



**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL  
ÁREA DO CONHECIMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**LUCAS MUCKLER PEREIRA**

**ANÁLISE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL DE 2010 A 2021: COM  
ÊNFASE PARA O PERÍODO DA PANDEMIA DO COVID-19**

**CAXIAS DO SUL**

**2022**

**LUCAS MUCKLER PEREIRA**

**ANÁLISE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL DE 2010 A 2021: COM  
ÊNFASE PARA O PERÍODO DA PANDEMIA DO COVID-19**

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade de Caxias do Sul.

Orientadora: Profa. Ma. Lodonha Maria Portela Coimbra Soares

**CAXIAS DO SUL**

**2022**

**LUCAS MUCKLER PEREIRA**

**ANÁLISE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL DE 2010 A 2021: COM ÊNFASE PARA O PERÍODO DA PANDEMIA DO COVID-19**

Trabalho de conclusão de curso apresentado como requisito para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade de Caxias do Sul.

Orientadora: Profa. Ma. Lodonha Maria Portela Coimbra Soares

**Aprovado em 06/07/2022.**

**Banca Examinadora**

---

Profa. Ma. Lodonha Maria Portela Coimbra Soares - Orientadora  
Universidade de Caxias do Sul

---

Profa. Ma. Adriane Maria Silocchi  
Universidade de Caxias do Sul

---

Profa. Dra. Jacqueline Maria Corá  
Universidade de Caxias do Sul

## RESUMO

Conforme as corporações crescem, aumenta o desejo do empreendedor em maximizar seus lucros. Para continuar com o crescimento, existem diversas opções estratégicas que as empresas podem aderir e uma delas é a expansão inorgânica via fusões e aquisições. O presente trabalho tem por objetivo apresentar uma análise histórico-comparativa dos movimentos de fusões e aquisições no Brasil de 2010 a 2021, explorando tendências e influências exteriores para a realização destas transações, e dando ênfase ao período da pandemia do Covid-19. Para tal análise, são apresentadas as teorias econômicas sobre a constituição, comportamento e crescimento das firmas, conceitos sobre fusões e aquisições e a origem e desenvolvimento dessas no Brasil. Nesse sentido, a metodologia utilizada no segundo e terceiro capítulos foi a pesquisa teórica descritiva. No quarto capítulo, utilizou-se da metodologia histórico comparativa. Diante disso, conclui-se que na década de 2010 houve mudança natural de setores em foco das fusões e aquisições no Brasil, tendo relevância setores voltados à tecnologias e inovações, além de evidenciar a resiliência do número de transações diante da pandemia do Covid-19 e o crescimento de investimentos advindos de capital doméstico diante dos cenários adversos ao final da década de 2010.

**Palavras-chave:** Fusões e aquisições. Crescimento inorgânico. *Cross-border*. F&A. Brasil.

## ABSTRACT

As corporations grow, the entrepreneur's desire to maximize its profits increases. To continue the growth, there are several strategic options that companies can adhere to, and one of these is inorganic expansion via mergers and acquisitions. This study presents a historical-comparative analysis of mergers and acquisitions movements in Brazil from 2010 to 2021, exploring trends and outside influences for the transactions, and emphasizing the period of the Covid-19 pandemic. To conduct such an analysis, economic theories on the constitution, behavior and growth of firms, concepts on mergers and acquisitions, and the origin and development of these processes in Brazil are presented. The methodology used in the second and third chapters was descriptive theoretical research. In the fourth chapter, the comparative historical methodology was used. Therefore, it is pointed that, in the 2010s, there was a natural change in the sectors that were the focus of mergers and acquisitions in Brazil, with sectors focused on technologies and innovations gaining relevance. Besides, it is highlighted the resilience of the number of transactions in the face of the pandemic and the growth of investments from domestic capital in the face of adverse scenarios at the end of the 2010s.

**Keywords:** Mergers and acquisitions. Inorganic expansion. Cross-border. M&A. Brazil.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Tipos de transação apresentados por abrangência .....	30
Figura 2 - Índice EMBI+ Risco-Brasil de abril de 1994 a janeiro de 2000 .....	43
Figura 3 - Histórico de transações de F&A no Brasil de 1992 a 2000 .....	45
Figura 4 - Concentração do Número de Transações de F&A de 1992 a 2018.....	48
Figura 5 - Comparativo de transações por setor de 2000 a 2018 .....	49
Figura 6 - Crescimento de F&As nos principais setores com base 100 = 2000 .....	50
Figura 7 - Histórico de transações de F&A no Brasil de 2010 a 2018 .....	51
Figura 8 - Evolução trimestral das transações de F&A em 2019 no Brasil.....	53
Figura 9 - Variação trimestral de F&As entre 2019 e 2020 (acumulados 12 meses)	55
Figura 10 - Variações no número de transações por segmento (2020 x 2019).....	56
Figura 11 - Evolução trimestral das F&A no Brasil até o final de 2021 .....	58
Figura 12 - Transações por faixa de valor entre 2019 e 2021 .....	60
Figura 13 - Histórico de transações de F&A por tipo no Brasil .....	61

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Visão geral da Teoria da Agência .....	21
Quadro 2 - Tipos de F&A.....	29
Quadro 3 - Segmentos com maiores variações no número de F&A em 2019 .....	53
Quadro 4 - Síntese histórica de F&A no Brasil entre 2010 e 2021 .....	65

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Panorama de expectativas para 2020.....	54
Tabela 2 - Comparativo de volume de transações por setor em 2020 e 2021 .....	58
Tabela 3 - Transações por tipo e por segmento em 2020 e 2021 .....	62
Tabela 4 - Fusões e aquisições na Crise do Subprime e do Covid-19 no Brasil.....	64



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AC	Atos de Concentração
B3	Brasil, Bolsa e Balcão
Cade	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CCVQ	Contrato de Compra e Venda de Quotas
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Dif.	Diferença
ESG	<i>Environmental, social and corporate governance</i>
F&A	Fusões e aquisições
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
JV	<i>Joint venture</i>
OMS	Organização Mundial da Saúde
p.p	Pontos percentuais
PSI	Política de Substituição de Importações
R\$	Real brasileiro
TCF	Teoria do Crescimento da Firma
TI	Tecnologia da informação
US\$	Dólar americano
Var.%	Varição percentual

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
1.1	FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA .....	12
1.2	DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES .....	13
<b>1.2.1</b>	<b>Hipótese principal</b> .....	<b>13</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Hipóteses secundárias</b> .....	<b>13</b>
1.3	JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA .....	14
1.4	DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS .....	15
<b>1.4.1</b>	<b>Objetivo geral</b> .....	<b>15</b>
<b>1.4.2</b>	<b>Objetivos secundários</b> .....	<b>15</b>
1.5	METODOLOGIA .....	16
<b>2</b>	<b>TEORIAS ORGANIZACIONAIS DA FIRMA E DO CRESCIMENTO DAS EMPRESAS</b> .....	<b>17</b>
2.1	TEORIA DA FIRMA E TEORIA DA AGÊNCIA .....	17
<b>2.1.1</b>	<b>Teoria da Firma</b> .....	<b>17</b>
<b>2.1.2</b>	<b>Teoria da Agência</b> .....	<b>19</b>
<b>2.1.3</b>	<b>Teoria da Agência e fusões e aquisições</b> .....	<b>22</b>
2.2	TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA .....	23
<b>2.2.1</b>	<b>Teoria do Crescimento da Firma de Penrose</b> .....	<b>23</b>
<b>2.2.2</b>	<b>Complementação à TCF de Penrose</b> .....	<b>25</b>
<b>3</b>	<b>FUSÕES E AQUISIÇÕES: A TEORIA E A ORIGEM NO BRASIL</b> .....	<b>28</b>
3.1	TIPOS DE TRANSAÇÕES .....	28
3.2	CATEGORIAS DE F&A .....	30
<b>3.2.1</b>	<b>Aquisição</b> .....	<b>31</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Fusão</b> .....	<b>32</b>
<b>3.2.3</b>	<b>Incorporação</b> .....	<b>32</b>
<b>3.2.4</b>	<b>Cisão</b> .....	<b>32</b>
<b>3.2.5</b>	<b>Joint Venture</b> .....	<b>33</b>
<b>3.2.6</b>	<b>Privatização</b> .....	<b>33</b>
<b>3.2.7</b>	<b>Abertura de capital na bolsa de valores</b> .....	<b>34</b>
3.3	MOTIVOS PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES .....	35

3.4	PROBLEMAS E FRACASSOS EM OPERAÇÕES DE F&A.....	37
3.5	ORIGEM DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL .....	39
3.5.1	<b>A indústria no Brasil e as políticas protecionistas pós-Grande Depressão .....</b>	<b>39</b>
3.5.2	<b>Abertura econômica brasileira dos anos 1990.....</b>	<b>41</b>
3.5.3	<b>Influência do Plano Real em F&amp;A no Brasil.....</b>	<b>42</b>
3.5.4	<b>Histórico de F&amp;A no Brasil até a década de 2000 .....</b>	<b>44</b>
4	<b>ANÁLISE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL DE 2010 A 2021: COM ÊNFASE PARA O PERÍODO DA PANDEMIA DO COVID-19 .....</b>	<b>47</b>
4.1	HISTÓRICO DE TRANSAÇÕES DE F&A NO BRASIL DE 2010 A 2018...47	
4.2	ANÁLISE DO PERÍODO DA PANDEMIA DO COVID-19 .....	52
4.2.1	<b>Ambiente de F&amp;A pré-pandêmico.....</b>	<b>52</b>
4.2.2	<b>F&amp;A em 2020 e 2021: convívio com a pandemia .....</b>	<b>54</b>
4.2.3	<b>Comparativo das F&amp;A entre a Crise do Subprime e a Crise do Covid-19 .....</b>	<b>63</b>
4.2.4	<b>Resumo de F&amp;A no Brasil entre 2010 e 2021 .....</b>	<b>64</b>
5	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>68</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>70</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Fusões e Aquisições – F&A é o nome dado ao conjunto de operações societárias de cunho estratégico entre companhias, buscando a resolução de um negócio. A finalidade das operações depende dos objetivos que as partes pretendem buscar para o futuro, seja, por exemplo, para a dissolução de uma sociedade, aliança entre dois negócios ou desejo de um comprador em entrar em novos mercados.

No Brasil, popularizaram-se desde o período de abertura econômica em 1993, tendo ritmo de crescimento a partir de 2010, mesmo enfrentando crises econômicas. Com grandes empresas chegando em estados de maturidade elevados, surgem novas formas de criar produtos, linhas de produção e adquirir percentuais de representatividade no mercado. É o chamado crescimento inorgânico, dado pela expansão de um negócio por meio de transações de F&A.

Com a pandemia do Covid-19, iniciada em março de 2020, as empresas brasileiras encontraram-se diante do desafio de se reinventarem, enxergando oportunidades de crescimento criadas pela crise, além de fortalecerem suas posições em seus mercados.

Assim, o presente trabalho tem por objetivo apresentar uma análise das F&A no Brasil de 2010 a 2021, para avaliar como os setores econômicos evoluíram nessa época por meio de transações estratégicas até o momento da crise da pandemia do Covid-19, e diante dessa, identificar os pontos de inflexão provocados.

### 1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

Fusões e aquisições é nome dado ao conjunto de operações societárias que tem por objetivo a consolidação de empresas ou ativos. Aquisições, *joint ventures*, fusões, incorporações e cisões são exemplos dos diferentes tipos de F&A, que acontecem em grande escala no mundo todo. Os motivos para que tais transações aconteçam são variados e ocasionalmente estão relacionados a extensivas pautas de estratégia dentro das corporações, que procuram diversificar seus portfólios para novos produtos e áreas, expandir-se para novas geografias, que buscam unir disponibilidade de mão-de-obra a conhecimento avançado (*know-how*), conquista de mais espaço no mercado de atuação, entre outros.

No Brasil, as transações de F&A iniciaram na década de 1990, mas de forma tímida. O principal motivo das companhias e investidores não despenderem energia e capital nesses processos, era a incerteza quanto ao futuro do país, motivada, principalmente, pela falta de controle com a inflação brasileira, que inviabilizava a estruturação de planejamentos estratégicos. Com a criação do Plano Real em 1994, o cenário otimizou-se e a nova moeda trouxe um novo ciclo de desenvolvimento econômico, e com isso as transações começaram a acontecer com maior volume.

Analisando o cenário das primeiras duas décadas no Brasil, o número de transações chegou a patamares recorde, proporcionando movimentos de consolidação em diversos segmentos da economia.

Em face ao exposto, o presente trabalho pretende responder às seguintes questões:

- a) o que motiva empresas a realizarem F&A?
- b) quais são os tipos de fusões e aquisições?
- c) quais teorias econômicas tem relação com as fusões e aquisições?
- d) qual foi a importância do Plano Real para as fusões e aquisições de empresas brasileiras?
- e) qual o volume de transações de F&A que ocorreram no Brasil no período analisado?
- f) no que a conjuntura econômica impacta as transações de F&A?
- g) o que aconteceu com as transações de F&A durante a pandemia do Covid-19?

## 1.2 DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES

### 1.2.1 Hipótese principal

No período da pandemia do Covid-19, no Brasil, foram realizadas mais fusões e aquisições, com destaque as aquisições por capital estrangeiro.

### 1.2.2 Hipóteses secundárias

H1: Compradores adquirem outras empresas para crescer de modo inorgânico e tornarem-se competitivos em seus mercados.

H2: Existem apenas fusões e aquisições dentre as operações societárias que companhias podem realizar entre si.

H3: O Plano Real foi decisivo para o crescimento das transações de fusões e aquisições no Brasil pois concedeu mais credibilidade para a economia local perante os olhos do mundo.

H4: O volume de transações no Brasil é relevante para padrões de países emergentes, mas ainda tímido comparado às potências mundiais.

H5: Crises econômicas tornam transações de F&A mais comuns no Brasil.

H6: No período da pandemia do Covid-19 diminuíram as transações de F&A no Brasil em virtude da desaceleração econômica mundial.

### 1.3 JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA

Com a necessidade de escalar negócios para ter maiores ganhos competitivos, as grandes empresas ultrapassam fronteiras geográficas e entram em novos mercados, muitas vezes, por meio de fusões e aquisições. Desde quando o termo globalização tornou-se popular, no final da década de 1980, as transações de fusões e aquisições no mundo se aqueceram. Os países sedes das principais companhias mundiais incentivaram países menos desenvolvidos a surfarem em uma onda de transações, tornando suas economias também mais abertas a produtos com níveis internacionais.

No Brasil, a década de 90 marcou o começo das operações societárias entre companhias, sendo possível separar o início em três momentos: no início da década, com a abertura comercial do país; no momento da implantação do Plano Real; e, por fim, chegando próximo aos anos 2000, com o aumento de transações em segmentos em setores mais avançados, como telecomunicações e, posteriormente, tecnologia. Desde o início, diversos segmentos econômicos do Brasil, por sua proporção continental, têm condições ideais para que transações de fusões e aquisições aconteçam: mercados pulverizados, bastante regionalizados, com seletas privatizações e com necessidade de verticalização para ganhos de escala.

Desde a abertura da economia, em 1993, o Brasil teve um volume tímido de transações comparado às economias desenvolvidas. No entanto, nos anos finais da década de 2010, o volume aumentou, apesar das crises econômicas. No ano de 2020, marcado pela pandemia do Covid-19, houve recorde de transações, conforme

estimativa da PwC<sup>1</sup> (2020). A constatação de que, enquanto alguns setores se prejudicam com as crises, outros estão em pleno desenvolvimento, faz com que a pauta de fusões e aquisições faça parte integrante das companhias que desejam se beneficiar de momentos de instabilidade, e no final da década de 2010, enxerga-se esse perfil dentre as companhias brasileiras que mais cresceram.

Com o exposto, o presente trabalho pretende analisar as fusões e aquisições no Brasil na década de 2010, com ênfase no período da pandemia do Covid-19.

