100 milhões de dólares.

Gráfico 2 –Perfil das transações com valor anunciado em 2020



Fonte: (PWC, 2020).

Além disso, os cinco setores com mais transações foram os de: TI, Serviços Auxiliares, Serviços de Saúde, Serviços Públicos e Financeiro. Adicionalmente, a distribuição por região teve: o Sudeste com 65% do total, Sul com 16%, Nordeste 9%, Centro-Oeste com 4% e Norte com 2% (PWC, 2020).

Com o aumento da competitividade e complexidade dos mercados, a importância da utilização dos institutos de Fusão e Aquisição está relacionado à diversos fatores, como: mercadológicos, econômico-financeiros e tecnológicos. Entretanto, os benefícios fiscais tornaram-se relevantes para a reorganização societária, a partir da necessidade de reduzir custos tributários (SILVA et al., 2004).

Para Ferrari (1996 apud GARCIA, GATAROSSA e NEVES, 2004, p. 4), antigos investimentos:

[...] a partir da estaca zero estão sendo substituídos pelas técnicas de F&A ou formação de joint ventures, de forma a diminuir os custos operacionais, por razões estratégicas, mercadológicas, culturais ou tecnológicas. [...] Os grupos econômicos ora se desfazem de ativos não rentáveis, ou fora do negócio central (core business), ora adquirem empresas com vistas à diversificação, sobreposição da concorrência ou verticalização, assim como motivações fundamentalmente tecnológicas.

Ao adentrar nas definições do tema, segundo Ross, Westerfiel e Jaffe (1995), a Fusão ou Consolidação é a união de duas firmas, usualmente de mesmo tamanho, que

por meio de simples permuta de ações, combinam-se resultando em uma outra firma. Já na aquisição, é realizada a compra de uma firma por outra e, apenas uma, mantém a sua identidade. Já Reed e Lajoux (1995) e Wright et al. (2000) tem conceitos similares ao constatarem que uma fusão acontece quando na combinação de duas empresas, uma desaparece. Com isso, a empresa subsequente, é denominada como sucessora (REED; LAJOUX, 1995).

Camargos e Barbosa (2010, p. 74), entendem que a fusão “é um dos métodos pelo qual uma firma pode adquirir outra”. Já a aquisição é “a compra de uma firma por outra, no qual somente uma delas, geralmente, mantém a identidade”.

Uma aquisição acontece quando investidores ou uma empresa adquire de maneira total ou parcial, o controle acionário de outra organização ou seu patrimônio. Na fusão, com a intenção de aumentar a sua capacidade produtiva, comercialização e influência de mercado; é realizada a criação de uma nova entidade, usualmente com denominação e administração diferentes (TRICHES, 1996).

Diante dos estudos realizados Ross, Westerfiel e Jaffe (1995), afirmam que existem três tipos de aquisição:

- Horizontal: duas empresas de mesma área de atuação ou, até mesmo, concorrentes;
- Vertical: envolve empresas que estão em diferentes estágios dentro da mesma cadeia de produção;
- Conglomerado: firmas que atuam em setores diferentes;

Para Bower, J. L. (2001, p.92): "Nem todas as fusões e aquisições são iguais; o tipo de fusão ou aquisição tem implicações importantes sobre como o negócio será administrado e se terá sucesso".

Cabe ressaltar que, segundo Ross, Westerfiel e Jaffe (1995, p.816), “Os benefícios das aquisições são chamados de sinergias. É difícil estimar sinergias usando técnicas de fluxo de caixa descontado”.

Existem apenas duas classificações de sinergia em F&A: as operacionais e as financeiras (OLIVEIRA e RÊGO, 2011).

Ao todo, existem duas razões principais para que compradores e vendedores acreditem que o resultado de uma fusão traga riqueza para ambos. A primeira razão está relacionada a um possível aumento no valor de mercado com os ativos combinados.

Para a segunda, o valuation realizado pelos stakeholders provavelmente será diferente, sendo que cada parte, tende a acreditar que poderá encontrar o melhor preço para a transação (GORT, 1969).

Além disso, Christensen, C. M., & Bower, J. L. (1996, p.197) acreditam que: "Empresas líderes podem falhar quando se concentram demais em seus clientes existentes e ignoram tecnologias emergentes ou modelos de negócios que ameaçam sua posição."

Chatterjee, S., & Wernerfelt, B. (1991, p.33) afirmam que: "As empresas diversificam em negócios relacionados quando possuem recursos valiosos, raros e inimitáveis que podem ser aproveitados em diferentes linhas de produtos ou mercados."

Diante desse contexto, estudos mostram que a utilização do processo de Fusões & Aquisições dentro das empresas, pode ser adotado como uma estratégia de crescimento que visa alcançar vantagens competitivas e previsibilidade de resultados (ZILBER; FISCHMANN e PIKIENY, 2002). Entretanto, de acordo com Jensen e Ruback (1983), as evidências relatam que as fusões ou aquisições geram resultados positivos para os stakeholders, mas que aparentemente, não será por causar influência no mercado.

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011, p. 6):

A gestão baseada em valor – GBV (ou Value Based Management – VBM) é uma prática relativamente recente no mundo das finanças. Parte-se do pressuposto que a avaliação é importante não apenas para quem quer comprar ou vender uma empresa (ou participação acionária), mas também como uma ferramenta de gestão e planejamento financeiro. A introdução da cultura do valor traz informações de grande importância para a gestão empresarial. Administrar é sinônimo de decidir. O gestor está o tempo todo tomando decisões (de investimento e financiamentos) e a continuidade e o crescimento da empresa vai depender da qualidade das decisões tomadas por seus executivos.

Os principais stakeholders que fazem parte do processo são: os vendedores (*sell-side*), os compradores (*buy-side*) e assessores (técnicos ou jurídicos). Os envolvidos na transação tem papel fundamental para que ela se concretize de modo eficiente, cause o mínimo de danos possível ao longo do tempo e, extraia o máximo de valor para todos.

Fusões e aquisições às vezes envolvem transações hostis. Assim, quando um tentativas firmes de adquirir outro, nem sempre envolve negociações tranquilas e cavalheirescas. A empresa procurada pode usar táticas defensivas, incluindo pílulas de veneno, *greenmail*, e cavaleiros brancos (ROSS; WESTERFIELD e JAFFE, 1995, p.816).

2.2 ETAPAS DO PROCESSO

As fusões e aquisições têm diferentes etapas dentro da sua jornada e, que se modificam de acordo com as características dos stakeholders envolvidos no processo. Tomar a decisão de captar recurso por essa modalidade surge pelas perguntas básicas descritas abaixo:

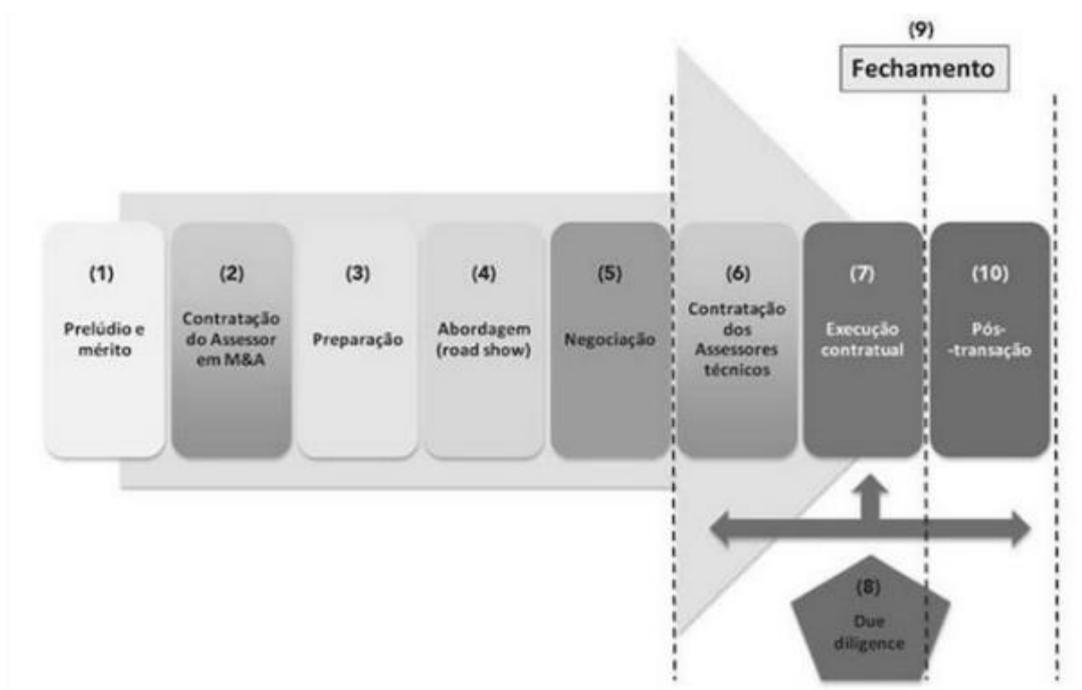
1. A empresa deseja crescer ou diminuir de tamanho?
2. Se crescer, você compra outra empresa ou constrói?
3. Se comprou, você deseja continuar com ela ou vende-la?
4. Se continuar, você quer integrá-la ou ignorar essa nova empresa?

Essas perguntas surgem a partir das motivações interligadas à escala empresarial do negócio e posicionamentos estratégicos. Analisar a empresa internamente, os stakeholders, competidores, mercado, setor e macroambiente; são variáveis importantes na tomada de decisão para captar recursos.

“O trabalho mais produtivo e influente no campo de M&A tem se concentrado na identificação de fatores que influenciam a probabilidade de sucesso ou fracasso de fusões e aquisições e na exploração dos processos pelos quais fusões e aquisições são implementadas” (Cartwright & Schoenberg, 2006, p. 2).

Com isso, por abranger essa complexidade de variáveis, as etapas do processo em Fusões & Aquisições tendem a seguir uma ordem que dependem entre si. Apesar de não existir uma regra para o sucesso do cumprimento das etapas; adotaremos em nosso estudo, um padrão prático e usado em milhares de transações. Segundo Luzio (2015), o processo da captação de recurso segue as seguintes etapas ilustradas na figura abaixo:

Figura 1 – As dez macrofases do processo de M&A



Fonte: (LUZIO, 2015).

Ao decorrer da análise, aprofundaremos as dez etapas mencionadas em ordem crescente:

1. Prelúdio e mérito ou motivações
2. Contratação do Assessor em M&A
3. Preparação
4. Abordagem
5. Negociação
6. Contratação dos Assessores técnicos
7. Execução contratual
8. *Due Diligence*
9. Fechamento
10. Pós-transação

Entretanto, antes de adentrar em cada uma das etapas, a Tabela 1 a seguir, apresenta uma breve explanação dos objetivos de cada uma das etapas:

Tabela 1 – Descrição geral do processo de M&A e seus principais objetivos

FASES	OBJETIVOS
1. Motivações	Acionistas desejam vender a empresa incentivados por diferentes fatores
2. Contratação do Assessor em <i>M&A</i>	Acionistas tomam a decisão de contratar ou não um <i>Advisor</i> ou Assessor para auxiliarem no processo
3. Preparação	Nesta etapa, a empresa é organizada de modo atrativo aos potenciais investidores. Além disso, é realizado o <i>Valuation</i> , uma <i>Long List</i> , Normalização das Demonstrações Financeiras, entre outros.
4. Abordagem	A empresa vai à mercado. O objetivo dessa etapa é encontrar e entrar em contato com compradores que demonstrem interesse na fusão ou aquisição da empresa
5. Negociação	É negociado os pontos principais da transação: valores, forma, prazo de pagamento, garantias e responsabilidades
6. Contratação dos Assessores técnicos	São necessários assessores jurídicos e auditores para dar continuidade formal na transação
7. Execução contratual	Assinatura dos contratos preliminares
8. <i>Due Dilligence</i>	Investigar ou verificar a empresa de maneira detalhada. Fase realizada, normalmente, por auditores independentes
9. Fechamento	A transação é realizada, com o pagamento total ou parcial
10. Pós-transação	Nesta etapa, o objetivo é liquidar a transação financeiramente e, pode levar anos até que se concretize

Fonte: Elaborado pelo autor com dados de Luzio (2015)

2.2.1 MOTIVAÇÕES

As negociações e captações de recursos são um processo de aprendizado e complexo para os *stakeholders* envolvidos. Desde conversas e perguntas iniciais que serão base para transação, até a assinatura dos contratos definitivos, os benefícios dessa captação de recursos, devem ser sólidos e claros para que a operação tenha sucesso. Segue abaixo alguns motivos do porquê realizar uma transação de *M&A*:

- A. Atingir crescimento acelerado;
- B. Benefícios fiscais/tributários;
- C. Mitigação de risco;
- D. Ganho de sinergia;
- E. Aumento de mercado e valores ocultos;

Diante disso, cabe que ressaltar que:

- Acreditamos que sempre estamos melhor colhendo tantas informações quanto possível e gastando o máximo de tempo possível em deliberação. Na realidade, nós confiamos somente na tomada consciente de decisões. Mas há momentos, particularmente os de estresse, em que a pressa não gera desperdício, quando nossos julgamentos rápidos e nossas primeiras impressões podem oferecer um meio muito melhor para entender o mundo. [...] Decisões tomadas muito depressa podem ser tão boas quanto decisões tomadas de forma cautelosa e deliberada (GLADWELL, 2005, p. 19).
- caracterizado pela novidade, complexidade e por não ter fim, pelo fato da organização, em geral, começar com pouco conhecimento da situação de decisão que a espera ou o caminho para sua solução e por ter somente uma vaga ideia de qual essa solução possa ser, e como ela será avaliada quando for desenvolvida. Somente tateando um processo descontínuo, envolvendo muitas etapas difíceis e um punhado de fatores dinâmicos cobrindo um período considerável de tempo, é que a escolha final é feita (MINTZBERG; RAISINGHANI; THÉORÉT, 1976).