## 1.4 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS

### 1.4.1 Objetivo geral

Analisar os movimentos de fusões e aquisições no Brasil a partir da década de 2010, dando ênfase ao período da pandemia do Covid-19.

### 1.4.2 Objetivos secundários

- a) demonstrar quais motivos estratégicos levam companhias diferentes concordarem em entrar em processos de fusões e aquisições;
- b) expor quais teorias econômicas têm influência sobre a pauta de fusões e aquisições;
- c) compreender o impacto da implementação do Plano Real para o cenário de fusões e aquisições no Brasil;
- d) analisar o histórico de transações de F&A até o início da década de 2010;
- e) evidenciar os motivos da evolução das transações de fusões e aquisições no Brasil no século XXI
- f) verificar o comportamento das transações de fusões e aquisições durante períodos de crises do Brasil em 2008, 2014 e 2020.

---

<sup>1</sup> PwC, ou PricewaterhouseCoopers, é uma empresa com mais de 295 mil colaboradores em 156 países, que presta serviços integrados nas áreas de auditoria independente e asseguração, consultoria estratégica e assessoria em transações de F&A. Faz parte das *Big Four*, as quatro maiores empresas mundiais de auditoria e consultoria financeira e estratégica.

## 1.5 METODOLOGIA

A metodologia em projetos de pesquisa consiste do conjunto de métodos e técnicas aplicadas na elaboração de estudos científicos, com objetivo de proporcionar procedimentos norteadores para projetos de pesquisa. Além da essencialidade da metodologia, para execução de trabalhos científicos, toma como parte fundamental a criatividade do pesquisador.

Segundo Minayo (1994, p. 16),

Entendemos por metodologia o caminho do pensamento e a prática exercida na abordagem da realidade. [...] a metodologia inclui as concepções teóricas da abordagem, o conjunto de técnicas que possibilitam a construção da realidade e o sopro divino do potencial criativo do investigador.

Em atenção a teorias metodológicas estabelecidas, os capítulos dois e três serão desenvolvidos por meio de pesquisa teórica descritiva, buscando analisar as teorias relacionadas à gestão e planejamento estratégico de empresas e teoria das fusões e aquisições, respectivamente.

Para o quarto capítulo, utilizar-se-á da metodologia histórica comparativa, buscando analisar os movimentos de fusões e aquisições na década de 2010, com ênfase para o período do Covid-19, iniciado em março de 2020, com intuito de entender tendências e mudanças nos segmentos em foco do assunto.

Por último, segundo Fonseca (2012), a pesquisa parte de um questionamento que será a base para busca de solução de um problema ou de uma análise histórica compreensiva. Além disso, instiga o pesquisador a ter acesso ao que já foi escrito e documentado em relação ao tema, para que assim o questionamento principal seja explorado.



## 2 TEORIAS ORGANIZACIONAIS DA FIRMA E DO CRESCIMENTO DAS EMPRESAS

As firmas, como definição cunhada por Ronald Coase<sup>2</sup> (1937), são organizações que produzem e comercializam bens e serviços, que contratam e utilizam fatores de produção. Tais firmas, em mercados reais e competitivos tendem a seguir padrões para atingir um mesmo objetivo de longo prazo: a maximização dos lucros a partir do capital investido.

Nas teorias da administração e microeconomia, diversos pensadores tentaram detectar e sintetizar as movimentações utilizadas pelas firmas, com intuito de prever seus comportamentos futuros, para então, gerenciar as expectativas das próprias firmas, seus trabalhadores e aqueles que consomem os bens e serviços produzidos.

Diante disso, o presente capítulo tem por objetivo contextualizar e apresentar os principais conceitos acerca da organização das firmas e seu crescimento.

### 2.1 TEORIA DA FIRMA E TEORIA DA AGÊNCIA

O presente subitem discorre sobre a Teoria da Firma e a Teoria da Agência e seu relacionamento com a estruturação de uma empresa. A partir de tais teorias, será estabelecida uma relação com a temática de fusões e aquisições.

#### 2.1.1 Teoria da Firma

A Teoria da Firma do economista Ronald Coase, desde sua criação, obteve colaboração de diversas escolas do pensamento econômico, como clássicos, neoclássicos, institucionalistas, neoinstitucionalistas, schumpeterianos e neoschumpeterianos. No entanto, apesar de diversas contribuições e referências, encontra-se com recorrência a imagem da firma como participante de um mercado em que é manipulada com o intuito de atender com êxito as condições marginais para

---

<sup>2</sup> Ronald H. Coase foi um economista britânico que se destacou pelas contribuições à microeconomia por meio dos artigos "*The Nature of Firm*" (1937) e "*The Problem of Social Cost*" (1960). Foi premiado em 1991 com o Prêmio Nobel de Economia dedicado às suas descobertas e explicações sobre a importância dos custos de transação e dos direitos de propriedade para a estrutura institucional e o funcionamento da economia.

obtenção da maximização de lucros. A partir de 1976, com Jensen e Meckling<sup>3</sup>, a Teoria da Firma teve uma reformulação em sua essência, deixando de ser apenas uma teoria acessória para auxiliar no entendimento de teorias microeconômicas de mercado para ter uma caracterização própria e com intuito de explicar mais sobre a própria firma.

Segundo Camargos e Coutinho (2008, p. 276),

Apesar do papel subjacente, conferido à firma pela teoria econômica, à medida que a complexidade organizacional se elevou, fruto do avanço tecnológico, das técnicas de gestão e do surgimento da corporação moderna, seu estudo tornou-se foco de atenção específica.

Conforme a indústria se aprimorou ao longo da história, a firma foi emergindo pela possibilidade de aumentar a produtividade, pela economia proporcionada pela produtividade marginal, pelos menores custos de organização, e baixo crescimento destes, pela menor probabilidade do empreendedor cometer erros, e pequeno aumento nos erros com um crescimento das transações organizadas, e pela redução no preço de fornecimento dos fatores de produção para firmas de portes maiores.

Diante deste crescimento, a questão da separação entre controle e propriedade vem à tona. Berle e Means (2017) sintetizam que o crescimento da indústria veio acompanhado de uma dispersão da propriedade dessa. Ao analisarem a separação entre propriedade e controle em empresas da economia norte-americana, dominaram a corporação moderna como evolução da pequena firma para estruturas organizacionais mais complexas. As fábricas evoluíram e com um crescente número de trabalhadores, demandaram a orientação de um coordenador, sem vínculo de propriedade com a firma, que posteriormente se tornaria o gestor, e sob nova forma de organização societária, tendo a propriedade pulverizada entre diversos acionistas, detentores de pequenas frações da empresa, as ações. A partir dessa separação surgiram conflitos de interesses, quando o poder decisório passou de um único dono de empresa para os gestores.

As firmas se originaram partindo de um modelo organizacional simples, restringidas pelo seus próprios crescimentos, com a propriedade e controle unificadas

---

<sup>3</sup> Michael C. Jensen e William H. Meckling foram dois economistas norte-americanos co-autores da obra "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*" (1976), que é um dos principais trabalhos econômicos do século XX, implicando na teoria da firma pública como uma entidade sem proprietários, composta apenas de relações contratuais.

na imagem de um empresário-fundador, que acumulava as funções de provedor de recursos e gestor, ou seja, tomador de decisões. Assim, uma única pessoa poderia ter uma completa noção de para que lado levaria seu negócio, e tomaria as decisões pensando na maximização de seus lucros. Contudo, com o crescimento das empresas e com o ganho de complexidade que elas atingiram, essas funções tiveram que ser segregadas e delegadas a uma pessoa dedicada a tomar decisões, o gestor, e os proprietários da empresa.

Jensen e Meckling (2008) destacam que a firma é uma “ficção legal”, servindo como um ponto de conexão para um conjunto de relações contratuais entre indivíduos. Além disso, destacam que essa serve como um foco para um processo complexo no qual os objetivos conflitantes, seja na parte organizacional, seja com clientes ou fornecedores, seja com outras organizações, atinjam um equilíbrio.

Nesse sentido, conforme a demanda de trabalho cresce dentro das empresas, aumenta também de forma generalizada o número de colaboradores, fornecedores e clientes, movimentando a economia, gerando renda para diversas famílias, sendo, assim, tal ponto de conexão.

Assim, Jensen e Meckling (2008, p. 91) comparam o comportamento da firma com o de mercados: “raramente caímos na armadilha de caracterizar o trigo ou o mercado de ações como um indivíduo, mas costumamos cometer esse erro pensando nas organizações como se fossem pessoas com motivações e intenções próprias”.

A Teoria da Firma reformulada para não ser apenas um objeto facilitador das explicações sobre o comportamento dos mercados nas aulas de microeconomia, ganhou maior entendimento conforme o conhecimento econômico se tornou mais amplo. Ademais, pensadores procuraram voltar para as bases da criação das firmas para compreender de onde vêm parte de seus problemas relacionados à gestão. Firms nada mais são, como retratado anteriormente, um ponto de conexão entre indivíduos que serve como meio de atingimento de interesses relacionados à maximização dos lucros.

### **2.1.2 Teoria da Agência**

Partindo de uma conceituação sobre a formação da firma, e com seu constante crescimento e desenvolvimento de complexidades, maior o número de indivíduos envolvidos no processo de tomada de decisão é necessário, com intuito de delegar

funções, dividir responsabilidades e atividades cotidianas. A partir disso, surgiu a necessidade de compreender os conflitos que se estruturam a partir dessa divisão da tomada de decisão com a propriedade, e nesse contexto surge a Teoria da Agência.

A Teoria da Agência foi criada pelos economistas Michael Jensen e William Meckling em 1976, e busca compreender e entender os custos gerados pelas discordâncias entre as metas e objetivos nas empresas. A teoria parte do pressuposto de que em uma companhia existe um principal, o acionista, e um agente, o gestor; e essas personalidades têm métodos divergentes para atingir o interesse de maximização do lucro da companhia. Os gestores, procuram a maximização do lucro a qualquer custo, ou sua não obtenção em virtude de razões pessoais, e os acionistas são preocupados com a relação risco-retorno do capital investido na operação para a maior obtenção de lucratividade (DEPAMPHILIS, 2013).

O relacionamento entre as partes da Teoria da Agência é projetado de maneira a aumentar o valor para os envolvidos. Contudo, existem custos envolvidos, relacionados a criação, monitoramento do progresso e aplicação desse relacionamento. Tais custos, por sua vez, são influenciados pelas diferentes posições dos gestores e acionistas em relação ao risco e as assimetrias de informações.

O gestor, por exemplo, tem informações privadas às quais o acionista não tem acesso e não pode observar com exatidão. Isto pode permitir que o agente aumente seu poder de barganha nesse relacionamento (AMBROSINI; JENKINS; COLLIER, 2015).

Por existir uma assimetria de informações entre os gestores e acionistas, interesses geralmente entram em conflito. Os gestores podem agir mais no seu próprio interesse do que os dos acionistas. Tal conflito de interesses é chamado de “problema da agência”.

No relacionamento entre acionistas e gestores, o problema da agência é muitas vezes retratado como sendo o de diretores acionistas com objetivos de maximização de valor, enquanto que os objetivos dos gestores são os de auto-promoção, ou relacionados ao seu benefício próprio (ANGWIN, 2015, apud AMBROSINI; JENKINS; COLLIER, 2015).

Os conflitos entre os acionistas e gestores podem afetar as políticas de investimentos, operações e interesses financeiros das empresas. Os problemas da agência podem ser relacionados aos esforços dos gestores, horizonte temporal para

projetos, risco e uso dos ativos, este normalmente relacionado a excessivas despesas geradas por gestores.

O Quadro 1 expõe um resumo da Teoria da Agência, expondo pontos-chave de sua essência.

Quadro 1 - Visão geral da Teoria da Agência

<b>Pontos-chave</b>	<b>Conceito</b>
Ideia principal	O relacionamento acionista-gestor deve refletir uma organização eficiente de informações e custos que comportam riscos;
Unidade de análise	Forma de contrato entre gestor e acionista;
Suposições humanas	Interesse próprio, racionalidade limitada, aversão ao risco;
Suposições organizacionais	Conflito parcial de metas entre os participantes do relacionamento; Eficiência como critério de eficácia; Assimetria informacional entre acionista e gestor;
Suposições da informação	Informação funciona como uma commodity, sendo possível negociá-la por benefícios individuais ou coletivos;
Problemas na contratação	Risco moral e seleção adversa; Compartilhamento de risco;
Existência dos problemas	Relações nas quais o acionista e o gestor têm objetivos e preferências de risco parcialmente diferentes (por exemplo, remuneração, regulamentação, liderança, gerenciamento de impressão, denúncia, integração vertical, preços de transferência).

Fonte: Eisenhardt, 1980, apud Ambrosini; Jenkins; Collier, 2015.

De acordo com o Quadro 1, em síntese, a Teoria da Agência foi criada para buscar entender os conflitos de uma nova forma de organização societária das empresas, em que existia o detentor da propriedade e aqueles que tomavam as decisões no cotidiano.

A partir do postulado básico da Teoria da Agência e da composição das firmas por meio de relações contratuais, é possível compreender motivações e conflitos dentro das empresas de qualquer tamanho e natureza.

### 2.1.3 Teoria da Agência e fusões e aquisições

As firmas podem melhorar sua posição competitiva por meio de fusões e aquisições. A Teoria da Agência pode dar uma visão das razões para entrar neste tipo de negócio, bem como da forma de relacionamento entre as organizações envolvidas nesse processo.

Fusões e aquisições levantam questões interessantes de agência, pois podem haver múltiplos parceiros, agrupamento de ativos de propriedade e um grau de gestão conjunta entre duas ou mais empresas. Estas podem ser denominadas "múltiplas agências", pois cada mandante tem razões diferentes para entrar na aliança e cada uma delas é suficientemente importante para exigir que seus interesses sejam respeitados. (IRELAND; HITT; HOSKISSON, 2019).

Como os sócios-proprietários geralmente contribuem com recursos complementares, eles também se tornam agentes um do outro para garantir a viabilidade da aliança. Os gestores da aliança entre as empresas são agentes do principal, ou acionistas, mas a função de agência é complicada pela presença de vários proprietários com expectativas diferentes.

A relação da agência é ainda mais complexa se os gestores da transação forem oriundos de princípios diferentes, e se eles forem adeptos a culturas e tradições diferentes do que os sócios-proprietários. O problema para os mandantes nessas múltiplas agências é a perda de controle decorrente do conflito de papéis gerenciais e a probabilidade de ambiguidade de papéis (Child, 1972). O efeito sobre os resultados estratégicos é um risco de oportunismo e uma ruptura na colaboração, o que pode ajudar a explicar os altos índices de fracasso registrados por fusões e aquisições.

O problema da agência pode tornar-se perigoso na execução de transações de F&A, como exposto anteriormente, já que pode proporcionar um desalinhamento interno dos objetivos do lado comprador tanto quanto cultural entre a parte compradora e a vendedora, principalmente na integração pós aquisição.

## 2.2 TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA

O presente subitem tem por objetivo analisar a teoria econômica acerca da Teoria do Crescimento da Firma – TCF e sua aplicabilidade no contexto econômico a partir do século XXI.

### 2.2.1 Teoria do Crescimento da Firma de Penrose

A partir da teoria da firma de Coase, diversos pensadores de diferentes áreas do pensamento econômico fizeram contribuições que tornaram-na mais ampla. Anteriormente comentou-se sobre a formação da firma sob uma perspectiva organizacional, mas além disso Edith Penrose<sup>4</sup>, em 1959, atribuiu um olhar buscando entender a natureza das organizações destacando seus movimentos e ritmos de crescimento.

A TCF tem por objetivo analisar o comportamento, o crescimento, as estruturas organizacionais e os problemas administrativos das empresas. A teoria também se aventura em explicar diversas maneiras de crescimento qualitativamente diferentes e levando em conta não só a sequência de mudanças geradas pelas próprias atividades das empresas, mas também o efeito de mudanças externas às empresas e que estão além de seu controle.

Para o crescimento das empresas, Penrose (2009) descreve duas possibilidades: (i) uma adição no tamanho da empresa, por meio de F&A, e (ii) uma melhoria de qualidade de processos internos que gera um aumento de tamanho acompanhado por novas características. Assim, as possibilidades (i) e (ii) são caracterizadas como crescimentos externos e internos, respectivamente.

Diante do exposto, destaca-se que tais condições e momentos para tomada de decisão de quando iniciar um crescimento externo ou interno vem da capacidade do empresário de identificar e executar ações que possam buscar a expansão da empresa. Alguns empreendedores são mais versáteis, ambiciosos e com maior grau

---

<sup>4</sup> Edith T. Penrose foi uma economista norte-americana que se destacou na teoria microeconômica por suas contribuições à teoria da firma e o seu crescimento em sua obra “*The Theory of the Growth of the Firm*” (1959), integrando a sua análise elementos que buscam os fatores determinantes do crescimento de uma firma.

de exposição a riscos controlados, e por sua vez, têm um julgamento mais eficiente sobre eventos do que outros.

A firma era vista como um conjunto de recursos humanos e materiais que coordenados de forma gerencial se unem para produzir e vender no mercado, visando a obtenção de lucro. Assim, definiu que a interação entre tais recursos originou a criação de conhecimento dentro das empresas por meio da especialização, da divisão das atividades laborais, da própria aprendizagem e do trabalho em equipe (PITELIS, 2004 apud DI PETTA et. al, 2018).

Dessa maneira, entende-se que o próprio crescimento da firma pode ser explicado pelo grau de organização que ela adota conforme seu amadurecimento. Com um maior número de profissionais conectados a um objetivo comum, a obtenção de lucro, a qualidade da especialização e das práticas de trabalho em equipe ganham ênfase.

Penrose (2009) também entendeu que existem limites para o crescimento das firmas em ambos cenários de crescimento. A longo prazo, a rentabilidade, o crescimento e a sobrevivência das empresas dependem do estabelecimento de “bases relativamente inexpugnáveis”. Assim, conforme a riqueza de tais bases irá determinar a capacidade das empresas em se adaptarem e estenderem suas operações em um mundo incerto, mutável e competitivo. Além disso, a autora postula que atender às demandas externas da firma depende da capacidade dos gestores em equilibrar o crescimento da firma, com os recursos disponíveis. Assim, acredita que o limite do crescimento está na capacidade do gestor em gerenciar a empresa, e isso seria o delimitador de crescimento.

Abordando especialmente o crescimento externo e por meio de F&A, entende-se que esse processo facilita o crescimento. Seja pela não necessidade de construir uma linha de produção do início ou pela entrada em um novo mercado, e com isso a necessidade de conquistar uma fatia entre as vendas totais de todos os participantes do determinado mercado, o crescimento via F&A, inorgânico, é uma forma de acelerar o tamanho da firma. No entanto, embora os processos de F&A possam reduzir algumas restrições de crescimento e até mesmo acelerá-lo, também oferecem problemas de assimilação de novos negócios ao já existente.



### 2.2.2 Complementação à TCF de Penrose

Entende-se que alguns pontos cruciais para o entendimento do crescimento das empresas não foram abordados nos estudos de Penrose (2009). É importante salientar que na época em que os estudos originais foram formados, os modelos econômicos tradicionais analisavam o crescimento de empresas baseando-se quase estritamente nas premissas e ferramentas da microeconomia neoclássica.

Assim, existia uma suposição de que as empresas poderiam ser modeladas como funções de produção relativamente simples, ou seja, as firmas apenas observavam as flutuações do mercado em termos de oferta e demanda, e diante disso, traduziam tais condições em níveis de produção que, na teoria, sempre maximizariam seus lucros. Conforme as firmas foram ficando mais complexas e o próprio mercado mais “emaranhado”, algumas explicações adicionais para o crescimento foram demandadas (DI PETTA et. al, 2018).

A seguir, serão apresentados três complementos à teoria base de Penrose (2009) que abordam como as firmas crescem, e não apenas porque crescem, como funciona o crescimento da firma diante de um mundo globalizado e a aplicação da Teoria da Construção do Império com a ótica de F&A para crescimento das empresas.

Antes de apontar o quanto as firmas crescem, é importante compreender de maneira qualitativa, os motivos que fazem as empresas crescerem. Para entender tais motivos e suas diferenças, McKelvie e Wiklund (2010), identificaram três principais correntes de pesquisa:

- (i) o crescimento como consequência de outros fatores independentes (*Growth as an Outcome*);
- (ii) consequências do crescimento (*The Outcome of Growth*), como necessidade de mudanças organizacionais para suportar o novo tamanho da firma e vice-versa;
- (iii) considerando o processo de crescimento (*The Growth Process*), não importando se ele vem como uma consequência ou como uma determinante.

A primeira corrente apresenta o crescimento como secundário e como resultado de outros processos, enquanto a segunda mostra o crescimento como resultado de mudanças necessárias para suportar um novo e maior tamanho da empresa. Como terceira alternativa, os autores propõem uma corrente para estudar os processos de crescimento da empresa, tentando analisar, por exemplo, relações

com números de empregados, lucratividade e crescimento das vendas, entre outros. Como consideração final do estudo de McKelvie e Wiklund (2010), apontaram que o “como” as firmas crescem não é um processo inteiramente previsível e que na realidade, as empresas podem crescer de diferentes maneiras, estando em diferentes ambientes e sujeitas a diferentes formas de fazer de negócios.

Assim, resume-se que não existe um padrão a ser seguido para analisar o crescimento de cada firma no mundo. É necessária uma análise minuciosa de cada característica individual e quais indicadores são mais representativos e relevantes, dependendo de cada segmento, região geográfica e nível de desenvolvimento econômico do país em que a firma está inserida.

Como a contribuição de Penrose para a Teoria do Crescimento da Firma iniciou em 1959, desde então diversos trabalhos abordando a temática foram publicados, tanto teóricos como empíricos. É inquestionável que o ambiente da primeira publicação, meados do século XX, difere do início do século XXI. À medida que a inovação pode atrapalhar e tirar firmas já estabelecidas de uma zona de conforto, a política de governo e a disponibilidade de capital desenvolveram e facilitaram o crescimento das empresas. Portanto, este crescimento acelerado pode ter alterado a estratégia corporativa e daí a importância do tema para pesquisadores e profissionais.

Diante da temática, Dagnino, King e Tienari (2017) realizaram uma revisão em que comprovou-se um ambiente mais dinâmico, e com isso, a necessidade de compreender como as empresas podem crescer em um mercado globalizado, inseridas em um ambiente cada vez mais competitivo, com muitos entrantes e muita tecnologia e inovação embarcada. Na revisão realizada, foram utilizados estudos prévios quantitativos, qualitativos e também estudos conceituais, em que pode-se perceber que, por exemplo, os gestores ainda enfrentam um desafio contínuo de equilíbrio entre o crescimento orgânico e por meio de fusões e aquisições (CAPRON; MITCHELL, 2010 apud DAGNINO; KING; TIENARI, 2017).

Dentre os artigos utilizados como metodologia de análise por Dagnino, King e Tienari (2017), alguns conceitos destacam-se para uma nova fase de compreensão do crescimento das empresas e apontamento de variáveis a serem observadas. São eles: a importância do capital humano vinculado ao crescimento da firma; políticas relacionadas ao ESG, Ambiente, social e governança corporativa (do inglês *Environmental, social and corporate governance*); crescimento do ecossistema em

que a companhia está inserida e as interações entre pequenas e grandes empresas, que impulsionam o crescimento empresarial.

Considerando que as organizações têm por objetivo crescerem para maximizar sua lucratividade, existe uma tendência que acompanha seu crescimento em consolidar-se em grandes grupos, que conseguem escalar suas operações para otimizar suas produções e, conseqüentemente, melhorar as margens de lucratividade. Para que grandes grupos sejam formados, existe a busca por funções, atividades e projetos de valores questionáveis pelos acionistas para tentar aumentar o valor futuro do negócio. A busca por essas atividades é feita inicialmente com a disposição de pagar o custo marginal, mas posteriormente as atividades são usadas para justificar o aumento da alocação de recursos.

De forma complementar à TCF, Ray (2010), aplica a Teoria da Construção do Império, teoria universal que é utilizada em diversos campos da ciência que utiliza a analogia de união dos antigos impérios que se formaram no mundo, e nessa ocasião defende que os gestores, com excesso de expectativas otimistas e interesses destoantes dos acionistas, tendem, no longo prazo, a pagar por um preço mais alto pela aquisição de uma empresa.

Diante isso, agrega-se ao fato de que conforme o tempo passa, diminui o número de empresas disponíveis para formadores de grandes grupos adquirirem, e assim, mesmo empresas menores, têm a tendência de serem avaliadas com mais interesses qualitativos do que racionais.

Em suma, embora novos conceitos possam ser adicionados à Teoria do Crescimento da Firma, alguns postulados continuam evidentes desde sua criação. No que tange à pauta fusões e aquisições, novos conceitos são avaliados entre as transações, com empresas olhando para o ecossistema onde estão inseridas, mas as decisões empresariais para continuar com o crescimento da empresa vão além da dicotomia entre crescimento interno e externo.

Expostos os principais conceitos relevantes para compreensão de F&As acerca da organização das firmas e seu crescimento, no capítulo subsequente serão apresentados os conceitos teóricos disponíveis nas literaturas sobre o que são, para que servem e como se realizam F&A. Além disso, também será abordada a origem dessas transações no Brasil.

### **3 FUSÕES E AQUISIÇÕES: A TEORIA E A ORIGEM NO BRASIL**

Fusões e Aquisições é o nome dado ao conjunto de transações entre companhias que tem por objetivo a consolidação de empresas ou ativos. Os principais motivos que incentivam empresas a realizarem tais operações estão relacionados ao crescimento da companhia, modificações na economia, inovações tecnológicas, necessidade de recursos, economias de escala, redução de custos, aumento da base de clientes, entre outros.

Todas transações partem de um pressuposto de que existem dois ou mais interessados em juntar ou dissolver suas operações. Em casos de encerramento de negócios ou falta de interesse dos acionistas em continuar com a operação, basta um interessado ou um acordo entre os próprios acionistas para resolver tal situação. No entanto, para a maioria das transações em fusões e aquisições no mundo, os objetivos são aumentar os negócios das empresas, procurando maior lucratividade, espaço no mercado e os demais motivos mencionados anteriormente (CAMARGOS; BARBOSA, 2003).

Independentemente da finalidade e da modalidade da transação, todas têm como característica comum atingir o melhor resultado para a companhia ou os interesses pessoais dos acionistas. Ao fechar o negócio, as partes entendem de forma otimista que iniciam uma nova jornada.

Logicamente, nem todas as transações de fusões e aquisições são bem sucedidas. Seja por motivos de desentendimento das partes compradora e vendedora para o futuro do negócio combinado ou por descumprimento de cláusulas firmadas com órgãos de fiscalização e regulamentação da competição no mercado, como no Brasil, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica - Cade (BRUNER, 2004).

Diante disso, o presente capítulo tem por objetivo apresentar os principais conceitos acerca de fusões e aquisições e explorar a origem e o desenvolvimento desse mercado no Brasil.

#### **3.1 TIPOS DE TRANSAÇÕES**

Partindo de um ponto de vista econômico, as F&A podem ser distinguidas pela análise do posicionamento na cadeia produtiva e de fornecimento dos participantes,

buscando segregar os racionais conforme os direcionamentos. Nesse contexto, uma F&A pode ser horizontal, vertical ou de conglomerados.

O Quadro 2 sintetiza os tipos de transações de F&A por direcionamento, expondo brevemente suas principais características e os objetivos identificados em cada uma delas.

Quadro 2 - Tipos de F&A

<b>Tipo</b>	<b>Descrição</b>	<b>Objetivo principal</b>
Estratégica ou Horizontal	Envolvem empresas que operam e competem no mesmo segmento e atuam num mesmo mercado. De modo geral, envolve transações entre empresas adversárias em determinado mercado.	Obtenção de economias de escala.
Financeira ou Vertical	Envolve empresas que operam em um mesmo segmento mas em diferentes etapas da cadeia produtiva, podendo se movimentar a montante (para cima, envolvendo fornecedores) ou a jusante (para baixo, em direção ao consumidor final).	Obtenção de sinergias operacionais.
Conglomerado ou Diversificação	Ocorre quando uma empresa adquire outra que opera em uma indústria completamente diferente do adquirente. Geralmente está relacionado a conglomerados financeiros e de gestão e fundos de investimento em <i>private equity</i> .	Obtenção de eficiências operacionais, diluição de risco e oportunidades de crescimento.

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Brandão, 2015

Por meio do Quadro 2, observa-se que com objetivo de facilitar o entendimento de fusões e aquisições, criou-se uma separação em grupos em virtude do modelo e dos objetivos de cada determinada transação.

Transações de F&A também são geralmente categorizadas como sendo amigáveis (*friendly takeover*) ou hostis (*hostile takeover*). A negociação entre a parte compradora e os diretores e/ou administradores da parte vendedora é tratada como amigável, por ter uma prévia aprovação de quem conduz os negócios diariamente na empresa alvo. Em contrapartida, geralmente relacionado ao fato de impedimento de avanço nas negociações pelo lado da administração do vendedor, ocorrem as transações hostis, quando o comprador atravessa a administração e faz uma proposta de aquisição diretamente aos acionistas (GRINBLATT; TITMAN, 2002).

Adicionalmente aos tipos já expostos, existe a diferenciação entre transações nacionais, em que todas partes da negociação estão em um mesmo país e não há trânsito de capital para outras nacionalidades derivadas exclusivamente da transação, e de maneira oposta, as transações internacionais, denominadas *cross-border*, envolvem empresas sediadas em diferentes nações.

A Figura 1 apresenta de forma esquemática os tipos de transações de F&A, classificando-os por grau de abrangência de modo que seja possível visualizar os critérios de classificação de uma transação.

Figura 1 - Tipos de transação apresentados por abrangência



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Brandão, 2015; e Grinblatt e Titman, 2002.

Analisando a Figura 1 percebe-se que existe um grau de abrangência entre os tipos de transação apresentados. O intuito da representação visual é demonstrar que uma transação, por exemplo, pode ser classificada como nacional, financeira e amigável ao mesmo tempo, nessa mesma ordem por abrangência.

Assim, entende-se que de modo simplificado, existem formas de separar as transações pela sua finalidade e direcionamento, pelo caráter da proposta (hostis ou amigáveis) e pela nacionalidade dos participantes da negociação.

### 3.2 CATEGORIAS DE F&A

As transações de Fusões e Aquisições podem ser divididas em algumas categorias conforme o tipo de negociação, finalidade da operação e situação das

partes, compradora e vendedora, após a transação. O presente subitem tem por objetivo de apresentar uma coletânea das principais categorias de F&A baseado nas descrições dos autores Camargos e Barbosa (2003), Depamphilis (2013) e Warde Jr. (2009), além de informações coletadas em sites institucionais das principais empresas de assessoria em fusões e aquisições do mundo, como KPMG e PricewaterhouseCoopers.

### **3.2.1 Aquisição**

Aquisição é a operação mais comum no mundo de Fusões e Aquisições, e ocorre quando um comprador adquire parte ou a totalidade das ações de outra companhia. A aquisição pode envolver a compra de outra companhia ou os ativos dessa, normalmente em casos de solvência. A empresa alvo, adquirida, pode continuar existindo como uma subsidiária do comprador, mantendo sua marca, ou ser integralmente transformada em um novo ou já existente campo de negócios dentro da empresa compradora.

Na aquisição total, o comprador adquire 100% das quotas de capital da empresa alvo e essa passa a ser totalmente propriedade do comprador. Já as aquisições parciais consistem na entrada de um novo acionista na operação, e podem ser divididas em dois grupos: (i) majoritárias: quando adquire-se mais que 51% das quotas de capital da empresa alvo, e assim o comprador assume o controle acionário daquela empresa; ou (ii) minoritárias: quando adquire-se participação igual ou inferior a 49% das quotas de capital da empresa alvo, fazendo com que o comprador tenha posição de opinar e participar dos lucros da companhia, mas não participar ativa e livremente da tomada de decisão (PWC, 2021).