Nessa perspectiva, Camargos e Barbosa (2009, p. 207) ressaltam que “os processos de fusão e aquisição integram a estratégia empresarial, e por meio deles as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economia de escala e ativos complementares”

É importante ressaltar que a forma como a Transação se materializa (aquisição de controle, aquisição minoritária, *joint venture*, fusão, incorporação, cisão) é resultado das motivações do Comprador e dos objetivos do Vendedor. Essas motivações afetam também a maneira como o processo da Transação nasce e evolui, incluindo a avaliação do Alvo, a abordagem, a negociação e a execução contratual. Por isso, convém diferenciar tais motivações (Luzio, 2015, p. 3)

Com o intuito de possibilitar uma interpretação mais tangível do conceito mencionado acima, Luzio (2015) segmenta as motivações em duas: explícitas e implícitas. A primeira engloba o ganho de posição dentro do mercado, reestruturação

do quadro societário, oportunidades financeiras e soluções ligada à liquidez. Dentro das motivações implícitas, o autor a divide em:

- Consciente: esconder riscos, contingências tributárias ou conflitos societários;
- Inconsciente: ganância, vaidade, intuição, ego e orgulho.

Para Vergara (1993):

Intuição é aquilo que produz o conhecimento intuitivo, que tem origem na consciência vital, segundo o sentido filosófico e o da psicologia transpessoal, ou no inconsciente individual e coletivo, segundo o sentido jungiano. Ela independe de tempo-espço, é sintética, não necessita de explicações ou de provas, nem apresenta relações de causa e efeito. Permite o acesso ao conhecimento de forma imediata, sem análises ou mediações e transcende a razão, aqui entendida como aquilo que produz conhecimento racional, que se origina dos sentidos e do intelecto. Razão e Intuição estão presentes na tomada de decisão (VERGARA, 1993, p. 130-131).

Ao longo do processo, se intensifica a importância dos aspectos psicológicos das partes envolvidas. “Nossa mente confere peso desproporcional às primeiras informações que recebe. Impressões, estimativas ou dados iniciais vinculam pensamentos e avaliações subsequentes” (HAMMOND; KEENEY; RAIFFA, 2006, p. 167). Além disso, os autores analisam que as armadilhas psicológicas do contexto podem gerar:

- Ganhos versus Perdas - As pessoas são avessas ao risco quando um problema é apresentado em termos de ganhos, porém aceitam riscos quando o problema é apresentado em termos de evitar perdas. Tendem a adotar o enquadramento como é apresentado ao invés de reformular o problema de outra maneira (HAMMOND; KEENEY; RAIFFA, 2006, p. 178).

- Pontos de Referência Diferentes - Quando o ponto de referência é zero e são realçados apenas ganhos e perdas incrementais, a possibilidade de perda desencadeia uma resposta conservadora nas pessoas. Por outro lado, quando o ponto de referência representa um alto valor, as pessoas tendem a realçar o impacto financeiro da decisão e são mais propensas ao risco (HAMMOND; KEENEY; RAIFFA, 2006, p. 180).

As motivações podem ser tomadas e modificadas ao longo do processo. De acordo com Capron, L., & Shen, W. (2007, p.571): "As fusões e aquisições podem ser um meio para as empresas obterem acesso a recursos críticos de que carecem internamente, como conhecimento, habilidades e tecnologia". Já para Gaughan, P. A. (2018): “Fusões, aquisições e reestruturações corporativas envolvem uma ampla gama de transações que as empresas usam para expandir suas operações, entrar em novos mercados ou se reposicionar estrategicamente”.

2.2.2 CONTRATAÇÃO DO *ADVISOR*

A contratação de um *Advisor* ou Assessor pode ou não acontecer ao longo do processo. Não é obrigatório que o *sell-side* utilize o auxílio de profissionais especializados em transações; porém o padrão adotado por grandes captações de recursos ou vendas de empresa é a adoção da cooperação de peritos conhecedores da temática.

Dentro do mercado financeiro, esse trabalho é realizado por *boutiques* de F&A ou por bancos de investimentos que detêm *trackrecords* em transações e experiências negociais complexas. Além disso, estes serão responsáveis por estimar o valor da empresa, normalizar as demonstrações financeiras e posteriormente, possibilitar o descobrimento de investidores ideais por deterem amplo *networking*.

O assessor, normalmente, recebe pagamentos do seu contratante de duas maneiras: *Retainer* ou *Success Fee*. O primeiro, é um pagamento mensal para o *advisor* ao longo da jornada e, o segundo, é uma taxa de sucesso caso a captação ou venda se concretize com valores percentuais variando entre 1% a 10% do valor total da transação.

2.2.3 PREPARAÇÃO DA EMPRESA

No livro *Fusões e Aquisições de A a Z*, Sherman (2018) afirma que a preparação é a etapa mais importante no ponto de vista do vendedor. O autor complementa que, nesta parte do processo, o vendedor deve estar preparado para providenciar todas as informações necessárias e para discutir termos financeiros e condições para a venda da empresa. Além disso, é imprescindível que a preparação leve em conta as seguintes ações:

- a) Identificar os objetivos financeiros e estruturais da transação;
- b) Desenvolver um plano de ação;
- c) Entender a atual situação do mercado e diferentes valores de ofertas que poderão receber;
- d) Identificar potenciais dificuldades legais e financeiras para o sucesso da transação.

Nesta fase, a duração pode variar entre 2 e 6 meses e, o plano de vender a empresa ou captar recursos passa por critérios específicos de análise de mercado,

setorial e financeira. Além disso, existe a elaboração de materiais como o *teaser* e o *data room* que dão suporte ao início da organização para uma futura transação. Os âmbitos macro e micro ambientais também são relevantes para a tomada de decisão estratégica dos acionistas e assessores.

Segue abaixo os conceitos dos documentos realizados nesta fase do processo:

- *Análise setorial e interna*: É realizada de diversas maneiras. Uma técnica usualmente utilizada é chamada de Matriz SWOT;
- *Long e Short List*: Lista de potenciais investidores compatíveis com a empresa que deseja captar recurso ou ser comprada;
- *Teaser*: Resumo das principais características e dados da empresa;
- *Data Room*: “Sala de Dados” é o local onde estarão disponibilizadas todas as informações relevantes da empresa;
- *Infomemo*: memorando ou documento que descreve as informações principais da empresa;
- *Normalização das Demonstrações Financeiras*: Adequação de dados contábeis e financeiros à “linguagem” utilizada pelos investidores;
- *Projeções financeiras*: estimativa de dados financeiros da empresa ao longo dos anos que virão;
- *Valuation*: estimativa de valor da empresa.

Dentro da etapa de preparação da empresa, o material mais significativo entre os mencionados anteriormente, é o *Valuation*.

Arte ou ciência? De acordo com Costa, Costa e Alvim (2010), há variados métodos para medir o valor de uma empresa; entretanto, sem apresentar valor exato, visto que apesar de técnicas modernas, as análises são feitas de acordo com premissas e suposições, originando valores próximos ou similares do cenário realista. Copeland, Koller e Murrin (2002, p 249) contextualizam que:

Uma vez desenvolvidos os cenários, pode-se estimar o valor geral da empresa. Isto envolverá uma média ponderada dos valores dos cenários independentes, com atribuição de probabilidade de ocorrência a cada um deles. O desenvolvimento de cenários não significa variar mecanicamente a taxa de crescimento das vendas em 10%. Pelo contrário, refere-se ao desenvolvimento de um conjunto abrangente de premissas sobre como e por que o futuro se desenvolverá e sobre como isto pode afetar a lucratividade do setor e o desempenho financeiro da empresa

Dentro das suposições, os autores, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 238) explicam que

A previsão deve ser longa o bastante para que se possa, com segurança, projetar o crescimento do período do valor contínuo como sendo próximo da taxa de crescimento da economia. Um crescimento muito mais elevado faria com que as empresas adquirissem um porte pouco realista em face da economia como um todo. Recomendamos, no tocante à maioria das empresas, que se utilize um período de previsão entre 10 e 15 anos.

Anteriormente, o estudo trouxe uma contextualização acerca das motivações para a venda de uma empresa; porém, nesta etapa o valor de um ativo pode crescer ou decrescer exponencialmente, de acordo com as motivações do comprador. Além disso, por abranger uma série de variáveis, o *Valuation* de uma companhia também pode diferenciar-se dependendo da ótica do analista ou *stakeholders* envolvidos no processo de captação de recurso ou venda de uma empresa: vendedores, compradores e bancos de investimentos.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 135), resumem que: “[...] o valor de uma empresa é movido por sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo”.

Já de acordo com o “Papa do *Valuation*”, o indiano Damodaran (2002), ainda que essa estimativa utilize modelos complexos, é notória e significativa a subjetividade em torno das premissas empregadas. Entretanto, a metodologia tem semelhanças por adotar abordagens ligadas ao Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ou avaliações por múltiplos financeiros das empresas.

Entretanto, Martins (2001, p. 263), entende que “Ao avaliar uma empresa objetivamos o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia”. Para o autor, os métodos mais adotados são:

1. Fluxo de Caixa Descontado (FCD).
2. Comparações de empresas do mercado;
3. Ajustes em ativos e passivos contábeis;

Na primeira abordagem, Assaf Neto (2003, p. 586) constata que:

Na avaliação econômica de investimentos, o método de fluxo de caixa descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico. Esse método de cálculo de valor, está voltado

para a apuração da riqueza absoluta do investimento – valor presente de um fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro – estando perfeitamente consistente com o objetivo enunciado das finanças corporativas de maximização do valor da empresa.

O FCD, detém todos os componentes necessários para encontrar uma estimativa de valor precisa (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 1994). Para Costa, Costa e Alvim (2011), há três óticas para utilizar esse modelo:

- dos ativos (utiliza o FCFF ou *free cash flow to firm*),
- do capital de terceiros (fluxo de caixa dos credores subtraído pelo custo de capital de terceiros atual)
- do acionista (é a soma dos FCFEs estimados ou *free cash flow to equity*, subtraído pelo custo de capital próprio no presente).

Nos ativos, Müller e Teló (2003, p. 98) “consideram que o valor de uma empresa está, basicamente, em seu balanço patrimonial.” Além disso, de acordo com Martins (2001, p. 269), “O modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um Goodwill significativo”. Adicionalmente, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 170) analisam que dentro dessa metodologia,

O fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa operacional efetivo da empresa. É o fluxo de caixa total após impostos gerado pela empresa e disponível para todos os fornecedores de capital, tanto credores quanto acionistas. Pode ser considerado como o fluxo de caixa após impostos que estaria disponível para os acionistas se a empresa não tivesse dívidas. O fluxo de caixa livre surge antes do financiamento e, assim, não é afetado pela estrutura financeira da empresa, ainda que esta estrutura possa afetar o custo médio ponderado do capital da empresa e, assim, seu valor.

E visando o capital de terceiros, Costa, Costa e Alvin (2011, p. 92) entendem que:

Os financiadores por capital de terceiros (credores) não possuem propriedade sobre os ativos, embora os tomem em alguns casos como garantia para a efetivação do contrato de financiamento. O contrato firmado entre a empresa e os credores garante uma remuneração prometida (juros) periodicamente ou no fim do prazo estabelecido, sob pena de execução da empresa e tomada de propriedade dos ativos dados em garantia, em caso de inadimplência. Quando o financiamento da empresa é realizado por capital próprio, não há contrato estabelecendo o pagamento de juros e tampouco a devolução do principal em algum ponto no futuro.

Ao analisar o segundo método, Damodaran (1997, p. 17) afirma que “o valor de um ativo deriva da precificação de ativos “comparáveis”, padronizados pelo uso de uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas”. Em 2002, o autor, entende que este método pode ser realizado com mais rapidez em comparação ao primeiro. Ao utilizar índices como preço/lucro ou EV/EBITDA de outras empresas de mesmo setor e tamanho, a tendência é estimar valores próximos entre elas. Para ele:

A atratividade dos indicadores é que são simples e é fácil se relacionar com eles. Podem ser utilizados para obter estimativas de valor com rapidez, para empresas e ativos, e são especialmente úteis quando há um grande número de empresas comparáveis sendo negociado nos mercados financeiros e quando o mercado está, em média, precificando estas empresas corretamente. (DAMODARAN, 1997, p.18)

Entretanto, para o autor, "Um dos maiores desafios na avaliação de empresas jovens, em dificuldades e complexas é que os métodos usuais de avaliação não se aplicam e novos métodos devem ser desenvolvidos" (Damodaran, 2010, p. 37).

Apesar de ambos os métodos serem aceitos dentro do mercado de estimativa, bancos de investimentos ou *boutiques* de M&A, usualmente adotam essa metodologia para estimar o valor da empresa que estão assessorando por terem mais fundamentos comparativos de outras empresas similares. Corroborando Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 183) “A abordagem por múltiplos baseia-se na ideia de que ativos semelhantes devem ter preços semelhantes”.

De acordo com Sherman (2018), existe alguns desafios para estimar o valor de pequenas e médias empresas:

- a) Pouco controle de dados internos;
- b) Dificuldade em obter informações financeiras;
- c) Pouca diversificação de produtos;
- d) Falta de experiência dos empresários;
- e) Maior sensibilidade à mudanças macro e microeconômicas.

Além disso, Boone, A. L., & Mulherin, J. H. (2007, p.681) afirmam que: "Os empresários vencedores em leilões podem experimentar a maldição do vencedor quando superestimam o valor da empresa-alvo e fazem lances muito altos.” Essa afirmação pressupõe que em situações de empresas muito visadas no mercado, os valores do *Valuation* podem estar desconhecidos da realidade.

2.2.4 ABORDAGEM AOS INVESTIDORES

A abordagem aos investidores é uma etapa crucial para que a transação ocorra positivamente até a última etapa do processo. Encontrar o investidor ideal para o negócio passa por uma série de perguntas e critérios objetivos interligados com a compatibilidade acerca das motivações explícitas e implícitas dos *stakeholders* de ambos os lados. Adicionalmente, o apoio da rede de relacionamentos dos *advisors* tende a encurtar o processo de alcançar o parceiro adequado. Segue abaixo tipos de investidores que realizam fusões ou aquisições de empresas:

Tabela 2 – Relação dos tipos investidores e valores realizados em transações

TIPOS DE INVESTIDORES	VALORES DA TRANSAÇÃO
<i>Venture Capital</i>	R\$100 mil até R\$100 milhões
<i>Private Equity</i>	Entre R\$5 milhões até R\$500 milhões
Empresas	Entre R\$100 mil até R\$500 milhões

Fonte: Elaborado pelo autor

Esses estágios de investimentos irão se adequar de acordo com o tamanho da empresa, o valor estimado alcançado no *valuation*, a sinergia entre os *stakeholders*, modelos de negócio, entre outros fatores. Dentro dos aportes realizados por Venture Capital, podemos segmentá-los em algumas nomenclaturas: investimento anjo (até R\$1 milhão), investimento *Seed* (até R\$5 milhões) e Séries A, B e C (entre R\$5 milhões e R\$100 milhões).

Sob a ótica do investidor, investimentos em estágios iniciais apresentam elevado risco e potenciais retorno maiores. De acordo com Sherman (2018), tomar a decisão de aportar capital nessas empresas, passar por análises em critérios como:

- Pessoas: missão, propósito, atração de talentos, potencial de executar e *trackrecord*;
- Mercado: tamanho, setores, cadeias produtivas e diferenciais;
- Processo: vendas, produto, tecnologia, *customer success* e governança interna;
- Retorno: rentabilidade, crescimento, tamanho do aporte, *exit* e *captable*.

Esses critérios fazem parte das Teses de Investimentos utilizadas como base na alocação de recursos ou na compra de empresas. Além dos parâmetros citados acima, investidores podem adicionar às suas teses, critérios como: tipo de transação (total, majoritária ou minoritária), região de atuação, número de funcionários, dados financeiros (receita bruta, líquida, *EBITDA*, endividamento) ou até mesmo carteira de clientes.

Para o lado do empresário, o mapeamento de potenciais investidores realizado na etapa de preparação, tem a nomenclatura de *Long e Short List*; listas baseadas no tipo de investidor que desejam, seja financeiro ou estratégico e, tamanho do aporte que querem receber. A combinação de ambos os lados, devem focar em sinergias culturais, estratégicas e estimar potenciais resultados positivos com as compatibilidades mapeadas.

Após isso, o contato efetivo ao investidor deve, também, ser preparado com cautela. Materiais realizados anteriormente, como *Teaser e Data Room*, serão revisados e apresentados aos investidores. Adicionalmente, se organizar para prováveis perguntas e respostas realizadas por investidores e, ter em mãos contratos jurídicos que garantam a exclusividade e privacidade para o empresário, como o *NDA*, são indispensáveis para uma abordagem assertiva ao investidor.

Com o início das conversas entre empresa e investidor, o relacionamento criado tende a ser um fator relevante para o sucesso operacional da transação. Para DePamphilis (2010), a abordagem poderá ser realizada por e-mail demonstrando interesse em realizar começar a negociação e apresentar uma série de opções negociais vantajosas para que esta ocorra. Adicionalmente, o autor menciona a importância em saber se identificar, apresentar a empresa e estudar o outro lado de maneira correta; conseqüentemente, analisando as suas reações após cada proposta realizada.

Supondo que as conversas tenham continuidade e se intensifiquem, é comum que, após determinado momento, os investidores apresentem uma *Letter of Intent (LOI)*; documento que oficializa o interesse do *buy-side* em prosseguir com a transação e especifica cláusulas essenciais e modos de pagamento. Entretanto, apesar do termo de confidencialidade tenha sido assinado anteriormente, é usual, que uma das partes envolvidas não deseje assinar a *LOI* para que, em caso de desistir de avançar com a transação, não tenha riscos legais (DEPAMPHILIS, 2010). Essa “carta” pode ser uma oferta vinculante ou não-vinculante.

2.2.5 NEGOCIAÇÃO

Arte ou ciência? Para muitos negociar requer apenas habilidades nos âmbitos comunicacionais, como oratória e persuasão e, de relações interpessoais; porém, a existência de técnicas e estudos relevantes para que o objetivo da negociação seja atingido com sucesso têm se espalhado ao longo do tempo.

Segundo Acuff (2004, p.355), é possível destacar estratégias negociais como:

1. Planejar a negociação.
2. Adotar o método de ganhos mútuos e recíprocos.
3. Manter altas perspectivas.
4. Usar linguagem clara e acessível.
5. Fazer diversas perguntas e após escutar com muita atenção.
6. Construir relações interpessoais consistentes.
7. Manter a integridade pessoal.
8. Não fazer concessões desnecessárias.
9. Fazer da paciência uma obsessão.
10. Estar culturalmente afinado, adaptando o processo de negociação ao ambiente de cada cenário.

Diante disso, podemos ressaltar que “é compreender que toda negociação é um processo, em que o negociador se prepara antes do encontro com a outra parte interessada e, depois de selado o acordo, haverá a implementação das decisões” (ANDRADE; ALYRIO; MACEDO, 2010, p. 5).

Negociação é o processo de buscar aceitação de ideias, propósitos ou interesses visando ao melhor resultado possível, de tal modo que as partes envolvidas terminem a negociação consciente de que foram ouvidas. (JUNQUEIRA, 1988, p. 5). Os negociadores tem quatro estilos básicos: controlador, apoiador, analítico e catalisador (JUNQUEIRA, 1988).

De acordo com DePamphilis (2010, p. 173), “A fase da negociação é a mais complexa nos aspectos processuais de aquisição. Ela envolve refinar o *valuation*, estruturar o *deal*, conduzir a *due dilligence*, e desenvolver o plano financeiro.”

A maioria dos processos de *M&A* têm negociações amigáveis, porém há momentos no qual a transação pode se tornar hostil e terminar instantaneamente. O

sucesso ou fracasso, depende de quem irá conduzir as negociações e de qual maneira, formal ou informal (GAUGHAN, 2002).

Para que a captação de recursos ou venda da empresa, é necessário contextualizarmos os seguintes termos a seguir:

- Mediação é a intervenção de um terceiro imparcial e neutro, sem qualquer poder de decisão, para ajudar os envolvidos em um conflito a alcançar voluntariamente uma solução mutuamente aceitável. A mediação se faz mediante um procedimento voluntário e confidencial, estabelecido em método próprio, informal, porém coordenado. (CALMON, 2008, p 119).
- Conciliação é, pois, um mecanismo de obtenção de autocomposição que em geral, é desenvolvido pelo próprio juiz ou por pessoa que faz parte ou é fiscalizado ou orientado pela estrutura judicial; e que tem como método a participação mais efetiva desse terceiro na proposta de solução, tendo por escopo a só solução do conflito que lhe é concretamente apresentado nas petições das partes. (CALMON, 2008, p 144).

Como Vezzulla (2001, p.27) afirma, “A regra básica da comunicação fundamental em negociação e mediação é a de escutar com atenção”.

Existem também acordo verbais que resultam em contratos escritos posteriormente. De acordo com Baker, G. P., Gibbons, R., & Murphy, K. J. (2002): "Contratos relacionais são contratos incompletos nos quais as partes deixam alguns termos não especificados, contando, em vez disso, com o relacionamento contínuo para preencher as lacunas". Esse tipo de contrato só é eficaz quando os envolvidos têm uma relação de confiança sólida.

Dentro dessa etapa do processo, termos e valores estipulados na fase anterior são definidos e documentados no *MOU* ou *CCVA* dando legitimidade à transação. As condições da transação são discutidas com: acordos de confidencialidade, número de ações divididas, cláusulas de performance e pacotes de compensação financeira. A estruturação do *deal* pode durar meses até que ambas as partes o considerem satisfatório.

2.2.6 CONTRATAÇÃO DOS ASSESSORES TÉCNICOS

Assessores técnicos são relevantes na análise jurídica dos documentos apresentados em fases anteriores e nas seguintes do processo. Em muitas transações

complexas, a contratação de especialistas fornece segurança e suporte nos âmbitos do direito: societário, de regulamentações, trabalhista e empresarial.

Segundo a Bloomberg Línea, em análise realizada pela empresa TTR, os dez escritórios de advocacia com maiores valores de transações em 2021 no Brasil são apresentados na Figura 2 abaixo:

Figura 2 – Os escritórios de advocacia que lideraram fusões e aquisições no Brasil em 2021

Ranking	Escritório	Valor (em bilhões de R\$)	Número de transações	Sell-side (em bilhões de R\$)	Buy-side (em bilhões de R\$)
1	Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Queiroga	147.3	96	40.5	106.8
2	Lefosse Advogados	93.4	61	22.3	71.1
3	Pinheiro Neto	80.1	62	65.9	14.2
4	Barbosa Müssnich e Aragão	59.0	73	39	19.9
5	Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados	58.5	81	32.9	25.5
6	Madrona Advogados	57.2	45	53.3	3.9
7	Souza, Mello e Torres	53.2	23	2	51.1
8	Stocche Forbes Advogados	40.2	41	21.2	18.9
9	Cescon, Barrieu Flesch e Barreto	37.2	56	25.5	11.6
10	Bronstein Zilberberg Chueiri e Potenza	21.7	137	11.1	10.6

Fonte: TTR (2021)

2.2.7 EXECUÇÃO CONTRATUAL

O CCVA ou Contrato de Compra e Venda de Ações é um dos principais documentos do processo. Para Modesto Carvalhosa (2009, p. 13), “nas companhias, a manifestação da vontade social perante terceiros faz-se eficazmente por meio dos diretores”. Ou seja, a celebração do contrato entre as partes, normalmente, é assinada por diretores ou sócios da organização.