A aquisição, independentemente da fatia adquirida, é uma ferramenta nas teses de expansão e crescimento de negócios. Compradores podem adiantar despesas em pesquisa e desenvolvimento de produtos e serviços adquirindo participação ou totalidade em alguma empresa que lhes seja estratégica, bem como podem existir diversos outros interesses, temática que será abordada posteriormente.

### **3.2.2 Fusão**

Fusão é a operação em que duas ou mais empresas combinam suas operações e criam uma única nova sociedade que será responsável por todos direitos e obrigações, aproveitando sinergias em comum.

Na consolidação do estatuto social da empresa fundida, todas questões de gestão e de controle administrativo devem atender aos interesses das anteriores sociedades, e devem ser apontados os administradores da nova sociedade, os quais, comumente, ficam a cargo da empresa de maior porte ou melhor organização financeira nomear (WARDE JR., 2009).

A complexidade da fusão está na prática de guiar um negócio em sua plenitude sintonizando os ideais e interesses das partes que, a partir do momento da fusão, compõem a nova sociedade.

### **3.2.3 Incorporação**

Incorporação é a modalidade de transação em que a empresa adquirida, a partir da assinatura do Contrato de Aquisição de Ações, é absorvida pelo comprador, tornando-se integralmente subsidiária da incorporadora.

Tal elemento torna-se ponto central na diferenciação de incorporação e fusão, já que não é necessária a extinção de duas ou mais sociedades para constituição de uma nova, já que a incorporada é absorvida pela incorporadora. (WARDE JR., 2009).

Esse formato de transação faz com que ocorra a dissolução da sociedade incorporada, transferindo integralmente seu patrimônio para o comprador, e o permanecimento da incorporadora sob uma mesma personalidade jurídica.

### **3.2.4 Cisão**

Segundo o Art. 229 da Lei das S/A, que dispõe sobre cisões,

Cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.



Em casos de cisão total, a operação pode ser considerada o processo contrário da fusão, tendo, inclusive, os procedimentos legais previstos contemplados nos mesmos dispositivos que regulam as fusões, ou seja a separação integral da sociedade em duas ou mais sociedades com os mesmos acionistas.

Como a cisão não implica obrigatoriamente na extinção da sociedade cindida, pode-se realizar uma cisão parcial. Nesse caso, o capital social se divide em razão da proporção do patrimônio líquido da empresa cindida para outra empresa.

Um modelo comum de cisão parcial, que é utilizado por grandes corporações, é o spin-off, em que a empresa matriz cria uma subsidiária com outra natureza jurídica e herda determinada linha de produtos da matriz, buscando focar e expandir sua operação nesse segmento (DEPAMPHILIS, 2013).

No contexto de F&A, cisões têm importância como ferramenta na resolução de problemas de alinhamento entre sócios, além de serem um dispositivo permitido na lei para tornar um segmento de determinada empresa especializado em um grupo de produtos ou serviços específicos.

### **3.2.5 *Joint Venture***

*Joint venture* - JV é uma forma de organização empresarial que tem origem na prática privada, e é uma expressão que não tem equivalente na Língua Portuguesa. Corresponde a uma forma de cooperação entre empresas para realização de um projeto específico, independentemente da forma jurídica adotada: societária ou somente contratual. (BASSO, 1994).

JVs podem ser realizadas entre empresas de um mesmo país ou de países diferentes e normalmente tem por objetivo atender uma demanda comum entre ambas partes, por isso seu caráter de cooperação. Muitas vezes, realizam-se joint ventures para unir o conhecimento adquirido com a experiência de uma das partes à disponibilidade de mão de obra de outra, com objetivo de criar um produto ou solução para atender um mercado específico.

### **3.2.6 Privatização**

Privatizações são, em sua essência, uma aquisição, com todas particularidades comentadas acima, tendo por diferencial o Estado na parte vendedora. Por ter o poder

público como parte na negociação, existem leis, limitações e exigências para privatizações ocorrerem. No Brasil existem essencialmente duas leis federais que regem as privatizações, a Lei 8.666/93 e a Lei 9.491/97.

Empresas estatais são vendidas via processo licitatório, comumente na modalidade de leilão público, no qual tem como característica a necessidade da venda de quantidades mínimas de quotas ou ações que garantam a transferência do controle acionário do Estado para o ente privado (MUKAI, 1996).

No Brasil, as privatizações tiveram um grande impacto na reformulação econômica proposta pelo presidente Fernando Collor de Mello, na década de 1990. Na ocasião, diversas empresas foram privatizadas cumprindo parcialmente o discurso que o elegeu, eliminando parte dos “elefantes brancos”, em alusão às empresas estatais.

### **3.2.7 Abertura de capital na bolsa de valores**

O ato da abertura de capital na bolsa de valores, conhecida no Brasil e no mercado financeiro pelo termo em inglês *Initial Public Offering* – IPO, é uma operação de venda de uma parcela da empresa ao público em geral, por meio de disponibilização de seus papéis na bolsa de valores do país de sua matriz. No Brasil, as empresas são listadas na Brasil, Bolsa e Balcão - B3.

O IPO é característico para empresas de alto crescimento que buscam recursos no mercado público para financiar sua expansão, obtendo reforço de caixa para crescimento e novos investimentos, além de fortalecer a governança e a continuidade do negócio (B3, 2021).

A abertura de capital permite que os acionistas da empresa a ser listada realizem um desinvestimento e cria uma moeda de troca em processos de F&A, tendo liquidez em suas ações a partir do momento da abertura.

No Brasil não é qualquer empresa que pode ser listada, mas sim aquelas que cumprem uma série de requisitos estabelecidos pela B3, como ser uma sociedade constituída sob forma de S/A, ter três anos de balanços auditados por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, além de outros requisitos de governança e compliance.

### 3.3 MOTIVOS PARA FUSÕES E AQUISIÇÕES

Enquanto o subitem 3.1. explica que as fusões e aquisições são separadas em diferentes tipos de acordo com seus objetivos, o presente subitem aprofundará as motivações e as desvantagens incluídas nesse tipo de expansão de negócios.

Antes de comentar sobre motivações, torna-se necessário explicar o conceito de sinergia no contexto empresarial, e na ocasião, nas fusões e aquisições. Damodaran (2005) explica que sinergia é o aumento do valor gerado na combinação de dois ou mais negócios para criar uma nova e mais valiosa empresa, aproveitando oportunidades que não seriam possíveis de obter na condição da existência independente desses negócios.

Assim, em um contexto explicativo, sinergia é, na visão dos envolvidos no processo de fusões e aquisições, o motivo pelo qual a combinação de seus negócios não segue um critério óbvio de adição, ou seja, em dizeres populares e de forma não pejorativa, o porquê de que nesse caso dois mais dois não são quatro, mas sim cinco.

Grinblatt e Titman (2002) definem que do ponto de vista do comprador, os principais ganhos com F&A, e com isso, as motivações para que tais aconteçam, são definidas em diferentes tipos de sinergias: as tributárias, as operacionais, as financeiras e as relacionadas a controlar o problema da agência.

Sinergias tributárias variam de período para período e local para local, especialmente no Brasil, onde a União concede aos estados e municípios autonomia para definição de alíquotas de alguns tributos.

Hayn (1989 apud Devos; Kadapakkam; Krishnamurth, 2009) define três principais fontes de sinergias tributária: uso de prejuízos fiscais acumulados de uma empresa na outra; aproveitamento de créditos fiscais não utilizados de uma empresa na outra; e possibilidade de se aplicar alguma taxa de depreciação contábil mais acelerada, o que reduz a base de cálculo dos tributos que incidem sobre o lucro.

Sinergias operacionais são comuns, estão ligadas diretamente com o crescimento do negócio e dentre os tipos de sinergia apontados, são as com maior peso na motivação para execução de uma transação de F&A. Utilizando os conceitos de transação vertical e horizontal, uma sinergia vertical entre fornecedor e cliente pode eliminar problemas de abastecimento e negociação entre as partes, enquanto uma sinergia horizontal, entre competidores, parando de competir entre si e juntando força para dominar determinado ambiente competitivo, além de possibilitar a economia de

escala, combinando as estruturas físicas, estratégicas e intelectuais para diluir custos e aumentar a produção, aumentando margens e conseqüentemente o retorno no capital investido.

Embora as sinergias operacionais sejam as mais comumente evidenciadas, é difícil mensurar empiricamente até que ponto o valor é criado a partir delas em vez de outras fontes, tais como economia de impostos, melhorias de incentivos ou o próprio crescimento orgânico da empresa. (GRINBLATT, TITMAN, 2002)

Questões como a saúde do negócio, a diluição do risco da operação e a utilização de recursos também podem ser motivadores para fusões e aquisições, e são sintetizadas no grupo das sinergias financeiras.

O risco é um fator universal de cada negócio, podendo ser dividido em diversos tipos como risco de mercado, risco de liquidez, risco do país, entre outros. Ter uma operação restrita a um único fornecedor, a um único cliente ou com um único produto tem alto grau de risco, e a combinação entre negócios de diferentes segmentos pode ser uma forma de diluição desse risco. A diversificação, todavia, precisa fazer sentido para as partes, seja almejando diluir o risco ou juntar forças complementares das empresas A e B para conquistar um novo mercado C.

As sinergias financeiras também podem estar estritamente ligadas à questão financeira das companhias, seja para garantir uma maior capacidade de endividamento, podendo obter mais empréstimos do que na condição individual das empresas, resultando em um menor custo de capital. Além disso, há também a possibilidade de combinação de uma empresa com caixa excessivo com outra com projetos de alto retorno e sem o capital necessário para fazer isso de maneira individual (Damodaran, 2005). Esse último caso pode ser visualizado em transações envolvendo fundos de *private equity* e empresas de capital privado.

Como o problema da agência é inerente às empresas conforme elas crescem, F&A podem ser motivadas a acontecer por serem uma forma de combinação de negócios com diferentes mentalidades de gestão com objetivo de controlar custos advindos da manutenção e monitoramento da interação entre gestor e acionistas.

Em relação ao potencial e a execução das sinergias em operações de F&A, Shwartzbaum (2012, p. 23-24) descreve,

A sua aplicabilidade depende não apenas do tipo de transação (horizontal, vertical e de conglomerado), mas também de questões mais específicas, como a natureza e a estrutura do setor e da indústria no qual ela ocorre,

assim como características do mercado geográfico, inclusive de seus pontos regulatórios, como, por exemplo, a regulamentação antitruste e as leis e normas que regem as questões tributárias. De acordo com o complexo arranjo deste grande número de variáveis, o potencial de sinergias pode variar muito, podendo ser inexistente, ou até mesmo negativo, como explanam Matias e Pasin (2001) e Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004).

As motivações para F&A são as mais diversas e sempre estão relacionadas com o bem-estar e o crescimento do negócio, tanto do lado comprador quanto para o lado vendedor. Como transações de F&A são processos complexos, nenhuma parte irá se dispor a ingressar nessa jornada sem ter motivos concretos para a execução, afinal, ambos concordam que estarão fazendo um bom negócio.

### 3.4 PROBLEMAS E FRACASSOS EM OPERAÇÕES DE F&A

Justamente por se tratarem de negociações complexas com intuito de combinar negócios e mudar o rumo de operações, diversas transações de F&A não tem êxito, e o presente subitem dedicar-se-á a comentar sobre esse assunto, elucidando pontos necessários para o sucesso da integração das empresas envolvidas.

Apresentadas as sinergias que motivam transações de F&A a acontecer e com a assinatura do Contrato de Compra e Venda de Quotas ou Ações - CCVQ ou CCVA, no Brasil, algumas transações devem ser submetidas para aprovação do órgão fiscalizador da livre concorrência, o Cade. Obrigatoriamente devem ser reportadas ao Cade via Atos de Concentração – AC, as transações nas quais pelo menos uma das partes tenha registrado, em seu último balanço publicado, faturamento bruto anual ou volume de negócios total no país, no ano anterior à operação, equivalente ou superior 750 milhões de reais, e além disso ter outra empresa no grupo com faturamento ou volume de negócios no país no último ano equivalente ou superior a 75 milhões de reais<sup>5</sup>. (CAPITAL ABERTO, 2018).

Após o cumprimento de todas condições precedentes para a realização da transação, incluindo a submissão ao Cade, a transação pode se concluir. A partir disso, inicia o importante processo de integração das empresas envolvidas na

---

<sup>5</sup> De 2011, quando o órgão foi reformulado pela legislação brasileira, até o final de 2021, o Cade vetou 10 transações de fusões e aquisições: a compra da Condor Pincéis pela Tigre (2015), da Solvay pela Braskem (2014), da Doux Frangosul pela BRF (2013), do Hospital Regional de Franca pela Unimed (2013), da Mangels Industrial pela Armco Staco (2013), duas participações na Cimpor Cimentos pela Votorantim (2014), da Estácio pela Kroton Educacional (2017), da Liqueigás pela Ultragás (2018), e da Innova pela Videolar (2021) (G1, 2022).

transação. Nesse processo de integração, as empresas, sob um mesmo guarda-chuva, deverão organizar-se de forma célere e eficiente para capturar todo valor potencial das sinergias apontadas.

Com objetivo de gerenciar e minimizar os impactos negativos da integração, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) citam seis desafios que precisam ser vencidos pela empresa:

- a) continuidade das atividades cotidianas das empresas;
- b) integração das culturas organizacionais;
- c) adesão dos colaboradores aos novos programas e retenção dos executivos-chave da operação;
- d) manutenção da concentração dos colaboradores nas suas responsabilidades cotidianas;
- e) comunicação assertiva com os colaboradores a respeito das mudanças que ocorrerão; e
- f) integração das políticas de remuneração das empresas.

No caso da não integração das empresas envolvidas no processo de F&A, além de todas sinergias que motivaram a transação não serem aproveitadas, a nova sociedade terá que arcar com custos advindos dessa ineficiência na integração que diminuirão a rentabilidade do negócio a níveis inferiores à situação antecedente da transação.

Sabendo que apesar de extensivos estudos para pontuar sinergias e esforços na integração, autores propuseram-se a explorar os motivos que levam transações de F&A a fracassarem. Copeland, Koller e Murrin (2002) pontuam que a precificação da transação tem grande peso no fracasso, e esse valor pago acima das expectativas está relacionado aos próprios conflitos da agência, superestimativas de sinergias e avaliações demasiadamente otimistas do potencial de mercado. Nunes e Vieira (2008) apud Barros, Souza e Steuer (2003), com um olhar mais dedicado à parte humana, relacionam que a transações falham por má gestão de pessoas, complexidade no encontro de culturas distintas, transferência de habilidades e competências e atmosfera do ambiente de trabalho nas empresas combinadas.

Diversos motivos podem ser apontados como culpados por transações mal executadas, mas todos estão genericamente voltados a conflitos de interesses envolvendo a precificação, figurados pelo sentimento de ter supervalorizado um negócio que não dará os retornos esperados, e na parte humana de integração.

Não restringindo-se aos motivos de transações que deram errado, Wood Jr., Vasconcelos e Caldas (2004) também estudaram os impactos no relacionamento pós-operação entre as partes envolvidas. Observaram que as empresas perdem visão estratégica, espírito de equipe e tem problemas de comunicação, enquanto os indivíduos, pessoas físicas envolvidas no negócio, tem diversos impactos que colocam em risco a produtividade e o comprometimento dos colaboradores com os objetivos da empresa.

Desse modo, é possível analisar que processos de F&A são complexos e exigem dedicação de esforços no momento do planejamento e alinhamento de sinergias, bem como na hora da execução, com a integração podendo ser um risco se não executada com celeridade e eficiência. Transações mal sucedidas não recebem a mesma visibilidade que transações bem sucedidas por provável vergonha das partes envolvidas, que esperam resolver seus problemas enquanto a coexistência da sociedade é possível.