Principalmente em pequenas e médias empresas, é comum que o Conselho de Administração e quadro societário seja formado por diretores e fundadores da empresa.

De acordo com Nelson Eizirik (2001, p. 315), essa situação “se justifica pelo fato de desempenharem as atividades inerentes à administração ordinária e representação da companhia”.

A sociedade anônima é a pessoa jurídica de direito privado cujo capital social é dividido em ações e na qual a responsabilidade dos acionistas é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (PEDREIRA, 2017, p. 21).

Alfredo de Assis Gonçalves Neto (2005, p. 293) afirma que a incorporação é “operação de concentração empresarial pela qual uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”. Diante disso, o CCVA é a ferramenta legal para que a transação ocorra.

Preço de compra e seus ajustes, prazos, garantias, condições de fechamento e penalidades são documentadas no contrato que pode se tornar extenso. Após isso, ambas as partes envolvidas utilizam os seus assessores jurídicos para revisar e adequar a minuta.

A figura apresentada a seguir ilustra as quatro partes principais de um CCVA:

Figura 3 - Estrutura básica de um CCVA



Fonte: (LUZIO, 2015)

2.2.8 DUE DILIGENCE

A *DD* não é apenas um processo a ser realizado, mas sim uma prova real de todas as etapas anteriormente executadas (SHERMAN, 2018). Usualmente, a *Due Diligence* é conduzida pelos Compradores que desejam utilizar o tempo necessário para completar a investigação, enquanto o Vendedor deseja limitar o acesso a informações (DEPAMPHILIS, 2010).

Finkelstein (2004, p. 99) afirma que “A *due diligence* é essencialmente sobre detalhes, que geralmente devem ser considerados”. Esses detalhes incluem, principalmente, análises das seguintes informações:

Tabela 3 – Relação das áreas e lista de informações em uma Due Diligence

ÁREA:	LISTA DE INFORMAÇÕES:
Financeira	Balancete de verificação, Demonstrações Financeiras, Disponibilidade, Recebíveis de qualquer natureza, Estoques, Créditos de curto e longo prazo, Imobilizado, Fornecedores, Empréstimos e financiamentos, Resultado e Partes relacionadas;
Tributária	IRPJ e CSL, PIS e COFINS, Retenções, Incentivos Fiscais, ISS, ICMS e IPI, Créditos, Parcelamentos, Tributos em atraso e Fiscalização e autos de infração
Trabalhista	Folha de pagamento e encargos sociais, Prestadores de serviços, autônomos e representantes comerciais da Empresa, Parcelamentos, Tributos em atraso e Fiscalização e autos de infração;
Contratual	Contratos relevantes, Seguros, Contratos de locação, Logística, Contratos Gerais;
Legal	Sociedade Anônima, Operações Financeiras e com Partes relacionadas, Registros, inscrições, incentivos, alvarás e licenças, Certidões, Processos judiciais e administrativos, Imóveis, Propriedade intelectual,

Contencioso Administrativa	Contencioso Tributário, Contencioso Trabalhista/Previdenciário, Processos Administrativos;
Regulatória	Comprovar a regularidade e documentos que comprovam da sociedade perante os demais órgãos federais, estaduais e municipais, no que se refere ao cumprimento das normas específicas relativas às condições para prestação dos serviços

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com Miller (2008, p.49), “O processo de *due diligence* é extremamente importante, uma vez que afeta a decisão do comprador em investir ou não na aquisição da Companhia-Alvo, em quais termos e por qual preço.”

Para que haja precisão nessas análises e o mínimo de conflito de interesses possíveis, o levantamento das informações, usualmente, é realizado por uma empresa especializada em auditoria. Costumam-se analisar os aspectos mais objetivos do negócio, ou seja, os de caráter financeiro. Dessa forma, em regra, os integrantes da equipe responsável pela *due diligence* têm formação financeira, carecendo o grupo de multidisciplinaridade (NUNES; VIEIRA, 2009, p. 5).

Muitas empresas formam equipes multidisciplinares com capacidade e expertise para cumprir a *due diligence*, porém o que geralmente ocorre é a formação de uma equipe de background para avaliar os riscos financeiros envolvidos na operação. Isso faz com que o processo de *due diligence* fique muito focalizado, dispensando outros aspectos importantes que deveriam ser analisados (FARINAZZO et al., 2008, p. 8).

Ao longo da investigação, cada fato e dado “descoberto”, pode impactar nos valores finais e contingências da transação. Adicionalmente, caso a empresa investigada oculte algumas informações, há grandes chances que a transação não se concretize por descredibilizar o lado vendedor como um gesto de má-fé. Esse processo pode variar de caso a caso e, pode se tornar extenso dependendo do tamanho da empresa analisada.

Com o objetivo de auxiliar empresários, detalhar e antever potenciais documentos requisitados por parte do Comprador, segue abaixo algumas solicitações relevantes propostas por Sherman (2018):

- A. Lista dos *Shareholders*;
- B. Contratos de restrição de venda da empresa (acordos de compra/venda ou *stock options*);
- C. Relatórios contábeis de auditorias independente dos últimos 5 anos;
- D. Cópia dos balancetes mensais e anuais de verificação dos últimos 5 anos;
- E. Relação das aplicações financeiras em aberto, com tipos, taxas de juros e saldos, incluindo derivativos;
- F. Demonstrativo do cálculo do imposto de renda diferido ativo (prejuízos fiscais e diferenças temporárias);
- G. Previsão de receitas e projeções financeiras;
- H. Acordos coletivos e individuais de funcionários (compensatórios, benefícios, aposentadoria e pensão);
- I. Folha de pagamento dos últimos 5 anos;
- J. Planos de divisão de lucros e ações;
- K. Lista de propriedades, patentes, direitos, ativos tangíveis, marca, logotipo, slogan;
- L. Estatuto social, organogramas, atas de Assembleias Gerais e Extraordinárias, ações nominativas;
- M. Relação de contratos com clientes, fornecedores, confidencialidade, patente, garantias, importação/exportação, locação, ordens judiciais, certidões de dívidas e distribuição;

Essa etapa do processo consiste em revisar documentos do Vendedor de maneira estratégica, contratual, histórica e financeira. O autor, Luzio (2015, p. 92) constata que a *Due Dilligence* verifica “[...] seus ativos e passivos, suas práticas contábeis, trabalhistas, tributárias e os possíveis riscos destas práticas gerarem passivos”. Esta fase, por se tratar de um volume vasto de documentos e dados, pode durar entre 1 e 6 meses.

2.2.9 FECHAMENTO E PÓS-TRANSAÇÃO

As últimas duas etapas do processo se chamam Fechamento e Pós-Transação. Dentro do Fechamento, são realizadas as últimas ações para que a transação se encerre conforme acordado entre as partes ao longo do processo. Verificações nas minutas contratuais são intensificadas e, em caso de consentimento para prosseguir, é realizado o *signing* e o *closing*. O primeiro significa a assinatura efetiva do CCVA para a captação de recursos ou venda da empresa; e o segundo, a transferência ou pagamento da transação.

Na Pós-Transação, os desafios de integração se tornam prioridade para ambas as partes. Seja na cultura, quadro societário, sistemas, organograma de funcionários, reuniões, cotidiano ou rotinas; a combinação dos *stakeholders* visam atingir os motivos explícitos e implícitos anteriormente citados. Para alcançar esses objetivos, é necessário que as ações estratégicas e operacionais sejam bem definidas e estruturadas para que todo o processo extraia o máximo de resultado positivo da transação.

As principais razões da alta da taxa de insucesso das operações de aquisição estão relacionadas à gestão de pessoas, à complexidade presente no encontro de duas culturas, à transferência de habilidades e competências [...]”. (BARROS, 2003, p. 47).

Essa transição pode ser problemática e demorada; por isso, é necessário que as empresas estejam alinhadas durante esse tempo de adaptação. Nunes e Vieira (2008) afirmam que “é imprescindível que a gestão do encontro de culturas seja pensada anteriormente”. Buono, A. F., Bowditch, J. L., & Lewis, J. W. (1985, p.477) explicam que: "As fusões podem levar a conflitos entre diferentes culturas organizacionais, que devem ser administrados com cuidado para evitar consequências negativas."

Diante da integração, Taylor (2007, p.7) entende que:

O fluxo de uma boa equipe de integração relaciona a maioria destas emoções com o planejamento da mudança. Participação aliada à comunicação e velocidade são a base para um processo de mudança bem-sucedido. Estes fatores servem para reduzir a incerteza e as emoções que surgem no momento de insegurança gerado pelas mudanças. Trabalhar com visão futurista incentivará as pessoas a se livrar de sentimentos negativos e aumentará a empolgação dos envolvidos.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O estudo foi realizado com uma finalidade descritiva e documental acerca das argumentações apresentadas sobre o tema e objetivos. Além disso, foram utilizados embasamentos teóricos trazidos por autores especialistas e dados quantitativos para auxiliar na discussão.

Os dados podem ser tratados de forma quantitativa, isto é, utilizando-se procedimentos estatísticos, como o teste de hipóteses, ou de forma qualitativa como, por exemplo, codificando-os, apresentando-os de forma mais estruturada e analisando-os” (VERGARA, 1998, p. 57).

Para Beuren et. al (2003. p. 93) “a abordagem quantitativa é frequentemente aplicada nos estudos descritivos, que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis e a relação de causalidade entre fenômenos”. Na pesquisa quantitativa, ela “[...] considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las”. (SILVA; MENEZES, 2001, p. 20).

Já para Vieira (2006) a pesquisa qualitativa “geralmente oferece descrições ricas e bem fundamentadas, além de explicações sobre processos em contextos locais e identificáveis” e, o autor adiciona que este tipo de pesquisa “oferece um maior grau de flexibilidade ao pesquisador para a adequação da estrutura teórica ao estudo do fenômeno administrativo e organizacional que deseja”.

Nos métodos quantitativos e qualitativos, Richardson (1999, p. 80 apud BEUREN et. al 2003, p. 91) descreve que,

Os estudos que empregam uma metodologia quantitativa podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais. A abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão etc.

No método misto, Creswell et al. (2003, apud GRAY, 2012, p. 166), entende que:

a coleta ou análise de dados quantitativos e qualitativos em um único estudo, no qual os dados são coletados de forma concomitante ou sequencial, recebem prioridade e envolvem a integração de dados em uma ou mais etapas no processo de pesquisa.

Adicionalmente, essas análises serão realizadas de modo exploratório, interpretativista e documental por meio de referências bibliográficas de livros, artigos científicos, websites e vídeos. Para Martins e Theóphilo (2009, p. 54):

Uma pesquisa bibliográfica procura explicar e discutir um assunto, tema ou problema com base em referências publicadas em livros, periódicos, revistas, enciclopédias, dicionários, jornais, sites, CDs, anais de congressos, etc. Busca conhecer, analisar e explicar contribuições sobre determinado assunto, tema ou problema. A pesquisa bibliográfica é um excelente meio de formação científica quando realizada independentemente – análise teórica – ou como parte indispensável de qualquer trabalho científico, visando à construção da plataforma teórica do estudo.

Além disso, para auxiliar no alcance dos resultados esperados, a técnica de coleta foi ex-post-facto, pois basearam-se em situações ocorridas anteriormente. Diante disso,

A pesquisa exploratória tem como principal finalidade desenvolver esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos (...), desenvolvidas com o objetivo de proporcionar visão geral, de tipo aproximativo, acerca de determinado fato (...) realizado especialmente quando o tema escolhido é pouco explorado e torna-se difícil sobre ele formular hipóteses precisas e operacionalizáveis (GIL, 1999, p. 43).