### 3.5 ORIGEM DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL

Fusões e Aquisições no Brasil aos modelos mundiais, com livre competição e um maior número de empresas, surgem no Brasil a partir da década de 1990, derivadas da abertura econômica, dos aumentos dos fluxos de investimentos diretos estrangeiros no mundo e da estruturação do Plano Real, que aumentou a credibilidade da moeda brasileira perante o mundo, além de ajudar no controle da inflação. O presente subitem tem por objetivo analisar o desenvolvimento das fusões e aquisições no Brasil.

#### **3.5.1 A indústria no Brasil e as políticas protecionistas pós-Grande Depressão**

Antes de analisar a origem das fusões e aquisições no Brasil, é necessário compreender o desenvolvimento da indústria no país, que teve sua evolução devida, em grande parte, às respostas do governo brasileiro à Grande Depressão dos anos 1930.

Segundo Lacerda (2018, p. 64), se referindo aos efeitos da Grande Depressão no Brasil,

Devido à Grande Depressão, houve uma queda no nível de renda de 25% a 30%, e o índice de preços dos produtos importados subiu 33%. Como consequência, a redução das importações foi da ordem de 60%, baixando de 14% para 8% do produto interno.

A crise também chegou ao mercado do café, protagonista da economia brasileira no século XIX e início do século XX, fazendo com que houvesse uma dinâmica de destinação dos capitais investidos na indústria cafeicultora para outras emergentes no Brasil. Em um primeiro momento, essa migração de capitais e incremento em outras indústrias não iria requerer um aumento de parques industriais, ou seja, aquisição por meio de importação de máquinas e equipamentos, pois era possível usar a capacidade ociosa preexistente em alguns setores da economia brasileira (LACERDA, 2018).

Na época, imaginava-se que em pouco tempo após a explosão da Grande Depressão seria possível importar equipamentos usados a preços mais baixos, vindos de fábricas fechadas no exterior que não sobreviveram à crise. A realidade, entretanto, tornou-se contrária a esse pensamento, como descreve Lacerda (2018, p.65) “a procura de bens de capital cresceu em uma etapa em que as possibilidades de importação eram as mais remotas possíveis”.

Diante disso, o governo tinha por objetivo tornar o Brasil um país autossuficiente, desenvolvendo seu setor industrial. Assim, surge uma chamada “industrialização fechada” caracterizada pela Política de Substituição de Importações - PSI.

Gremaud et al. (2016) definem que as características desse processo de industrialização fechado são a procura em atender o mercado interno, ou seja, sem ser uma industrialização voltada à exportar sua produção e com a dependência de medidas que protegem a indústria nacional de concorrentes exteriores.

Assim, por meio de mecanismos de manutenção do PSI realizados pelo governo como desvalorização do câmbio e aumento de tarifas aduaneiras, desenvolveu-se e modificou-se a economia brasileira.

Em contraponto, nas três décadas em que a PSI esteve em vigor, diversos percalços e dificuldades surgiram na economia brasileira. Gremaud et al (2016) descrevem que:

- a) houve aumento no grau de concentração de renda;
- b) a participação do Estado na economia cresceu substancialmente;



- c) a política cambial visando baratear e subsidiar o investimento industrial era representada por uma transferência de renda da agricultura para a indústria, que não era suficiente para tal, e que necessitava da busca de capital estrangeiro, quer na forma de dívida externa, quer na forma de investimento direto;
- d) elevada demanda por importações para fazer com que os setores industriais subsidiados produzissem;
- e) falta de competitividade na indústria, derivada do protecionismo, visava atender apenas ao mercado interno, sem grandes possibilidades no mercado internacional.

O elevado protecionismo e a falta de competitividade na indústria fizeram com que fusões e aquisições em representativo volume não viessem a acontecer no Brasil até meados da década de 1990, pois o ambiente competitivo e de negócios não era atraente para isso.

Assim, entende-se que os processos de F&A no Brasil começaram tardiamente, comparado aos demais países e notadamente os Estados Unidos, devido às políticas protecionistas aplicadas por meio do modelo de industrialização brasileira do pós-Guerra.

### **3.5.2 Abertura econômica brasileira dos anos 1990**

Após as decisões que moldaram a indústria brasileira pós Grande Depressão, o Brasil teve no período de 1950 a 1980 um crescimento econômico médio acima de 5% ao ano, associado fundamentalmente ao PSI. Além disso, o Brasil encerrou a década de 1980 com um nível de inflação astronômico e, pela primeira vez desde a Ditadura Militar, para iniciar os anos 1990, elegeu-se um presidente por votações diretas, Fernando Collor de Mello, com um discurso voltado a controlar a inflação, reduzir o tamanho do Estado e efetuar a abertura da economia.

Após a posse de Collor, em março de 1990, suas primeiras agendas entraram em ação, e apesar de algumas delas serem consideradas polêmicas, as voltadas para a desestatização e intensificação da abertura econômica foram essenciais para o contexto de F&A.

Entre 1990 e 1994 foram privatizadas 33 empresas federais, principalmente dos setores de siderurgia, petroquímica e fertilizantes. Além da dificuldade de se

vencer a inflação no período, a agenda de privatização foi colocada em segundo plano por apresentar diversos desafios relacionados às situações financeiras das empresas públicas, à resistência do público e a um governo que perdia credibilidade, entre outros. Ademais, a abertura econômica do período foi fruto de intensas reformas na política de comércio exterior, derivada de fatores como a adoção do câmbio livre e do programa de liberação de importações, acabando com os principais controles quantitativos de importação e implementando uma reforma tarifária (GIAMBIAGI et. al, 2011).

A partir do final da década de 1980, com a tendência de globalização, aumentase o fluxo de investimento direto estrangeiro - IDE pelo mundo. Com isso, as empresas multinacionais funcionam como aplicadoras e tomadoras de recursos nos mercados financeiros internacionais.

Nesse cenário, no período de 1994 a 2002 o Brasil esteve na segunda posição de destino dos investimentos estrangeiros dentre os chamados países em desenvolvimento, no entanto, consideravelmente atrás do primeiro lugar, a China. Nesse período, destaca-se o crescimento de fusões e aquisições *cross-border* dentro do montante total de investimentos estrangeiros diretos, sendo responsável por 59,85% do volume total, que representou cerca de US\$ 99,1 bilhões. (UNCTAD, 2003, apud SCHERER, 2003).

Com a abertura econômica, a entrada de novos participantes multinacionais no mercado se facilitou, o que, por meio de fusões e aquisições, contribuiu para a modernização e internacionalização da economia brasileira.

### **3.5.3 Influência do Plano Real em F&A no Brasil**

Assim como nos planos econômicos que os antecederam, as tentativas de estabilização de preços do governo Collor também fracassaram. A estabilização veio somente depois do Plano Real, em 1994, por meio de uma estratégia dividida em três fases, sendo o ajuste fiscal, a desindexação e a âncora nominal.

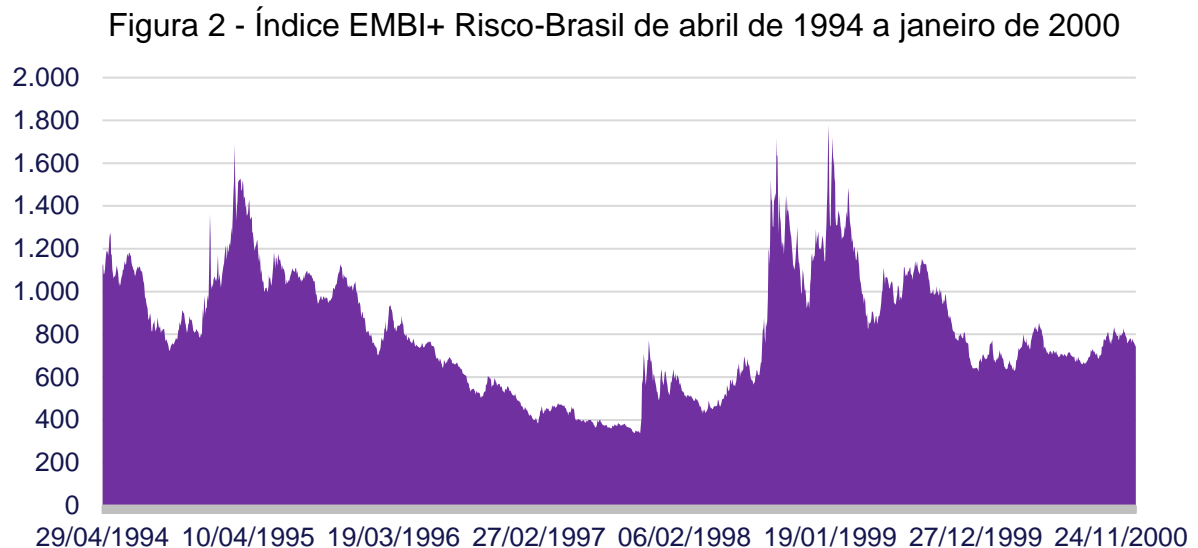
Como descrito por Giambiagi et. al (2011, p.160), analisando o resultado da implantação do Plano Real,

A vitória da inflação obtida no Plano Real foi sem dúvida uma grande e importante conquista. O passar dos anos, porém, revelaria que esta se limitou a estabilidade dos preços, mantendo-se a instabilidade no lado real da

economia, com persistência da volatilidade do crescimento, baixos investimentos, sobretudo os de longo prazo de maturação, baixo desenvolvimento do mercado de crédito e permanência do viés curto-prazista dos ativos financeiros. A crença, compartilhada desde a década de 1980, de que o fim da inflação *per se* colocaria o país em rota de crescimento, infelizmente, não se materializou.

Apesar das constatações negativas do autor em relação ao Plano Real fora a estabilização dos preços, o mercado de F&A sentiu um impacto imediato, fazendo com que mais transações se realizassem. Com resultados iniciais da economia pós-estabilização sendo positivos, empresas estrangeiras foram atraídas a investir no Brasil e empreendedores locais puderam enxergar uma melhora no ambiente de negócios, permitindo o apontamento de sinergias entre empresas, por não sofrer com um estado caótico da economia em termos de inflação.

No período imediato pós-Plano Real o risco de investir no Brasil também se diluiu, e isso se deve a estabilização que a nova moeda trouxe ao país. A Figura 2 apresenta o índice EMBI+ Risco-Brasil, da empresa de serviços financeiros americana JP Morgan, que mede o desempenho dos títulos emitidos no Brasil.



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Ipeadata, 2021.

A Figura 2 demonstra a evolução do índice EMBI+ Risco-Brasil, que mede o risco dos títulos públicos brasileiros, após a implantação do Plano Real. É possível inferir que desde a implantação do Plano Real até o início de 1995, houve uma gradativa diminuição do risco-país. No entanto, em 1995 adotou-se um sistema de flutuação da taxa de câmbio Real/Dólar americano para diminuir a inflação, qual

deveria flutuar em faixas pré-estabelecidas, o que gerou uma impressão negativa quanto ao risco. Contudo, até o segundo semestre de 1998, houve queda no índice de risco, mas com as eleições brasileiras e com a Crise Russa ocorrida nesse período, o real sofreu diversos ataques especulativos, que aumentaram seu risco<sup>6</sup>.

O Plano Real tinha grandes objetivos e poderia ter atingido maiores conquistas, mas sua grande vitória no que tange a estabilização da economia permitiu que o ambiente de negócios pudesse olhar para um prazo maior que o curtíssimo prazo disponível nos anos 1980, diante de preços hiperinflacionados. Assim, mais sinergias podem ser apontadas entre empresas, o que fomenta o acontecimento de fusões e aquisições.

#### **3.5.4 Histórico de F&A no Brasil até a década de 2000**

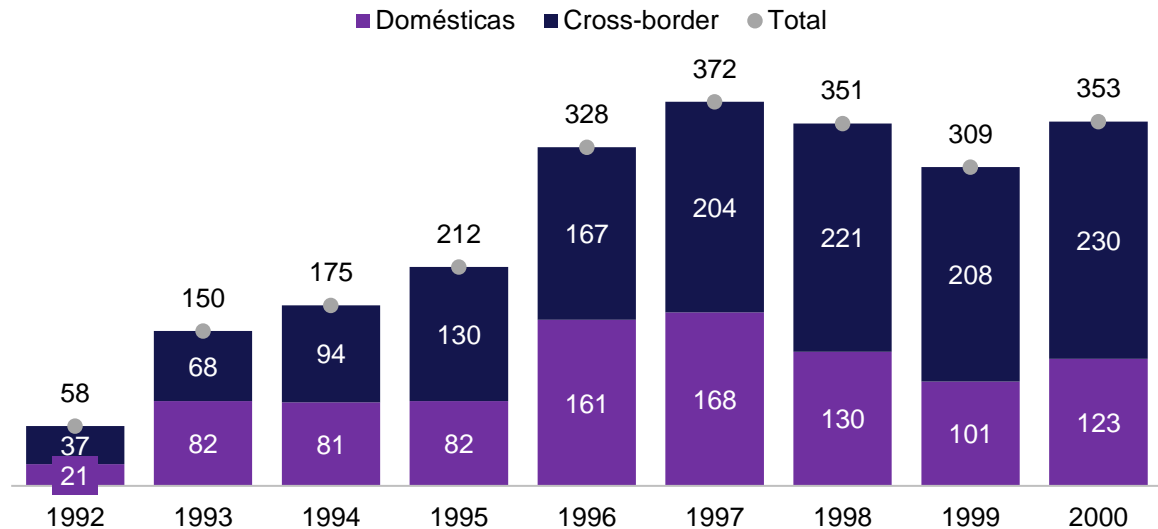
Ao longo da década de 1990, o Brasil passou por transformações econômicas que incentivaram e privilegiaram os negócios. Todos fatores envolvidos tornaram o ambiente econômico mais favorável a se fazer negócios, trazendo previsibilidade e maior segurança. As fusões e aquisições, que até então eram tímidas comparadas a outros países, foram influenciadas, e o presente subitem tem por objetivo analisar suas movimentações até o final da década de 2000.

A Figura 3 representa o número total estimado de transações de F&A para cada ano, de 1992 a 2000.

---

<sup>6</sup> “O decréscimo da inflação deu-se, em parte, pelo regime de bandas de flutuação do câmbio, pois entre 1995 e janeiro de 1999, em que o Brasil adotou um sistema em que a taxa de câmbio foi autorizado a flutuar dentro de certas bandas pré-estabelecidos. [...] Ademais, neste mesmo período a nova moeda, o Real sofreu vários ataques especulativos, em que se destacou o maior ataque ocorrido em setembro de 1998, influenciado pela Crise Russa ocorrida neste período (LOPES e MOURA, 2001).” (CAVALHEIRO; MACHADO, 2019, p. 6).

Figura 3 - Histórico de transações de F&amp;A no Brasil de 1992 a 2000



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG (2007 apud FILHO; VIERA, 2010).

A Figura 3 permite identificar que desde a abertura econômica do início dos anos 1990 até 1997, houve um movimento crescente no número de transações de F&A. Do período da implementação do Plano Real até a virada do século, de 1994 ao final de 2000, houve um crescimento médio anual ponderado de 12,4%. No entanto, entre 1997 a 1999 decresceu o volume de transações. Observa-se, também, que as taxas de juros elevadas e a abertura econômica brasileira proporcionaram relevante aumento nas transações *cross-border*, aquelas que envolvem empresas de diferentes países.

Durante a década de 1990, houve representativa destinação de capital externo para o Brasil, com diversas nações maduras buscando investir na expansão de setores da economia brasileira (KPMG, 2007 apud FILHO; VIERA, 2010).

Assim, com objetivo oportunístico de ingressar em uma nação em desenvolvimento e aproveitando a abertura econômica do período, diversas empresas multinacionais anunciaram sua entrada no Brasil via transações de fusões e aquisições.

Segundo KPMG (2001), no período de 1992 a 2000 ocorreram 2.308 transações de F&A, sendo possível identificar os principais setores que mais tiveram transações e diversificação nesse período:

- (i) alimentos, bebidas e fumo (11,7%);
- (ii) instituições financeiras (7,6%);

- (iii) telecomunicações (6,2%);
- (iv) tecnologia de informação (5,8%);
- (v) produtos químicos e petroquímicos (5,7%);
- (vi) metalurgia (5,3%); e
- (vii) outros (57,7%).

Diante dessa informação, é possível observar que entre os principais volumes de transações ocorridas estão setores que podem ser considerados básicos para o funcionamento e desenvolvimento da economia.

Tendo em vista os conceitos apresentados, é possível verificar que existem diversos tipos de fusões e aquisições, em que a aquisição é a forma mais comum. Aliado a isso, foram exploradas as motivações para que tais transações acontecessem, o que está intimamente ligado às sinergias que os envolvidos na transação conseguem apontar.

Por fim, identificou-se que as fusões e aquisições aconteceram de forma atrasada no Brasil em virtude de políticas protecionistas aplicadas no pós-Guerra, que tiveram seu fim com a abertura da economia nos anos 1990. Nesta década, em especial, o Plano Real teve sucesso na missão de estabilizar os preços, e voltado ao contexto de F&A, proporcionou que empreendedores conseguissem ter uma visão estratégica de maior prazo para o ambiente de negócios, que possibilitou o amadurecimento de mais empresas e a identificação de sinergias entre as partes envolvidas nas transações, o que trouxe investimentos internacionais ao Brasil.

Evidenciadas as principais teorias disponíveis na literatura brasileira e internacional sobre a pauta de fusões e aquisições e apresentada a origem de tais transações no país, o capítulo seguinte tem por objetivo fazer uma análise histórica das fusões e aquisições no Brasil de 2010 a 2021, com ênfase para o período da pandemia do Covid-19.

## **4 ANÁLISE DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL DE 2010 A 2021: COM ÊNFASE PARA O PERÍODO DA PANDEMIA DO COVID-19**

Como apresentado nos capítulos anteriores, fusões e aquisições são pautas inerentes ao crescimento de uma empresa, possibilitando a maximização de recursos na junção de um ou mais negócios. Sua importância não está apenas localizada na otimização da alocação do capital de uma empresa, mas também nos reflexos que isso pode ter na sociedade.

No Brasil, apesar de terem iniciado de forma tardia, comparadas com outras economias mundiais, F&As tiveram rápida ascensão em volumes transacionados e quantidades de transações desde 1994 a 2010.

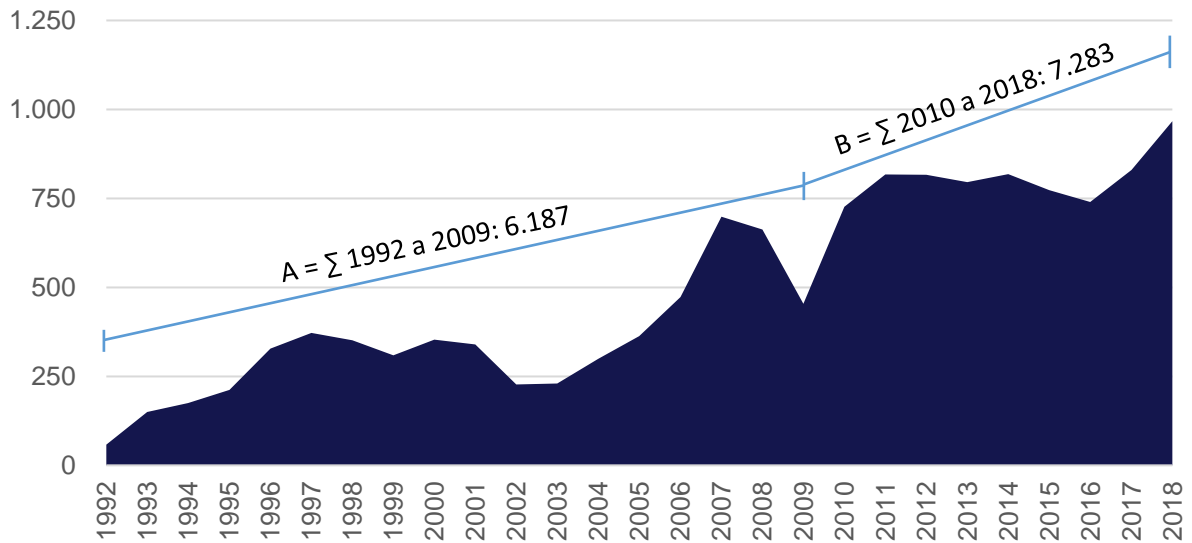
O presente capítulo tem por objetivo demonstrar os movimentos de fusões e aquisições no Brasil no período de 2010 a 2021, dando ênfase para o período da pandemia do Covid-19.

### **4.1 HISTÓRICO DE TRANSAÇÕES DE F&A NO BRASIL DE 2010 A 2018**

Na metade dos anos 1990 as fusões e aquisições no Brasil tornaram-se mais próximas às observadas no resto do mundo no mesmo período, e é possível evidenciar que houve representativo amadurecimento no número e na importância das transações até 2010. No entanto, com o desenvolvimento da economia brasileira e o surgimento de interessantes setores voltados à tecnologia e modernizações nas telecomunicações, o perfil das transações mudou ao longo da década de 2010, e o presente subitem tem por objetivo analisar suas movimentações.

A Figura 4 representa o número estimado de transações anuais de F&A de 1992 a 2018.

Figura 4 - Concentração do Número de Transações de F&A de 1992 a 2018



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

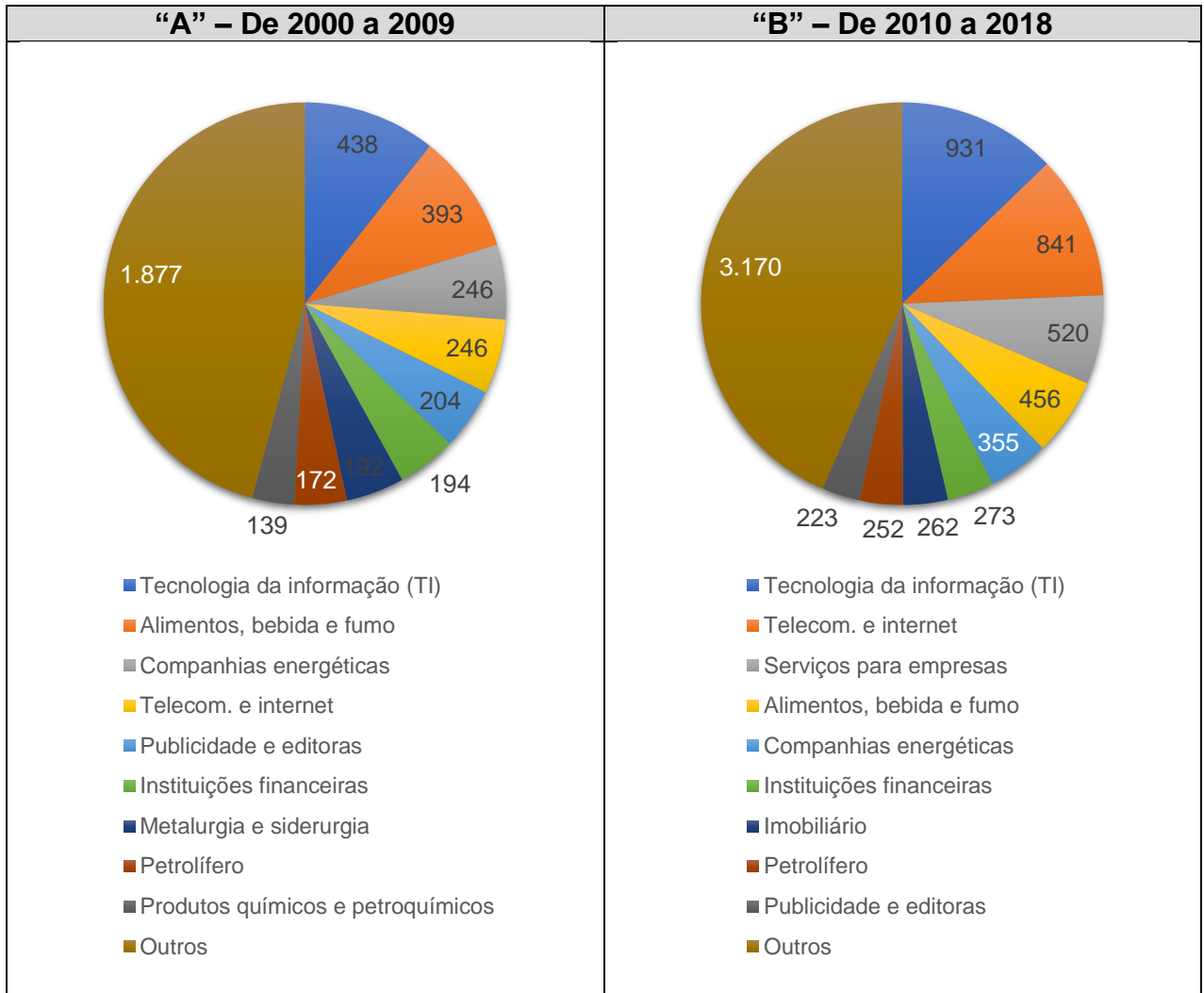
Analisando a Figura 4, percebe-se que de 2010 a 2018, um intervalo de 9 anos, ocorreram 7.283 transações de F&A. O período de 2010 a 2018 teve uma média de 809 transações ocorridas por ano, 122% a mais do que o período de 1992 a 2009, com 364 de média – em termos comparativos isso significa que no intervalo de tempo “B” ocorreram 2 transações por dia, enquanto no “A”, apenas 1 por dia. Na Figura 4, também é possível identificar o impacto causado pela Crise do Subprime<sup>7</sup> em 2008, diminuindo o número de transações em 31,5% de 2009 para 2008.

A Figura 5 compara os setores econômicos com mais transações entre os períodos “A”, 2000 a 2009, e “B”, 2010 a 2018.

<sup>7</sup> “O fenômeno surge nos EUA como uma crise de inadimplência no mercado financeiro imobiliário transforma-se em uma crise financeira com várias quebras bancárias e se espalha pela economia real, por meio da redução da demanda (queda das vendas), retração da produção e aumento do desemprego. Dos EUA, a crise rapidamente se espalhou para o resto do mundo por dois canais principais: retração do comércio internacional e restrição da oferta de crédito.” (GREMAUD et al., 2016, p. 670).



Figura 5 - Comparativo de transações por setor de 2000 a 2018

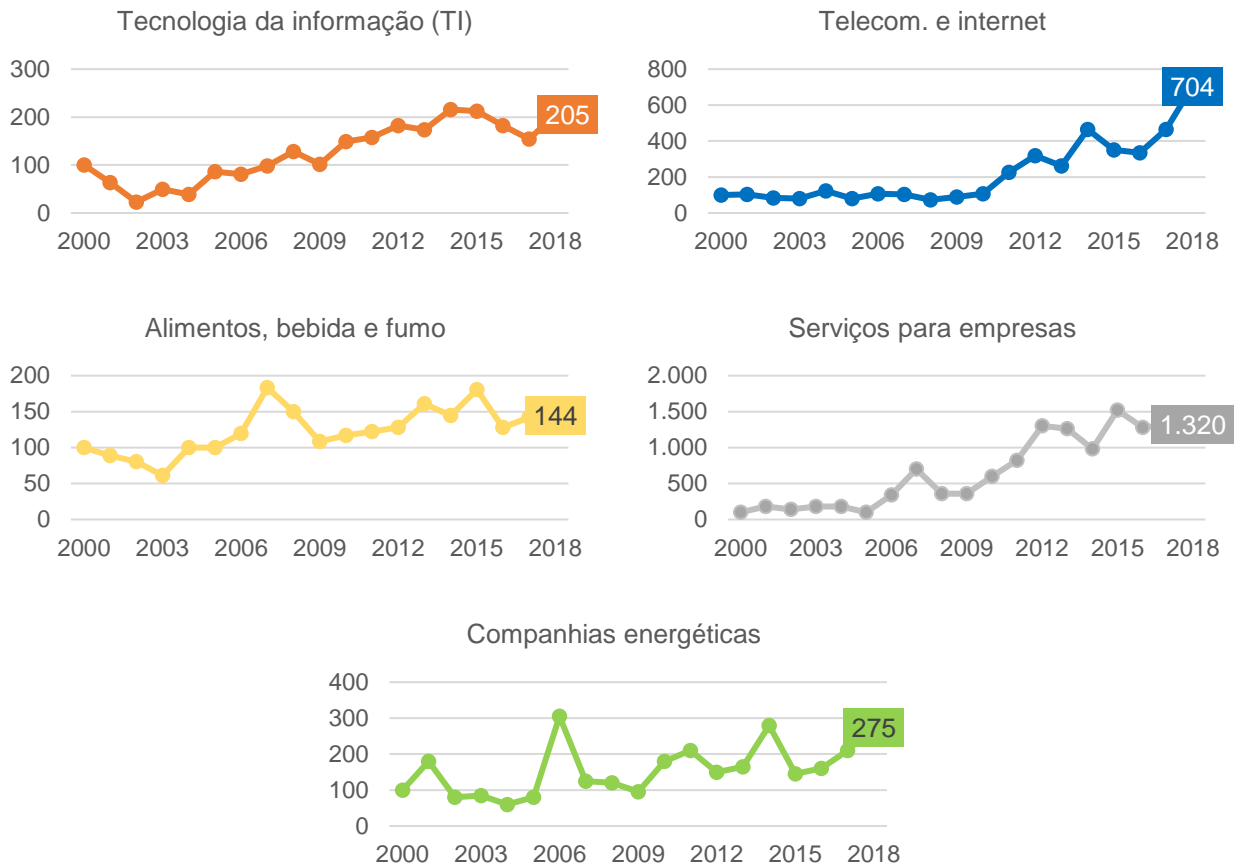


Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

A Figura 5 apresenta de forma acumulada as transações por diferentes setores econômicos nos períodos analisados. Diante de sua análise, é possível inferir que houve mudança no perfil das transações, além do esperado aumento no número de negócios realizados no período “B”. Enquanto o período “A” tinha setores secundários da economia como alimentos, bebida e fumo, companhias energéticas e metalurgia entre as principais transações, o cenário “B” apresentou maior concentração em setores terciários, envolvendo serviços e emergentes tecnologias.

A Figura 6 apresenta uma análise de crescimento das transações de F&A nos 5 principais setores de 2000 a 2018, sendo eles: Tecnologia da informação (TI), Telecom. e internet, Alimentos, bebida e fumo, Serviços para empresas e Companhias energéticas.

Figura 6 - Crescimento de F&As nos principais setores com base 100 = 2000



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

A Figura 6, analisa as movimentações nas transações de F&A em determinados segmentos:

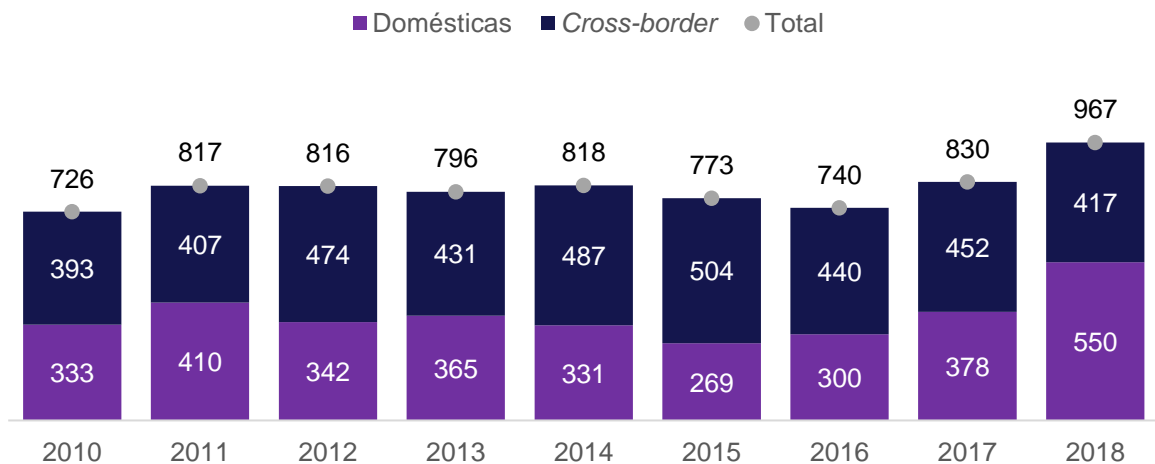
- Tecnologia da informação (TI), cresceu 105% no período analisado, sofrendo queda de 2000 a 2002, por ser algo novo e incipiente, mas subindo até 2008, em que sofreu com a Crise do Subprime. Ao final do período analisado também sofreu com a crise econômica brasileira de 2014 e suas mazelas até 2017, onde finaliza 2018 em ascensão.
- Telecomunicações e internet registrou o crescimento de 604% no período analisado – devido a serem tecnologias pouco exploradas no início dos anos 2000, teve um crescimento exponencial, conquistando relevância desde 2010.
- Alimentos, bebida e fumo sofreu relevantes flutuações no número de transações ocorridas por ano, tendo sua máxima em 2007, mas diminuindo gradualmente o volume ao final da década de 2010.

d) Serviços para empresas tem o maior crescimento, de 1.220% no período analisado, no entanto, é evidente que o setor foi impactado por crises em alguns períodos ao final da década de 2010.

e) Por fim, Companhias energéticas, apresentaram flutuações, não mostrando padrões de crescimento e sensível a impactos macroeconômicos que ocorreram no período analisado. Ainda assim, comparando 2018 a 2010, houve incremento de 175% no número de transações.