“A investigação exploratória realizada em uma área na qual há pouco conhecimento acumulado e sistematizado. Por sua natureza de sondagem, não comporta hipóteses que, todavia, poderão surgir durante ou ao final da pesquisa” (VERGARA, 1998, p. 45).

“A pesquisa descritiva tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Neste caso iremos descrever as características de um procedimento de análises para obtenção do valor de uma empresa” (GIL, 1999 p. 44).

A pesquisa descritiva expõe característica de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação. Pesquisa de opinião insere-se nessa classificação (VERGARA, 1998, p. 45).

Com isso, o trabalho propõe analisar dados primários e secundários do período que percorre a criação de duas empresas financeiras brasileiras até a atualidade.

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Levando os métodos de pesquisas existentes, Lakatos e Marconi (2009, p.43) definem que pesquisar “significa encontrar respostas para questões propostas, utilizando

métodos científicos”. Com isso, o trabalho analisa de modo exploratório, o estudo de caso de duas empresas brasileiras de grande porte que realizaram o processo de fusão nesse século. Segue abaixo a Tabela 4 com as empresas analisadas:

Tabela 4 – Empresas analisadas

Empresa(s) inicial	Empresa(s) final	Tipo de operação
Itaú e Unibanco	Itaú Unibanco	Fusão

Fonte: Elaborado pelo autor

Com o método escolhido, Roesch (1999, p.156) entende que:

O estudo de caso como estratégia de pesquisa pode ser usado de modo exploratório (visando levantar questões e hipóteses para futuros estudos, por meio de dados qualitativos), descritivo (buscando associações entre variáveis, normalmente de caráter qualitativo) e mesmo explanatório

Além disso, segundo Yin (2005, p.18) estudos de casos:

representam a estratégia preferida quando se colocam questões do tipo “como” e “por que”, quando o pesquisador tem pouco controle sobre os acontecimentos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos inseridos em um contexto da vida real.

Os casos selecionados trazem como intenção explicitar os benefícios ou malefícios das transações. Atualmente, a Empresa Final é líder de mercado em seus respectivos setores, possui alto nível de gestão e relevância global no seu modelo de negócio.

3.2 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS

As informações foram retiradas de fontes secundárias por meio do processo documental a partir dos dados que estão à disposição em *sites* das empresas, artigos científicos e reportagens acerca do tema.

Os valores financeiros apresentados das empresas partem dos seus balanços contábeis auditados e análise dos gráficos acionários das companhias. Costa (2008, p.21) afirma que “os preços, ou os retornos das ações, carregam alguma informação sobre resultados contábeis que serão divulgados a posteriori, assim como estes últimos, após serem disseminados, conduzem a ajustes nos preços”,

Os fundamentos econômicos têm relevância por indicarem motivações extrínsecas das operações. Adicionalmente, por se tratarem de organizações que apresentam capital aberto para investimento no IBOVESPA, os dados são públicos e auditados por empresas especializadas. De acordo com Camargos e Barbosa (2007, p.470):

[...] apesar de diferentes abordagens com que as F&A são analisadas, observa-se predomínio na literatura econômico-financeira, nos últimos vinte anos, de questões envolvendo o impacto desses processos no valor de mercado das firmas envolvidas.”

Com isso, a pesquisa limitou-se em analisar o contexto histórico das duas instituições desde a sua criação até os dias atuais; de modo que, dados quantitativos e qualitativos auxiliassem há temática e análise da pesquisa.

3.3 ITAÚ E UNIBANCO

Em 27 de setembro de 1924 na cidade de Poços de Caldas, Minas Gerais, João Moreira Salles funda o armazém Casa Moreira Salles e é declarado como representante oficial de grandes bancos particulares e do Banco do Brasil na cidade. Esse armazém atualmente é conhecido como Unibanco (BOURROUL, 2014). Já a história do Itaú, começa na cidade de São Paulo, com Alfredo Egydio de Souza Aranha, que criou o Banco Central de Crédito no ano de 1945 (BOURROUL, 2014).

Ambas as histórias partem de veias empreendedoras de seus criadores e a paixão por economia e mercado financeiro. O autor Goulart (2007, p. 89) afirma que:

Considerando as especificidades do ambiente institucional de cada país, bem como os diferentes graus de desenvolvimento econômico, e diante da necessidade de que a pesquisa contábil assuma contornos nacionais, respondendo a questões e atendendo a demandas mais ligadas à realidade de cada nação, entende-se como recomendável a realização de estudos que tratem de aspectos pertinentes, por exemplo, ao sistema financeiro brasileiro.

Para o autor, as instituições financeiras são de considerada relevância para um sistema econômico saudável de um país. Esses agentes econômicos realizam serviços financeiros de intermediação, segurança e estabilidade econômica. Porém, de acordo com Silva e Moraes (2006, p. 25) “Onde quer que existam um sistema financeiro organizado e uma autoridade reguladora, essa autoridade entre as suas atribuições está a supervisão e acompanhamento da evolução de sua estrutura”.

Com isso, após perceberem o potencial que as instituições financeiras têm dentro de um país, as empresas começaram a realizar fusões e aquisições para ganho de *market share*, lucros, clientes e relevância. A primeira fusão do Itaú foi em 1964 e, em 2002, o banco começou a ser negociado na bolsa de Nova York. Já o Unibanco, teve sua primeira fusão concretizada em 1940 com a participação de três bancos diferentes e, em 1995, teve suas ações negociadas na bolsa americana.

Segundo Rodrigues (1994, p.56):

[...] os bancos vislumbravam a alternativa certa para capacitá-los ao desdobramento de suas funções enquanto prestadores de serviços e ao processamento do crescente número de transações. Os lucros auferidos por um mercado concentrado e conglomerado permitiam as altas inversões necessárias. O setor financeiro passou a ocupar um lugar de destaque na informática. Em 1988, entre os dez maiores usuários de equipamentos de grande porte havia quatro bancos, entre os dez maiores usuários de equipamentos de médio porte contavam-se seis bancos e entre os dez maiores usuários de microcomputadores apareciam cinco bancos. A indústria de informática passou a ter nos bancos não só sua maior demanda, mas também seus melhores investidores.

A oscilação das taxas de juros e inflação, fizeram com o que os bancos tivessem que se adaptar ao mercado ao longo do tempo. A busca por crédito e fomento da industrialização, permitiram que a capilaridade das instituições financeiras alcançasse grande parcela da população. Adicionalmente, com a criação de uma moeda sólida, advinda do Plano Real, demonstraram ao mercado a capacidade financeira-econômica no qual o país estava caminhando.

Tal plano e a conseqüentemente queda nas taxas de inflação, foi o fato mais marcante da década, contudo outros fatores também foram muito importantes, tais quais o processo de abertura comercial, as privatizações e as desregulamentações dos mercados, que representaram uma tentativa de minimizar a interferência governamental e maximizar a competitividade na economia. Estes fatores além de representar as reformas ocorridas na década de 90, ajudam a explicar o sucesso do Plano Real e o insucesso dos planos anteriores (PINHEIRO, GIAMBIAGI e GOSTKORZEWICZ, 1999, p. 6).

Adicionalmente, para Abreu (2014):

Ao pôr fim ao regime de alta inflação, o Plano Real fez aflorar dificuldades que impuseram novos e importantes desafios à condução da política econômica. A primeira delas foi a deterioração do quadro fiscal. O controle das contas públicas vinha sendo ajudado, há muitos anos, pelos efeitos assimétricos da alta inflação sobre as finanças públicas. Do lado da receita, o valor real da arrecadação vinha sendo razoavelmente preservado, graças a mecanismos de indexação que haviam sido introduzidos na legislação tributária (ABREU, 2014, p. 331).

Entretanto, com o início de uma abertura comercial e o aumento da demanda de crédito, resultou em novamente em uma instabilidade oscilatória do ambiente econômico no Brasil. Entende-se que:

A reversão repentina da rápida expansão de crédito que vinha tendo lugar desde o lançamento do Plano Real foi absorvida com dificuldade pelas empresas e famílias que, contagiadas pelo clima de otimismo, haviam recorrido com entusiasmo ao endividamento (ABREU, 2014, p. 336)

Para o funcionamento interno de Itaú e Unibanco, nota-se que as instituições se adaptaram e prosperaram no ambiente financeiro ao qual estão inseridas. Além disso, com o intuito de alcançar um desempenho eficiente,

O Itaú optou por manter o processamento centralizado, evitando problemas de segurança nos sistemas. O auto-serviço para o banco tornou-se mais importante do que para o Bradesco, já esse optou-se em abrir muito mais agências. A automação como forma de alcançar o cliente passou a ser tão importante para esses bancos que partiu de alguns deles as iniciativas de fornecer equipamentos de hardware para empresas em troca de volume de transações, primeiro em consignação e depois em venda direta, mediante cálculos de reciprocidade (RODRIGUES, 1994, p. 91).

Após 2005, a demanda por crédito aumentando e com taxas elevadas de spreads bancários para pessoa física, “os bancos reviram sua estratégia de expansão, passando a “apostar” na expansão do crédito, inicialmente no crédito à pessoa física e posteriormente no crédito à pessoa jurídica” (PAULA, OREIRO e BASÍLIO, 2013, p. 44). Apesar de Itaú e Unibanco terem características distintas; as instituições iniciaram o seu processo de fusão em 2008. Segundo Mora (2015):

[...] com a falência do Lehman Brothers, em setembro de 2008, explicitou a dimensão da crise econômica internacional e repercutiu sobre a oferta de crédito no Brasil (...) com a finalidade de atenuar a redução do crédito com recursos livres, foram adotadas medidas tributárias e os bancos públicos atuaram comprando carteiras de bancos em dificuldades e suprimindo o crédito demandado pelo mercado, na medida em que os bancos privados retraíram a oferta de crédito, em um movimento de aversão ao risco e preferência pela liquidez no caso dos nacionais e, também, no caso dos bancos estrangeiros, de transferência de recursos para a matriz (MORA, 2015, p. 12)

Segundo relatos de executivos, o processo de fusão foi realizado de maneira discreta e já tinha sido iniciado anos antes. Levando isso em consideração, as etapas do processo e o relacionamento entre membros da diretoria foi considerado mais simples em relação a outras transações (BOURROUL, 2014). Com a intenção de criar uma marca global, de acordo com Corazza e Oliveira (2007):

Um processo de internacionalização bancária, como o brasileiro ou de qualquer outro país, deve ser compreendido na dinâmica expansiva do capital, especialmente em sua dimensão bancária e financeira, no contexto de uma economia mundial em processo de globalização (CORAZZA e OLIVEIRA, 2007, p. 151).

Com a criação de uma marca consolidada e internacional, o Itaú Unibanco se tornou líder em depósitos após 2010 no Brasil. A internacionalização bancária pode “(...) estimular o ingresso de capitais externos para o equacionamento das dificuldades do setor bancário com a queda abrupta da inflação e a crise de 1995” (VIDOTTO, 2007, p. 395). Segundo Espindola (2016, p. 74):

Há um aumento no patrimônio líquido de bancos privados e estrangeiros, as operações de crédito diminuem, em virtude da preferência dos bancos por títulos cambiais e uma quantidade menor de bancos tende a concentrar um volume maior de depósitos.

Após a fusão de Itaú e Unibanco, a instituição ocupou cada vez mais parcela significativa no *marketshare* brasileiro. Por tratar-se de uma organização nacional que sabe comunicar com o seu público de maneira assertiva e navegar no ambiente financeiro brasileiro com maestria; instituições estrangeiras acabaram não prosperando com a eficácia e competição dos bancos nacionais. Segundo Freitas (2011, p. 19.):

os motivos que levaram essa redução foram as saídas das instituições estrangeiras que fracassaram em suas tentativas de conquistar o mercado brasileiro (devido à forte volatilidade macroeconômica após a introdução do câmbio flutuante), à subestimação das dificuldades ou a erros de avaliação sobre as perspectivas de negócios e lucros” segundo pela “a redução se justifica pelas estratégias bem-sucedidas de ampliação de parte de mercado por parte dos bancos brasileiros, tanto os de capital privado quanto público, como é o caso do BB e, em menor medida, da Caixa Econômica Federal (FREITAS, 2011, p. 19).