A Figura 7 demonstra, com ênfase para o período entre 2010 e 2018, as transações de F&A separadas em domésticas, aquelas envolvendo empresas brasileiras, apenas, e *cross-border*, envolvendo uma parte brasileira e outra parte internacional.

Figura 7 - Histórico de transações de F&A no Brasil de 2010 a 2018



Fonte: Elaborado pelo autor com base em KPMG, 2021; e PwC, 2021.

A Figura 7 infere que no período analisado, ocorreram mais transações com presença internacional do que o contrário, 4.005 contra 3.278. Desde 1992 o Brasil conta com mais transações *cross-border* do que domésticas, simbolizando, principalmente, a entrada e expansão de empresas multinacionais no país. Em 2018, contudo, diante de um cenário eleitoral em busca de recuperação econômica das crises passadas pelo país, esse percentual caiu para 43%, demonstrando o apetite do empreendedor brasileiro em expandir seus negócios por meio de transações de F&A.

Assim, em termos gerais, observou-se que o Brasil teve crescimento no número de transações de F&A de 2010 a 2018, no entanto, por crises enfrentadas na década

de 2010, seu crescimento absoluto não foi tão expressivo. Em termo de perfil dos segmentos principais na pauta de F&A, houve mudança comparada com a década anterior, sendo que novas tecnologias e serviços tiveram maior destaque. Analisando o tipo das transações, F&A *cross-border* foram, historicamente, mais da metade das transações, até que em 2018, transações domésticas tiveram maior ênfase, dadas as boas expectativas econômicas e para o ambiente de negócios.

## 4.2 ANÁLISE DO PERÍODO DA PANDEMIA DO COVID-19

A crise pandêmica gerada pelo Covid-19 influenciou substancialmente o final da década de 2010, estendendo-se para o início da década de 2020. O presente subitem toma como data de corte dezembro de 2021 para analisar o ambiente de F&A no período pré-pandêmico, notadamente em 2019, além de mapear as mudanças e movimentações ocorridas em 2020 e em 2021.

### 4.2.1 Ambiente de F&A pré-pandêmico

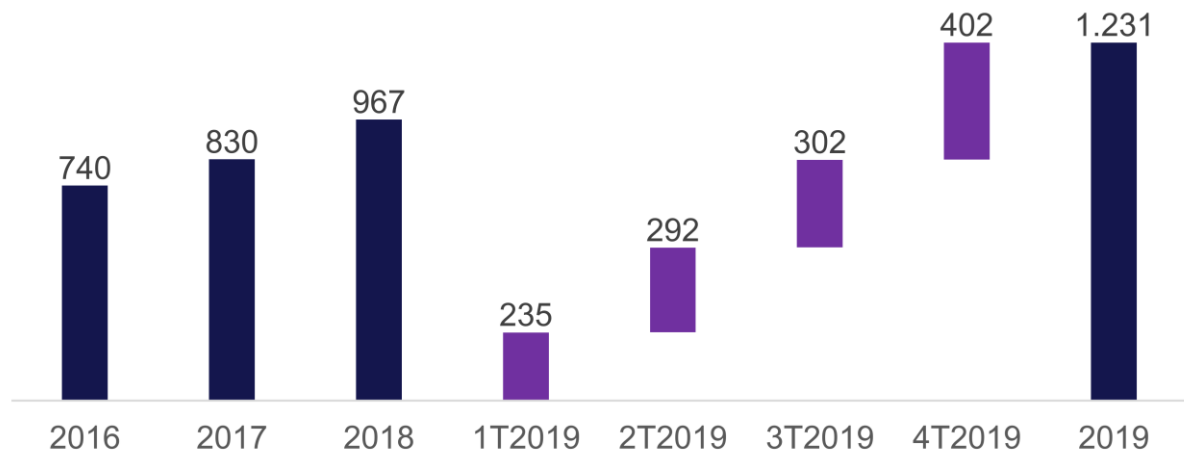
O ano de 2019 iniciou no Brasil sob nova gestão política, com o primeiro mandato de Jair Bolsonaro. As expectativas para com um novo governo apontavam o ano como de recuperação econômica e de oportunidades para empreendedores (NORTEGUBISIAN, 2019).

Embora as expectativas fossem otimistas, os acontecimentos reais durante o ano mostraram-se destoantes, com diversos fatores internos e externos influenciando a política econômica no País.

Desde o rompimento da barragem de Brumadinho/MG até pressões políticas derivadas do governo americano de Donald Trump e a demarcação de interesse do Reino Unido em deixar a União Europeia, até a aprovação da reforma da previdência e soltura do ex-presidente Luis Inácio Lula da Silva (PITANA; FREITAS, 2019).

A Figura 8 demonstra o crescimento de F&As em 2019.

Figura 8 - Evolução trimestral das transações de F&amp;A em 2019 no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor com base em KPMG, 2021; e PwC, 2021.

Na Figura 8 é possível identificar que apesar das pressões econômicas, cada trimestre apresentou crescimento no número de F&As realizadas. Embora o cenário político e macroeconômico influencie a execução de fusões e aquisições no Brasil, 2019 mostrou-se um ano em que boas perspectivas para recuperação econômica e melhora no ambiente empresarial se sobressaíram, elevando o número de transações de F&A para o seu recorde histórico.

O Quadro 3 lista o comportamento dos segmentos em F&A em comparação com 2018.

Quadro 3 - Segmentos com maiores variações no número de F&amp;A em 2019

Setores	± Transações	Var. %
Empresas para internet	+124	+73%
Imobiliário	+47	+133%
Tecnologia da informação	+41	35%
Hospitais e laboratórios de análises clínicas	+35	67%
Telecomunicações e mídia	+25	179%
Shopping centers	+15	125%
Serviços para empresas	-30	-46%
Lojas de varejo	-12	-41%
Publicidade e editoras	-10	-50%
Companhias energéticas	-4	-7%
Petrolífero	-2	-4%

Fonte: Elaborado pelo autor com base em KPMG, 2021.

O Quadro 3 apresenta dentre a lista de segmentos da economia, aqueles que tiveram maiores variações positivas e negativas no número de transações de F&A. Do total de 43 segmentos, registrou-se 18 com variações negativas, 4 com o mesmo número de transações do que em 2018, e 21 com variações positivas, dos quais 6 apresentaram um acréscimo de 25 ou mais transações. Salienta-se que em F&A não há nenhuma garantia de que em um próximo ano ocorram mais transações, dado que as próprias transações são uma forma de consolidar mercados, fazendo com que grandes empresas tornem-se maiores. Na coluna de “quedas” do Quadro X, encontram-se companhias energéticas e petrolíferas, que são segmentos oligopolizados, que não têm muitas opções de empresas para comprar ou vender.

Em síntese, 2019, como primeiro ano de um novo mandato político, enfrentou diversas pressões internas e externas, mas no âmbito de transações de fusões e aquisições, apresentou grande implemento comparado aos anos anteriores, atingindo a máxima histórica no Brasil. Seu crescimento de 264 transações, comparado ao ano anterior, foi impulsionado por setores relacionados a internet e telecomunicações, além do setor imobiliário e de hospitais e laboratórios de análises clínicas.

#### 4.2.2 F&A em 2020 e 2021: convívio com a pandemia

Findado 2019, iniciou-se o ano seguinte no Brasil com boas expectativas de continuação do crescimento econômico que se recuperava de forma gradual da recessão de 2014-2016.

A Tabela 1 demonstra um panorama das expectativas econômicas para o ano de 2020 contra o que se realizou.

Tabela 1 - Panorama de expectativas para 2020

Variáveis	Un.	Expectativa em 03/01/2020	Realizado em 31/12/2020	Dif. (p.p.) Dez/Jan
PIB	%	2,30	-3,90*	-6,20
IPCA	%	3,60	4,52	0,92
Câmbio	R\$/US\$	4,09	5,19	1,10
Selic	%	4,50	2,00	-2,50

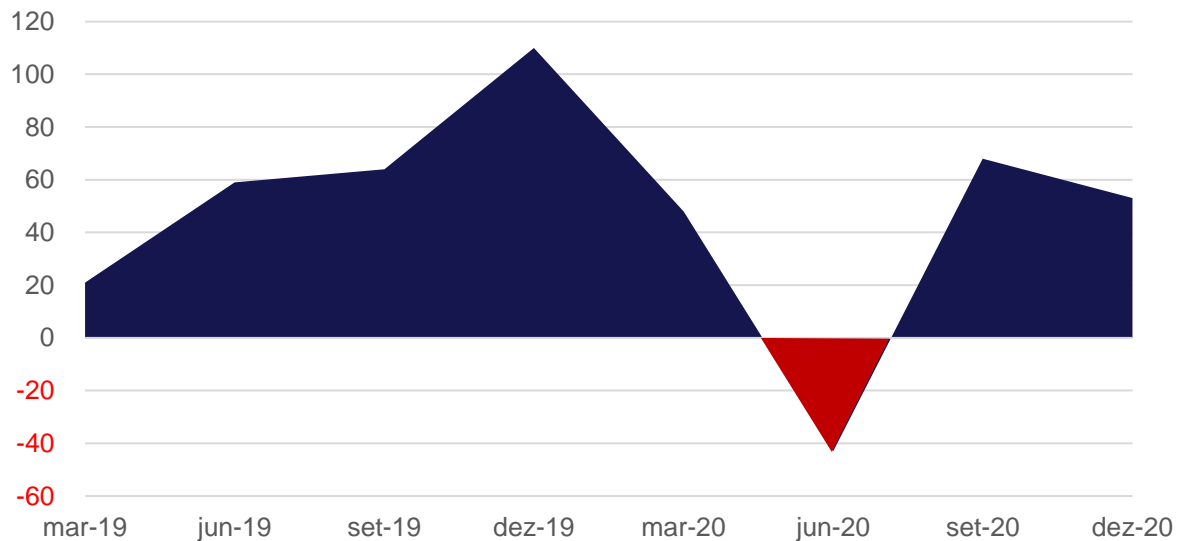
Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Banco Central do Brasil, 2020 e IBGE, 2021.

\* Valor revisado pelo IBGE no quarto trimestre de 2021, passando de -4,1% para -3,9%.

Conforme demonstrado na Tabela 1, ao iniciar o ano de 2020, tinham-se boas expectativas para a continuação da retomada econômica no Brasil. No entanto, em março de 2020 houve o decreto da pandemia do Covid-19 pela Organização Mundial da Saúde - OMS, algo que não estava sendo mapeado em nenhum orçamento ou cenário macroeconômico, que tornou-se o descrito como “realizado” na Tabela 1.

No mercado de fusões e aquisições também se tinham boas expectativas, vindas de um 2019 com recorde no número de transações realizadas. A realidade mostrou-se menos expressiva do que o esperado no início do ano, mas não drasticamente distante, como demonstrado na Figura 9.

Figura 9 - Variação trimestral de F&As entre 2019 e 2020 (acumulados 12 meses)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

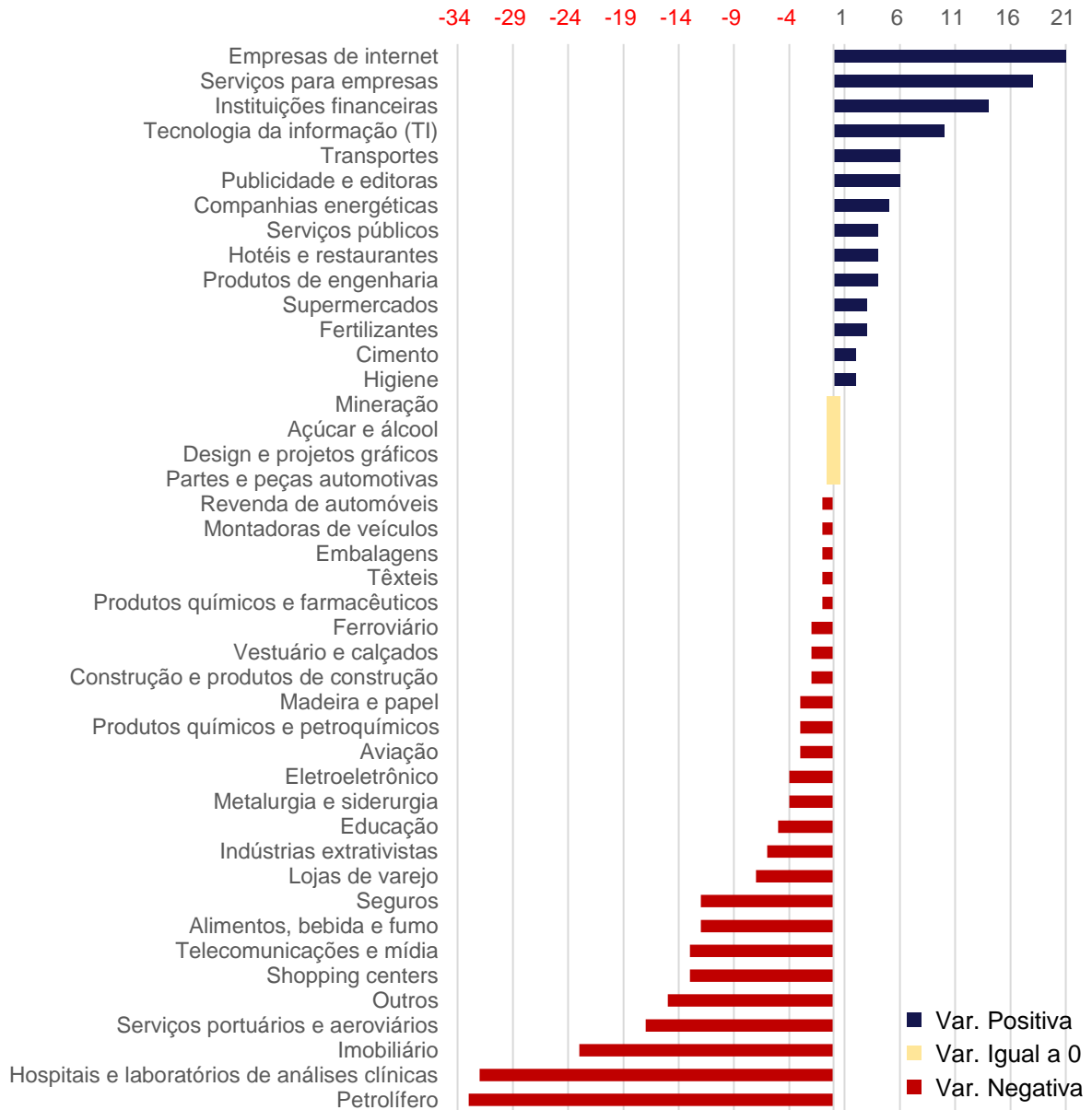
A Figura 9 compara a cada trimestre o acumulado de 12 meses contra o acumulado do trimestre anterior, demonstrando que em 2019 houve um ritmo crescente de transações ao longo do ano, que no primeiro trimestre de 2020 reduziu-se, e no segundo trimestre, notadamente representado na Figura 9 por “jun-20”, houve o ponto de maior encolhimento no volume de transações de toda pandemia do Covid-19.