[...] entre 2001 e 2003, período de aversão ao risco dos bancos estrangeiros, que aumentou em função das crises externas que afetaram Argentina e Brasil; alguns bancos venderam suas subsidiárias, como os casos da venda do BBV (espanhol) e do Boavista (português) para o Bradesco (PAULA, OREIRO e BASÍLIO, 2013, p. 479).

O Itaú Unibanco utilizou-se da sua capacidade de adaptação ao mercado financeiro brasileiro e prosperou até chegar onde estão hoje. Uma forte governança, eficiência em satisfazer os clientes, transformação tecnológica permitiu que a instituição crescesse de maneira sólida e sustentável. Atualmente, é considerado o melhor Banco para se trabalhar no Brasil.

4. ANÁLISE DO CASO

Quais são os impactos para os *Stakeholders*? O dono do negócio, sócios, investidores, funcionários, assessores técnicos e jurídicos tiveram sua influência e representatividade dentro do processo. Ao concluir a transação, os impactos intrínsecos e explícitos das mudanças estruturais, culturais e operacionais pode diferir em cada captação de recursos ou venda da empresa. Castro (1996, p. 13) entende que

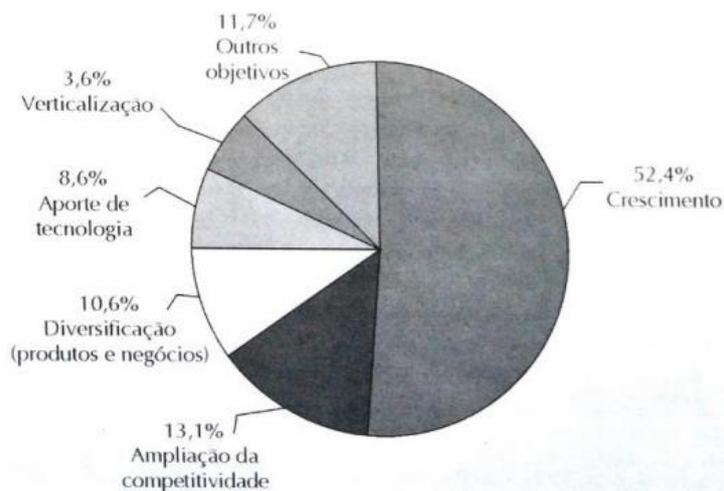
quando uma empresa monta um novo negócio, existem uma série de riscos associados ao planejamento, infra-estrutura, comercialização de novos produtos, contratação de pessoas, etc. É possível reduzir estes riscos através da aquisição de outra empresa já em plena atividade, além de remover um concorrente em potencial.

Botrel (2017, p. 32) afirma que “[...] o que se persegue com as combinações de negócios é a ocupação de uma melhor posição no mercado”. Adicionalmente, o autor constata que

Em determinadas situações, o aumento do EPS (earn per share – lucro por ação) via F&A realiza-se mediante negócios que tem por objetivo não o crescimento ou expansão das atividades, mas sua segregação ou mesmo eliminação (via cisão e/ou trespasse), com o objetivo de prevenir a contaminação de atividades eficientes por outras de eficiência reduzida ou duvidosa (BOTREL, 2017, p. 32).

Rossetti (2001), ilustra na Figura 4 abaixo objetivos variados que se esperam atingir após uma transação.

Figura 4 – Consolidação dos objetivos predominantes das fusões e aquisições no Brasil



Fonte: Rossetti (2001, p. 83).

Diante disso, adicionalmente, é possível reiterar a utilização das motivações citadas anteriormente. Muitas organizações que passam por longos processos transacionais devem realizar *checklists* dos fatores que os motivaram a iniciar a jornada e verificar a taxa de sucesso da transação. Martelanc (2010) entende que as razões para realizar Fusões & Aquisições passam por: eficiência, informação e sinalização, poder de mercado, vantagens fiscais, status e vaidade e comissionamento de executivos.

Bergmann et al. (2015) realizaram estudos em 40 organizações com a intenção de analisar a existência de resultados positivos ou negativos em F&A concluídas. De acordo com os autores,

No caso de retornos positivos, as hipóteses são de que o mercado enxergaria sinergias operacionais e financeiras, além de ganhos de escala ou market share. Tais análises, no entanto, são difíceis de comprovar empiricamente. Em caso de retornos negativos, tratam da interpretação de maximização da utilidade do administrador em detrimento da maximização da utilidade do acionista, ou seja, o mercado teve a percepção de que as aquisições realizadas foram oriundas de sistemas de recompensas ineficientes aos tomadores de decisão. Outra explicação para retornos negativos seria o pagamento de prêmios de aquisições acima dos valores justos avaliados pelo mercado, caracterizando a transferência de valor dos acionistas adquirentes para os acionistas adquiridos, indicando outras motivações para a estratégia de aquisição (BERGMANN et al., 2015, p. 1114, grifo do autor)

Do lado financeiro, “[...] as operações financiadas por meio de caixa, dívidas, mais de um recurso (misto) e o tamanho das empresas reduziram o desempenho financeiro” (BOMFIM; CALADO, p. 119). Reiterando a importância de realizar transações baseadas em dados e projeções cautelosas e analisando potenciais sinergias implícitas. Ego, vaidade, orgulho são comuns em transações que envolvem sentimento; porém, esses empecilhos devem ser deixados de lado o máximo possível dentro das negociações.

Complementando o aspecto financeiro, a instabilidade nos meses seguintes das transações pode impactar “[...] de forma significativa a liquidez das empresas, o que não ocorreu com a rentabilidade e a alavancagem” (VIEIRA et al., 2017). Viglioni et al. (2018) entende que “[...] o capital de terceiros é um importante fator para que a firma financie suas atividades, enquanto o tamanho da empresa representa o aumento do total de ativos”.

A partir das análises dos resultados da transação entre Itaú e Unibanco; contextualiza-se que no início do mês de novembro em 2008, os bancos anunciaram a sua fusão e se tornaram um dos maiores conglomerados financeiros do mundo.

Para Silva (2008, p. 12), atualmente, as instituições financeiras “tem uma preocupação constante em buscar um modelo que seja o mais eficiente possível, e que dê garantias de que após a transferência dos recursos aos clientes, haja seu efetivo retorno”.

Em análises realizadas por Souza e Gartner (2019) em 43 fusões de bancos nacionais, as conclusões tenderam a encontrar fatores negativos em ganhos de *market share* e concorrência. Porém “[...] a possível causa de retornos anormais acumulados positivos dos bancos rivais dos adquirentes recém fusionados são os indicadores de rentabilidade levemente positivos dos bancos fusionados (ROA e ROE)”. (SOUZA; GARTNER, 2019, p. 250).

Entretanto, Dantas e Lustosa (2006) realizaram estudos sobre a rentabilidade de instituições Financeiras brasileiras, com a intenção de analisar o desempenho de 50 bancos. Os resultados finais apresentaram que entre os anos de 2001 e 2005, aproximadamente 62% das organizações tiveram performance elevada em relação ao custo de oportunidade de capital.

Ao analisar a transação entre o Itaú e o Unibanco, é notável relatar, segundo relatos de participantes envolvidos no processo, algumas características das etapas do processo:

1. Motivações (primeira etapa o processo): o caso do Itaú Unibanco, não foi diferente. O objetivo entre as empresas é de gerar maior retorno financeiros aos seus *stakeholders*. Além disso, as estratégias de crescimento e globalizar as marcas foram motivações relevantes para que a transação ocorresse. Do lado financeiro, o Unibanco encontrava-se em situação mais precária em relação ao Itaú, ocasionando em um momento positivo para que se iniciasse o processo.
2. Contratação do Assessor em M&A (segunda etapa do processo): por se tratar de instituições financeiras que habitualmente realizaram transações e fusões e aquisições, o recrutamento de *advisors* qualificados. O Itaú contou com a assessoria dos bancos Goldman Sachs, Credit Suisse e JPMorgan. Já os bancos Merrill Lynch e UBS, foram contratados pelo Unibanco.

3. Preparação: essa etapa do processo durou cerca de um ano com o auxílio dos bancos de investimentos contratados. Durante essa etapa, são realizados estudos de mercado e de viabilidade econômica entre as empresas.
4. Abordagem: pelo fato de os presidentes dos bancos terem uma relação próxima, a quarta fase ocorreu em tom de sigilo entre os executivos Roberto Setubal, ex-presidente do Itaú e Pedro Moreira Salles, presidente do Unibanco.
5. Negociação: adentraram aqui em aspectos legais, integração de funcionários e sistemas e nova governança das organizações. Além disso, aspectos regulatórios foram pautas relevantes por se tratarem de empresas do mesmo setor e de portes significativos.
6. Contratação de Assessores técnicos: nesta fase, foram utilizados os serviços de quatro escritórios de advocacia. As áreas abordadas foram: regulatórias, societárias, internacional, governança e legais.
7. Execução Contratual: a realização desta fase ocorreu após a assinatura do *NDA (Non-Disclosure Agreement)*, Memorando de Entendimentos (*MOU*) e de um Acordo de Confidencialidade para preservar o sigilo e exclusividade da negociação.
8. *Due Dilligence*: a investigação das empresas de modo detalhado durou cerca de 6 meses e contou com a participação de membros de ambas as empresas envolvidas no processo.
9. Fechamento: diante do Fechamento, os contratos finais tiveram a inserção de pontos relevantes como: troca de ações, estrutura da governança, combinação de recursos, cultura organizacional, questões regulatórias.
10. Pós-Transação: para integrar as empresas, foram necessários a implementação de novos processos gerenciais, realização de diretrizes e reorganização de funcionários. A comunicação entre os executivos foi essencial para que a cultura e sinergia se mantivesse forte entre seus funcionários.

Em termos de resultados financeiros, em 2009, um ano após a fusão, o Itaú Unibanco alcançou faturamento de R\$ 54,7 bilhões, aumentando 21,9% em relação ao ano de 2008.

Já as suas ações foram representadas graficamente abaixo em azul escuro. Em azul claro, analisamos o crescimento das ações do IBOVESPA. Diante disso, segue as

informações relevantes sobre seus dados financeiros e ações retiradas do *site* Yahoo *Finance*:

Figura 5 - Evolução percentual das ações do Itaú Unibanco (ITUB4)



Fonte: Yahoo Finance (2023)

Em 2002, as ações do Itaú começaram a ser negociadas publicamente. Nos períodos entre a sua estreia na bolsa de valores até 2008 (ano de sua fusão e da crise imobiliária americana), vemos um crescimento máximo de 424,23% de suas ações. Porém, a partir de 25/05 de 2008 até 19/10 do mesmo ano, as suas ações despencaram a patamares equivalentes a 2005.

Nos anos que se passaram após a crise global de 2008 e a reestruturação do banco, o Itaú Unibanco atingiu o seu pico acionário com valorização de 1.117,55% em janeiro de 2019, demonstrando os benefícios da fusão realizada anteriormente.

Após a realização de 5 fracionamentos em suas ações e a distribuição de dividendos a partir de 2010, as ações oscilaram negativamente após a epidemia de 2020. Apesar dos desafios, o banco declarou lucro líquido de R\$ 4,899 bilhões no segundo trimestre de 2014 (BOURROUL, 2014). Atualmente, as ações estão com 705,32% de valorização em relação a 2002. Já acerca do período de 2008 a 2021, as ações do Itaú Unibanco cresceram em torno de 170%.

Caso investido R\$100 nas ações preferenciais do ITUB4 em 01/04/2013 e reinvestido os dividendos, o acionista teria ao final do mês de março de 2023 cerca de R\$313.

Segundo o Yahoo *Finance*, o Itaú Unibanco apresenta alguns dos seguintes indicadores financeiros na tabela abaixo:

Tabela 5 – Análise dos Indicadores Financeiros e Valores do (ITUB4)

Indicadores Financeiros	Valores
Capitalização de Mercado (em um dia)	R\$221.07B
P/L (Preço sobre Lucro) atual	8.23
Margem de Lucro	25,70%
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (últimos 12 meses)	17,98%
Receita (últimos 12 meses)	R\$115,57B
Lucro Líquido (últimos 12 meses)	R\$29,7B
Fluxo de Caixa Operacional (últimos 12 meses)	R\$108,9B

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do *site* Yahoo Finance (2023)

De acordo com Assaf Neto (2007, p. 115) “as formas de análise de uma empresa ocorrem através da comparação dos valores obtidos em suas demonstrações contábeis em um determinado período, comparando com períodos anteriores”. Lewis (1992, p.7) afirma que:

Em termos gerais, as alianças estratégicas proporcionam um volume maior de recursos, que permitem criar novos produtos, incorporarem novas tecnologias e reduzir custos, atingindo com isso a escala de produção necessária, o que facilita um melhor posicionamento nos mercados mundiais, antecipando-se aos concorrentes.

É possível documentar que, apesar das oscilações e crises macro e microeconômicas, os resultados do Itaú Unibanco são positivos. Aspectos como: cultura, tecnologia, riscos, produtos; são influenciadores diretos na rentabilidade e lucratividade de instituições financeiras. Com isso, percebeu-se que o Itaú Unibanco Holding S.A teve crescimento significativo em inúmeros indicadores e continua uma empresa eficiente, estável e inovadora após o seu último processo de fusão. De acordo com Zimmerman (2010, p. 56-57) nos dois primeiros anos após a fusão:

Em média, verificou-se que: (i) houve uma redução no retorno sobre os capital investido, (ii) um aumento no imobilização do capital próprio, (iii) a taxa de reinvestimento do lucro passou a ser menor após a fusão, (iv) houve um aumento no nível de liquidez imediata e encaixe voluntário e (v) pequena redução na margem de lucro (1%). Em relação aos índices econômicos e financeiros,

destacase o significativo aumento ocorrido na capacidade financeira dos bancos, em que a nova empresa gerada, através da fusão, possui alta liquidez e solidez financeira o que garante o pagamento de obrigações com terceiros. A prova disso é o índice de liquidez da holding, que subiu 60% em relação ao Itaú e 68% ao Unibanco (ZIMMERMAN, 2010, p. 56-57).

Sua Apresentação Institucional no primeiro trimestre de 2023, relata os seguintes dados e pontos de destaques abaixo:

- Marca mais valiosa da América Latina valendo US\$8,7 bi;
- Valor de mercado equivalente a US\$50,3 bi;
- Ativos totais chegando a R\$2.547 bi;
- ROE recorrente de 20,7%;
- Presente em 18 países e com 101 mil colaboradores no Brasil e exterior;
- Portfólio de produtos e serviços como: conta corrente, cartões, investimentos, consórcio, veículos, seguro, capitalização, imobiliário e previdência;

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

É possível examinar um leque diversificado de consequências financeiras, fruto de processos de F&A. Segundo autores, “[...] os resultados obtidos indicaram que os ganhos decorrentes de sinergias, integração entre empresas e melhor gestão administrativa em processos de F&A contribuíram para a redução de despesas das empresas” (PASIN et al., 2002, p. 12).

No lado pessoal, os empresários, gerentes e funcionários envolvidos nas transações de *M&A* podem:

Diagnosticar os riscos e as oportunidades para a saúde corporativa, construir uma nova equipe de cúpula, reconfigurar e comunicar a história a corporação, estabelecer uma cultura de desempenho para a nova companhia, interagir com novos stakeholders, empreender o aprendizado decisivo da integração e definir uma agenda de aprendizado para o período pós integração, traduzir suas ideias de uma fusão saudável para a linguagem de integração, e simplesmente conviver com a complexidade e o ritmo extenuante da integração – tudo isso iria certamente distender ao máximo as capacidades de desenvolvimento de liderança, é esse o ritmo que a situação impõe. (Fubini, Price e Zollo, 2008, p. 169)

Além disso, é essencial que papéis de liderança tomem iniciativas comunicacionais durante o período de transação e pós-transação. A função do líder deve estar relacionada a maximizar as capacidades profissionais e pessoais do seu liderado. Em situações de mudanças drásticas, como a venda de uma empresa ou reestruturação organizacional, é visível que sentimentos se aflorem; sendo eles, positivos ou negativos.

Quando a liderança assume uma postura de diálogo nos espaços de interação, desde os mais formais até os informais, abre-se uma porta para a transformação, líderes e liderados compartilham a mesma visão de mundo e saem impactados por essa comunicação. No entanto, para que isso aconteça, é necessário que ambas as partes estejam abertas e disponíveis (MANSI, 2014, p. 7).

Os líderes, segundo Gugler, K., & Weichselbaumer, M. (2004, p.1279): "A remuneração executiva tende a aumentar após fusões e aquisições, particularmente nos casos em que o CEO mantém sua posição após o negócio."

"A chave para o sucesso em *M&A* é desenvolver a capacidade de criar valor a partir da combinação de recursos e capacidades que a empresa resultante da fusão possui" (Hitt, Ireland, & Hoskisson, 2001, p. 198). De acordo com Beitel, P., Schiereck, D., & Wahrenburg, M. (2005, p.2045): "O sucesso de *M&A* pode ser explicado por

fatores como o tamanho e a distância geográfica entre o adquirente e o alvo, bem como o grau de sobreposição em seus negócios"

Capron, L., & Pistre, N. (2002, p.571) entendem que: "Os compradores podem obter retornos anormais quando fazem aquisições estrategicamente motivadas e cuidadosamente executadas."

Entretanto, para os seguintes autores, o processo não resultou em ganhos significativos para os envolvidos. Ireland, Hoskisson e Hitt (2015, p. 179) afirmam que "cerca de 20% de todas as fusões e aquisições são bem-sucedidas, aproximadamente 60% têm resultados decepcionantes e os 20% restantes são fracassos óbvios". Para Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992, p.1605): "O desempenho pós-fusão das empresas adquirentes é significativamente menor do que o esperado, dado o desempenho pré-fusão das empresas e as características do acordo de fusão".

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001, p.103) entendem que: "Não há evidências claras de que as fusões levem a um melhor desempenho operacional no longo prazo".

Os objetivos gerais e objetivos específicos do trabalho corroboram com a fundamentação teórica e metodologia analisada do caso envolvendo o Itaú e Unibanco. Esta fusão realizada em 2008 foi uma das maiores transações realizadas entre instituições financeiras mundialmente e gerou lucros para os stakeholders das instituições.

Diante das evidências apresentadas, é notável a crescente onda de processos de fusões e aquisições globalmente. Apesar de cenários econômicos instáveis, esse método pode ser utilizado como alavancas de crescimento para empresas de diversos setores e tamanhos. Entretanto, para alguns empresários, o difícil acesso as informações de como o processo deve ser realizado, pode ser um empecilho. Além disso, autores citados anteriormente apresentam estudos nos quais as transações não obtiveram resultados positivos.

Dessa forma, entende-se que, por se tratar de uma metodologia complexa, de inúmeros stakeholders e de conhecimentos interdisciplinares, é aconselhável que os empresários que adentrarem dentro do processo de Fusões e Aquisições, realizem análises estratégicas e de viabilidades econômicas da transação. A criação de valor, ganhos de escala, receita e *market share* são elementos difíceis de alcançar dentro das organizações; porém, essa ferramenta transacional pode auxiliar ao longo do caminho empresarial.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva et al. **A ordem do progresso: dois séculos de política econômica no Brasil**. Editora Campus–Elsevier, 2014. p.336.
- ACUFF, Frank L. **Como negociar qualquer coisa em qualquer lugar do mundo**. 2. ed. São Paulo: Senac, 2004. 355 p.
- AGRAWAL, A., JAFFE, J. F., & MANDELKER, G. N. (1992). **O desempenho pós-fusão das empresas adquirentes: Um reexame de uma anomalia**. *The Journal of Finance*, 47(4), 1605-1621.
- AMANN, E.; BAER, W. **Neoliberalismo e concentração de mercado no Brasil: O surgimento de uma contradição?** *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 48, p. 252-262, 2008
- ANDRADE, Rui Otávio Bernardes de; ALYRIO, Rovigati Danilo; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. **Princípios da negociação: ferramentas e gestão**. São Paulo: Atlas, 2010.
- ANDRADE, G., MITCHELL, M., & STAFFORD, E. (2001). **Novas evidências e perspectivas sobre fusões**. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 1. Ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**. 8º ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- BAKER, G. P., GIBBONS, R., & MURPHY, K. J. (2002). **Contratos relacionais e a teoria da firma**. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 39-84.
- BARROS, Betania T. **Fusões e aquisições no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2003. p. 47.
- BEITEL, P., SCHIEREK, D., & WAHRENBURG, M. (2005). **Explicando o sucesso de fusões e aquisições em bancos europeus**. *Journal of Banking & Finance*, 29(8-9), 2045-2068.

BERGMANN, Daniel Reed et al. **Avaliação dos Processos de Fusões e Aquisições no setor Bancário Brasileiro por meio de Estudo de Eventos.** Revista Brasileira de Gestão de Negócios, São Paulo, v. 17, n. 56, p. 1105-1115, abr./jun. 2015

BEUREN, Ilse Maria, LONGARAY, André Andrade. **Caracterização da pesquisa e contabilidade.** In: BEUREN, Ilse Maria. (Organizadora). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade. São Paulo: Atlas, 2003.

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

BOONE, A. L., & MULHERIN, J. H. (2007). **Os leilões induzem uma maldição do vencedor? Novas evidências do mercado de aquisições corporativas.** The Journal of Finance, 62(2), 681-707.

BOTREL, Sérgio. **Fusões e aquisições.** 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

BOURROUL, Marcela. **Os 90 anos de história do Itaú Unibanco.** 2014. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Inspiracao/Empresa/noticia/2014/09/os-ultimos-banqueiros.html>. Acesso em: 13 fev. 2023.

BOWER, J. L. (2001). **Nem todas as fusões e aquisições são iguais - e isso importa.** Harvard Business Review, 79(3), 92-101.

BUONO, A. F., BOWDITCH, J. L., & LEWIS, J. W. (1985). **Quando culturas colidem: A anatomia de uma fusão.** Human Relations, 38(5), 477-500.

CALMON, Petrônio. **Fundamentos da mediação e da conciliação.** Rio de Janeiro: Forense, 2008.

CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. **Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade.** Revista Contabilidade Vista e Revista, UFMG, Minas Gerais, v. 21, n. 1, p. 69-99, Jan./Mar. 2010

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.** Revista de Administração - RAUSP. São Paulo, v.42, n.4, p.470, Out/Nov/Dez 2007.

CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira.** 164 f. Dissertação de Mestrado em Economia, Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

CAPRON, L., & PISTRE, N. (2002). **Quando os adquirentes obtêm retornos anormais?** Strategic Management Journal, 23(9), 781-794.

CAPRON, L., & SHEN, W. (2007). **Aquisições como um meio de obter recursos: Percepções da teoria da dependência de recursos.** Journal of Management, 33(5), 571-594.

CARTWRIGHT, S.; SCHOENBERG, R. (2006). **Trinta anos de pesquisa em fusões e aquisições: Avanços recentes e oportunidades futuras.** British Journal of Management, 17(1), pp.1-5.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das sociedades anônimas,** Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis n. 9.457, de 5 de maio de 1997, 10.303, de 31 de outubro de 2001, e 11.638, de 28 de dezembro de 2007. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009.

CASTRO, Eduardo Francisco de. **Fusões e Aquisições no Setor Bancário - A Importância do Processo Pós-aquisição.** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1996.

CAVES, R. E. (1998). **Fusões e aquisições: As lições da história.** Oxford University Press.

CHATTERJEE, S., & WERNEFLT, B. (1991). **A ligação entre recursos e tipo de diversificação: Teoria e evidência.** Strategic Management Journal, 12(1), 33-48.

CHRISTENSEN, C. M., & BOWER, J. L. (1996). **Poder do cliente, investimento estratégico e o fracasso das empresas líderes.** Strategic Management Journal, 17(S1), 197-218.

COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação. Medindo e gerenciando o valor das empresas.** 2.ed. New York: John Wiley and Sons, 1994.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas.** Tradução Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002

CORAZZA, Gentil; OLIVEIRA, Reci de. **Os bancos nacionais face à internacionalização do sistema bancário brasileiro.** Análise econômica. Porto Alegre. Vol. 25, n. 47 (mar. 2007), p. 151-184, 2007.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas.** São Paulo: Atlas: 2010.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas.** 2. ed. São Paulo: Atlas: 2011.

COSTA JR., J.V. **Retornos anormais versus performances operacionais anormais de firmas brasileiras envolvidas em fusões e aquisições no período de 2002 a 2006.** São Paulo, 2008. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Disponível em: Acesso em: 16/06/2010.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos.** Nova Jersey: Wiley, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, A. (2010). **O lado sombrio da avaliação: Avaliando empresas jovens, em dificuldades e complexas.** FT Press.

DANTAS, J.A; LUSTOSA, P.R.B. **Rentabilidade das instituições financeiras no Brasil: Mito ou Realidade?** In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6., 2006, São Paulo. Pesquisa Contábil e Desenvolvimento Econômico–Social.

DEPAMPHILIS, Donald. **Noções básicas de fusões e aquisições.** Cambridge: Academic Press, 2010.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. Volume II. Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ESPÍNDOLA, Nicólli Cesconetto. **Reestruturação do sistema bancário brasileiro no período pós-estabilização macroeconômica**. 2016. 127 f. Monografia (Bacharel em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016

FARINAZZO et al. **A aplicação do referencial teórico nos processos recentes de fusões & aquisições**. Revista Novos Pesquisadores, São Paulo, Ano 5, n. 9, jul/dez 2008.

FINKELSTEIN, Sydney. **“Por que executivos inteligentes falham: e o que você pode aprender com seus erros.”**. Nova York: Portfolio, paperback edition, 2004, p. 99 (tradução livre).

FREITAS, Maria Cristina Penido. **A internacionalização do Sistema bancário brasileiros**. In: ACIOLY, Luciana; CINTRA, Antônio Macedo (Org.). Inserção internacional brasileira. 1ed. Brasília: IPEA, 2011, v. 2, p. 301-368.

GARCIA, S. F. A.; GATAROSSA, Â. A. L. B.; NEVES, M. F. **O ambiente institucional e as decisões de marketing em fusões: o caso da indústria de cerveja**. In: SEMEAD, 7., 2004, São Paulo. Anais eletrônicos... São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/Semead/7semead/paginas/artigos%20recebidos/marketing/MKT53_-_0_Ambiente_Inst_dec_mkt_em_fus%F5es.PDF>. Acesso em: 20 nov. 2022.

GAUGHAN, P. A. **Fusões, aquisições e reestruturações corporativas**. 3. ed. New York: J. Wiley, 2002.

GAUGHAN, P. A. (2018). **Teoria econômica de perturbação de fusões**. John Wiley & Sons.

GIL, A.C. **Metodos e Tecnicas da pesquisa social**. 5 ed. São Paulo: Atlas,1999.

GLADWELL, M. **Blink: a decisão num piscar de olhos**. Rio de Janeiro: Rocco, 2005.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de direito societário: sociedade anônima**. 1. ed. vol II. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005.

GORT, M. **An economic disturbance theory of mergers.** The Quaterly Journal of Economics, v. 83, n. 4, p. 624-42, Nov. 1969.

GOULART, A. M. C. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil.** p.89. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – FEA-USP, São Paulo, 2007.

GRAY, David. E. **Pesquisa no mundo real.** Porto Alegre: Penso, 2012.

GUGLER, K., & WEICHSELBAUMER, M. (2004). **Fusões e aquisições e mudanças na remuneração executiva: Evidências da Europa.** Journal of Business Finance & Accounting, 31(9-10), 1279-1310.

HAMMOND, J. S.; KEENEY, R. L.; RAIFFA, H. **As armadilhas ocultas na tomada de decisão.** Harvard Business Review, [Boston], v. 84, n. 1, Jan. 2006.

HITT, M. A., IRELAN, R. D., & HOSKISSON, R. E. (2001). **Gestão estratégica: Competitividade e globalização.** South-Western Pub.

IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E; HITT, M. A. **Administração Estratégica.** 10 ed. São Paulo: Cenage Learning Edições, 2015.

JENSEN, M. C; RUBACK, R. S. **O mercado de controle corporativo: As evidências científicas.** Journal of Financial Economics, v. 11, n. 1-4, p. 5-50, 1983.

JENSEN, M. C. (1993). **A revolução industrial moderna, saída e o fracasso dos sistemas de controle interno.** The Journal of Finance, 48(3), 831-880.

JUNQUEIRA, Luiz Augusto Costacurta. **Negociação: tecnologia e comportamento.** Rio de Janeiro: COP Editora Ltda, 1988.

KPMG CORPORATE FINANCE. **Pesquisa de fusões & aquisições 2018 - 2º trimestre: espelho das transações realizadas no Brasil.** [S.l.], c2018. Disponível em: Acesso em 09 de nov. 2022

LAKATOS, Eva M.; MARCONI, M.A. **Metodologia Científica.** 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

LEAL, Sayonara. **O papel das agências reguladoras no Brasil: os paradoxos da atuação da Agência Nacional de Telecomunicações - Anatel.** In: CONGRESSO

BRASILEIRO DE CIÊNCIAS DA COMUNICAÇÃO, 26., 2003, Belo Horizonte. Anais eletrônicos... Belo Horizonte: INTERCOM, 2003. Disponível em: <www.intercom.org.br/papers/nacionais/2003/www/pdf/2003_NP10_leal.pdf>. Acesso em: 18 set. 2022.

LEWIS, Jordan. **Alianças Estratégicas – estruturando e administrando parcerias para o aumento da lucratividade**. São Paulo: Pioneira, 1992.

LUZIO, Eduardo. **Fusões e Aquisições em Ato Guia prático: geração e destruição de valor em M&A**. São Paulo: Editora Senac, 2015.

MANSI, Viviane. **Liderança e construção de sentidos na organização: a comunicação dialógica**. Disponível em: <<https://casperlibero.edu.br/wpcontent/uploads/2014/04/Viviane-Mansi.pdf>> Acesso em: 06 nov.2022

MARKWALD, Ricardo A. **O impacto da abertura comercial sobre a indústria brasileira: balanço de uma década**. Revista Brasileira de Comércio Exterior, Rio de Janeiro: 2001. Disponível em: <<http://www.funcex.com.br/bases/68-Integra%E7aoRM.pdf>> . Acesso em: 26 out. 2022.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: Da mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2009

MILLER, Edwin L. **Fusões e aquisições: Um guia prático e legal passo a passo**. Canada: 2008, p.49 (tradução livre).

MORA, Mônica. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. 2015.

MINTZBERG, H.; RAISINGHANI, D.; THÉORËT, A. **A estrutura dos processos decisórios "não estruturados"**. Administrative Science Quarterly, New York, v. 21, n. 2, p. 246-275, Jun. 1976.

MÜLLER, Aderbal Nicolas; TELÓ, Admir Roque. **Modelos de avaliação de empresas**. Rev. FAE, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003

NONNENBERG, M. J. B. **Determinantes dos investimentos externos e impactos das empresas multinacionais no Brasil: as décadas de 1970 e 1990**. Texto para discussão n. 969, Rio de Janeiro: IPEA, ago. 2003. Disponível em:<http://www.ipea.gov.br/pub/td/2003/td_0969.pdf>. Acesso em: 29 out. 2022

NUNES, E. P.; VIEIRA, O. V. **Fusões e aquisições de empresas no Brasil: administrando o choque entre culturas organizacionais distintas**. In: V SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA – SEGeT. Anais... 2008. Resende (RJ), 2008. Disponível em: <https://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/438_438_artigo_fusoes%20e%20aquisicoes%20seget.pdf>. Acesso em: 07 nov. 2022

PAULA, Luiz Fernando de; OREIRO, José Luís; BASÍLIO, Flávio A. C. **Estrutura do setor bancário e o ciclo recente de expansão do crédito: O papel dos bancos públicos federais**. Nova Economia. Belo Horizonte, v.23, n.3, p. 473-520, set/dez. 2013.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões e FILHO, Alfredo Lamy. **Direito das companhias**. 2ª edição. Rio de Janeiro: 2017, p. 21.

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio; GOSTKORZEWICZ, Joana. **O desempenho macroeconômico do Brasil nos anos 90**. 1999.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PwC). **Fusões e aquisições no Brasil: junho de 2018**. [S.l.]: PricewaterhouseCoopers Serviços Profissionais Ltda., c2015. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoesaquisicoes/2018/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-junho-2018.html>> - Acesso em: 05 nov. 2022

PwC Brasil. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2020/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-dezembro-20.html>>. Acesso em: 20 de out. de 2022.

QUESADA, Beatriz. **Mercado de fusões e aquisições pode alcançar US\$ 4,7 trilhões em 2022, prevê Bain.** Exame. São Paulo, p. 1-1. 19 ago. 2022. Disponível em: <https://exame.com/invest/mercados/mercado-de-fusoes-e-aquisicoes-pode-alcancar-us-47-trilhoes-em-2022-preve-bain/>. Acesso em: 19 ago. 2022.

REED, S. F., LAJOUX, A. R. **A arte de M&A - um guia para fusões, aquisições e aquisições.** New York: Irwin, 1995.

ROCHA, Graciliano. **Os 10 escritórios de advogados que dominaram fusões e aquisições no Brasil.** Bloomberg Línea. São Paulo, p. 1-1. 06 fev. 2022. Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/2022/02/06/os-10-escritorios-de-advogados-que-dominaram-fusoes-e-aquisicoes-no-brasil/>. Acesso em: 27 out. 2022.

RODRIGUES, Andrea Leite. **Bancos comerciais nos anos oitenta: Um estudo exploratório sobre o papel da automação nas estratégias Mercadológicas do setor.** 1994. 157f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Escola de administração de empresas de São Paulo). São Paulo, 1994.

ROESCH, Sylvia M. A. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**, 2ª. ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração financeira.** São Paulo, Atlas, 1995.

SHERMAN, Andrew. **Fusões e aquisições de A a Z.** HarperCollins Leadership. Nashville: HarperCollins Leadership, 2018.

SILVA, D. H. F.; GALLO, M. F.; PEREIRA, C. A.; LIMA, E. M. **As operações de fusão, incorporação e cisão e o planejamento tributário.** In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4.; 2004, São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2004.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat; **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação.** 3. ed. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001. p. 1-121.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; MORAES, Marcos Campos. **Concentração do setor financeiro brasileiro após o plano real.** In CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE 6, São Paulo, p.25, 2006.

SILVA, Antônio. **Vantagens da internacionalização e fusão bancária no Brasil.** São Paulo, 2008

SOUSA, Lília Almeida. **A utilização da mediação de conflitos no processo judicial.** Revista do Tribunal Federal da 1ª Região, Brasília, v. 17, n. 1, p. 56, jan. 2005.

SOUZA, João Gabriel de Moraes; GARTNER, Ivan Ricardo. **Reação do mercado de ações a eventos de fusões e aquisições bancárias no Brasil: análise dos efeitos de aquecimento do mercado.** Revista Contabilidade & Finanças - USP, São Paulo, v. 30, n. 80, p. 234-251, mai./ago. 2019.

TAYLOR, C. **Fusões e Aquisições: uma avalanche de emoções no trabalho.** Valor Econômico – Eu& Investimento/ Carreiras. São Paulo: 2007

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, jan. / mar. 1996.

VERGARA, S. C. **Sobre a intuição na toma da de decisão.** Revista de Administração Pública, Rio de Janeiro, v. 27, n. 2, p. 130-157, abr./jun. 1993.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 2.ed., São Paulo: Atlas,1998

VEZZULLA, Juan Carlos. **Teoria e prática Guia para utilizadores e profissionais.** Lisboa: Agora Publicações, 2001.

VIEIRA, Luana Batista et al. **Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto.** REGE - Revista de Gestão, São Paulo, v. 24, n. 3, p. 235-246, dez./2017

VIEIRA, Marcelo Milano Falcão. **Por uma boa pesquisa (qualitativa) em administração.** In: VIEIRA, Marcelo Milano Falcão; ZOUAIN, Deborah Moraes (org.). Pesquisa Qualitativa em Administração. 2 ed. Rio de Janeiro: FGV, 2006. pp. 13-28.

WOOD JUNIOR, Thomaz; VASCONCELOS, Flávio C.; CALDAS, Miguel P. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Rae Executivo, v.2, n.4, nov. 2003.

WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J.. **Administração estratégica**. São Paulo: Atlas, 2000.

YIN, Robert K. The case study crisis: some answers. **Revista Trimestral de Ciências Administrativas**. Ithaca: Cornell University, v.26, mar.1981.

ZILBER, M.A.; FISCHMANN, A.A.; PIKIENY, E.E. **Alternativas de Crescimento: a Alternativa de Fusões e Aquisições**. RAM, Revista de Administração Mackenzie, Ano 3, n. 2, p. 137-154, 2002.