Logo ao início das notícias e repercussões econômicas negativas derivadas da pandemia, não havia mais confiabilidade e previsibilidade do futuro, o que desacelerou as transações de F&A. No entanto, o segundo semestre de 2020 demonstrou uma

recuperação, com segmentos encontrando oportunidades de crescimento diante do cenário econômico.

A Figura 10 representa um balanço das transações de F&A em diferentes segmentos econômicos durante o ano de 2020.

Figura 10 - Variações no número de transações por segmento (2020 x 2019)



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

A Figura 10 permite analisar que durante o ano de 2020, a maioria dos segmentos registrou queda no número de transações. De 43 segmentos analisados,



25 tiveram uma variação negativa, 4 não apresentaram variações, e 14 tiveram mais negociações do que em 2019.

Dentre as variações positivas, destacam-se empresas que prestam serviços ou tem produtos voltados à tecnologia e internet, o que intensificou-se com a pandemia, dado o isolamento social. Também aumentaram as transações entre instituições financeiras, das quais grande parte é representada por *fintechs*, empresas com serviços financeiros e produtos digitais, intensivas em tecnologias, que cresceram na pandemia com o isolamento social e a aversão da população em sair nas ruas.

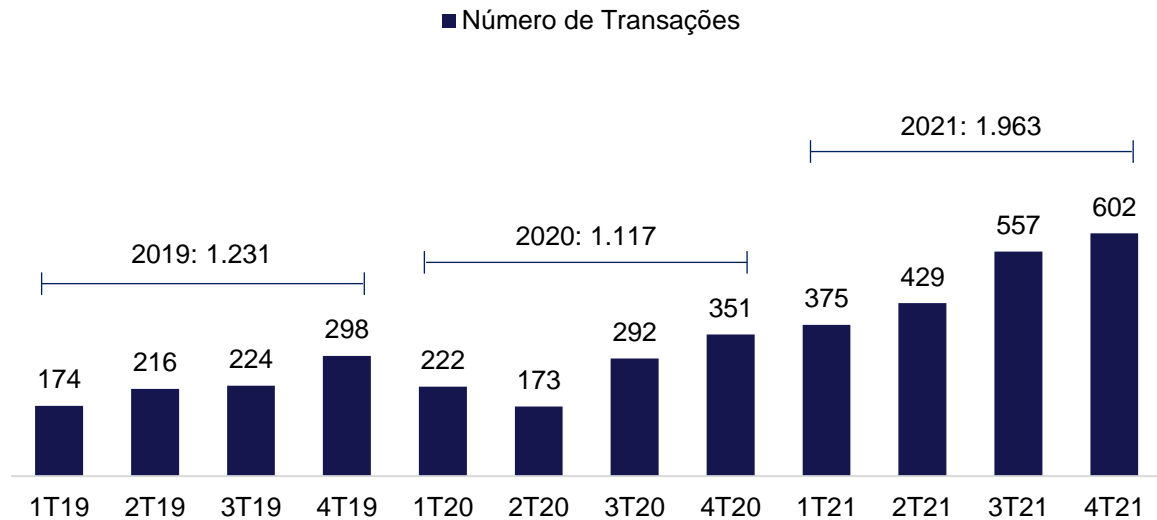
Nota-se que dentre as 25 observações com variação negativa, a maior parte refere-se a segmentos que foram amplamente afetados pela pandemia ou que não se tornaram prioritários diante dos diferentes desafios, como o setor petrolífero, imobiliário, shopping centers, lojas de varejo entre outros. O setor de hospitais e laboratórios de análises clínicas teve o segunda maior redução em volume de transações, dado que tais empresas foram forçadas a concentrarem-se em seus cotidianos para suprir as necessidades de saúde e sanitárias da população, colocando as pautas de expansão via fusões e aquisições em *standby*.

Assim, 2020 finalizou com 1.117 transações da F&A realizadas (KPMG, 2021). Embora o número seja 9% menor do que o atingido em 2019, ainda é maior do que qualquer outro ano anteriormente registrado no Brasil, mostrando, dessa maneira, que encontraram-se formas de expandir negócios no país via F&A mesmo diante do cenário pandêmico. Salienta-se que o número de transações em um ano não oferece garantia de número igual o superior no ano seguinte, dado que cada transação é individual e cumpre com o encontro de necessidades e oportunidades entre comprador e vendedor.

A pandemia do Covid-19 estendeu-se para o ano de 2021. Transcorridos 12 meses da declaração de estado pandêmico mundial pela OMS, as nações necessitaram adaptar-se à nova realidade. No Brasil, em 17 de janeiro de 2021 iniciaram as vacinações contra o vírus, trazendo esperança para o cenário social e econômico. (FIOCRUZ, 2022).

A Figura 11 demonstra a evolução trimestral das transações até dezembro de 2021.

Figura 11 - Evolução trimestral das F&amp;A no Brasil até o final de 2021



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021; e PwC, 2021.

A Figura 11 retoma as movimentações apresentadas durante o presente capítulo para 2019, com seu crescimento derivado da receptividade no meio empresarial ao novo governo, e para 2020, com o impacto da pandemia, principalmente, no segundo trimestre. Para 2021, no entanto, houve “efeito rebote” nas transações que retomaram após serem interrompidas no ano anterior pela pandemia. 2021 atingiu o maior número de transações do período histórico e a maior variação anual do século XXI, 75,7%, ante 2010, que cresceu 59,9% em relação a 2009, também tendo um “efeito rebote” derivado da Crise do Subprime.

A Tabela 2 demonstra as transações por setor em 2020 e 2021.

Tabela 2 - Comparativo de volume de transações por setor em 2020 e 2021

(continua)

Setor	2021	2020	Varição
Empresas de internet	658	314	344
Tecnologia da informação (TI)	358	168	190
Instituições financeiras	161	52	109
Telecomunicações e mídia	66	26	40
Lojas de varejo	43	10	33
Outros	85	57	28
Educação	52	27	25
Serviços para empresas	78	54	24
Petrolífero	31	11	20
Seguros	33	14	19
Hospitais e laboratórios de análises clínicas	70	55	15
Madeira e papel	12	2	10

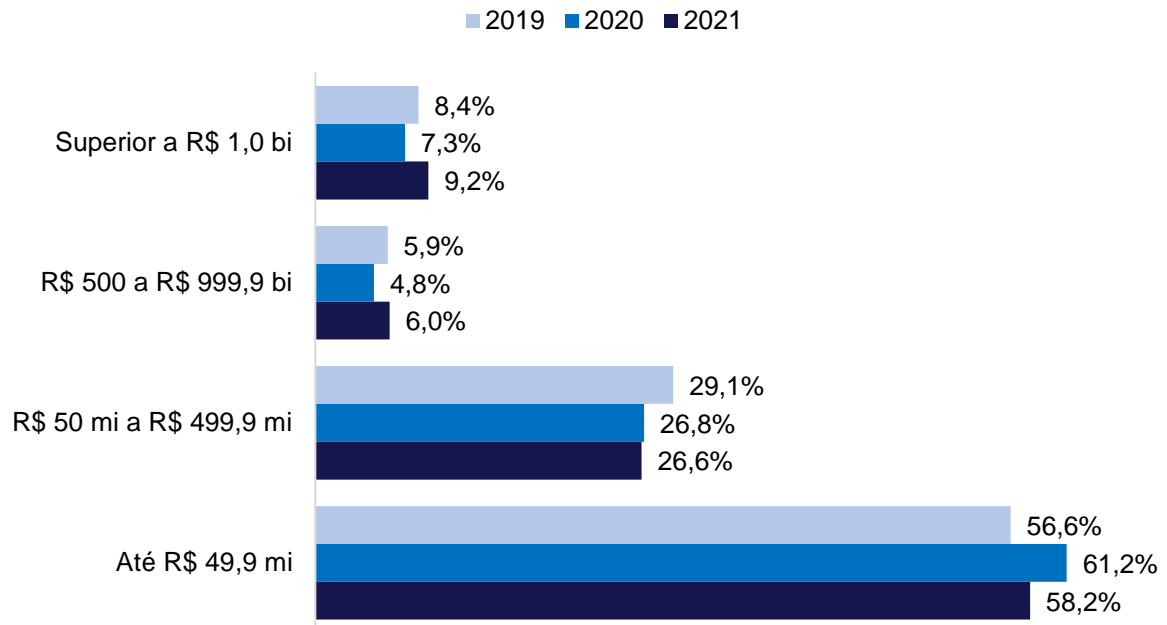
Setor	(conclusão)		
	2021	2020	Variação
Serviços públicos	16	8	8
Serviços portuários e aeroviários	10	3	7
Revenda de automóveis	7	0	7
Mineração	14	8	6
Supermercados	10	4	6
Companhias energéticas	60	56	4
Montadoras de veículos	4	0	4
Alimentos, bebida e fumo	43	40	3
Transportes	24	22	2
Produtos químicos e petroquímicos	2	0	2
Eletroeletrônico	7	5	2
Açúcar e álcool	2	1	1
Aviação	2	1	1
Ferrovário	1	0	1
Embalagens	2	2	0
Vestuário e calçados	3	3	0
Design e projetos gráficos	0	0	0
Indústrias extrativistas	0	0	0
Publicidade e editoras	15	16	-1
Fertilizantes	7	8	-1
Cimento	2	3	-1
Têxteis	1	2	-1
Higiene	1	3	-2
Metalurgia e siderurgia	3	6	-3
Construção e produtos de construção	5	9	-4
Partes e peças automotivas	0	4	-4
Hotéis e restaurantes	12	18	-6
Produtos químicos e farmacêuticos	13	20	-7
Shopping centers	5	14	-9
Produtos de engenharia	6	17	-11
Imobiliário	39	54	-15
<b>TOTAL</b>	<b>1.963</b>	<b>1.117</b>	<b>846</b>

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

A Tabela 2 apresenta abertura das transações por setores econômicos entre 2020 e 2021. Dentre as principais variações, observa-se que os setores Empresas de internet (+109,5%), Tecnologia da informação (+113,1%), Instituições financeiras (+209,6%), Telecomunicações e mídia (+153,8%) e Lojas de Varejo (+330%) tiveram mais que o dobro do número de transações realizadas em 2020. Dentre esses segmentos, tecnologias e inovações tiveram ainda mais acelerações, enquanto Lojas de Varejo recuperaram-se dado às medidas menos restritivas com o avanço das vacinações no País. Dos 43 segmentos apresentados, 26 tiveram variação positiva, 13 negativa e 4 não apresentaram variações.

A Figura 12 demonstra a separação das transações por faixa de valor entre 2019 e 2021.

Figura 12 - Transações por faixa de valor entre 2019 e 2021



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Fusões & Aquisições, 2021.

A Figura 12 demonstra a separação das transações em 2019 e 2021 pela faixa de valor de cada negociação. Em 2020 elevou-se o número de transações de pequeno porte, até R\$ 49,9 milhões, pressionadas pela tendência em investimentos em empresas de pequeno porte com ativos tecnológicos e voltadas para inovações, denominadas startups<sup>8</sup>. Em 2021, o número de pequenas transações também manteve-se elevado, maior do que observado em 2019, no entanto, também aumentaram as transações de grande porte, acima de R\$ 500 milhões, atingindo 15,3% de relevância, sendo o maior valor nos últimos 5 anos.

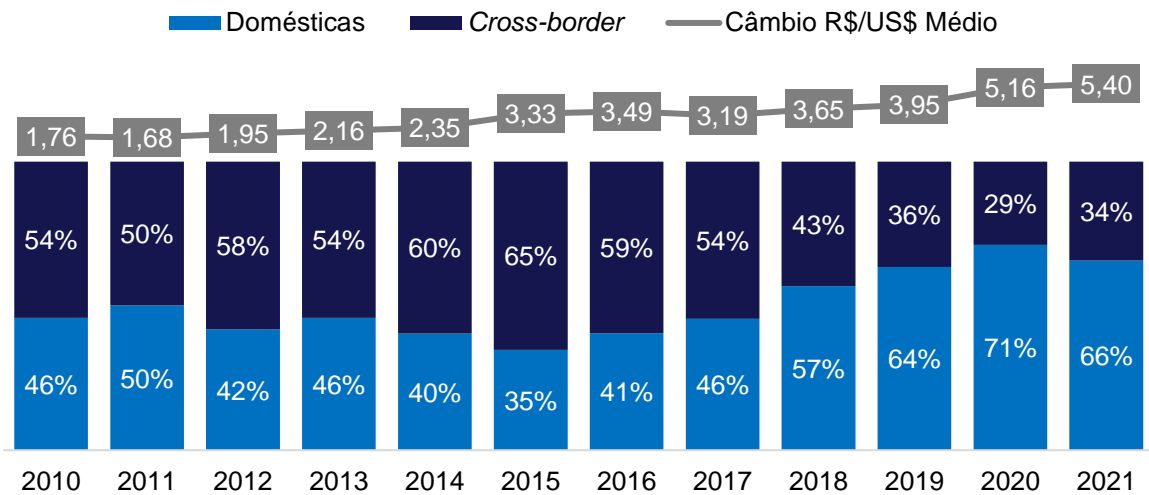
O aumento de grandes transações em 2021 pode estar relacionado a algumas hipóteses, como a possibilidade de terem sido colocadas em espera em 2020 devido ao início da pandemia, a recuperação do otimismo no mercado, e a necessidade de

<sup>8</sup> “Uma startup é um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza. Elas só são mais frequentes na internet porque é bem mais barato criar uma empresa de software do que uma de agronegócio ou biotecnologia, por exemplo, e a web torna a expansão do negócio bem mais fácil, rápida e barata – além da venda ser repetível.” (SEBRAE, 2014, não paginado)

diversificação de grandes empresas para acompanharem as mutações nos mercados consumidores.

A Figura 13 apresenta o separação das transações entre domésticas e *cross-border* entre 2010 e 2021.

Figura 13 - Histórico de transações de F&A por tipo no Brasil



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Ipeadata, 2022; e KPMG, 2021.

A Figura 13 resgata o histórico de transações de F&A no Brasil separados entre domésticas e *cross-border*. Desde o início, o Brasil teve mais transações *cross-border*, dado o desenvolvimento tardio da economia local comparado a outras nações, mas a partir de 2018, com a mudança de governo, as domésticas se intensificaram, diante de um melhor ambiente para negócios. Com a pandemia em 2020, houve redução de capital estrangeiro, embora investir no Brasil estivesse barato dada a depreciação do Real perante o Dólar americano, e além disso, manteve-se nível similar de transações domésticas entre 2019 e 2020. Em 2021, cresceram tanto as transações *cross-border* (109,3%) quanto as domésticas (62,1%), indicando que com a melhora do cenário pandêmico mundial, resgatou-se o apetite de investidores internacionais.

A Tabela 3 demonstra a abertura entre o tipo de transações de F&A por setor nos anos de 2020 e 2021.

Tabela 3 - Transações por tipo e por segmento em 2020 e 2021

Setor	2021			2020		
	d	cb	t	d	cb	t
Empresas de internet	347	311	658	206	108	314
Tecnologia da informação (TI)	243	115	358	125	43	168
Instituições financeiras	89	72	161	34	18	52
Outros	60	25	85	45	16	61
Serviços para empresas	58	20	78	44	10	54
Hospitais e laboratórios de análises clínicas	67	3	70	41	14	55
Telecomunicações e mídia	55	11	66	21	5	26
Companhias energéticas	49	11	60	32	24	56
Educação	46	6	52	25	2	27
Alimentos, bebidas e fumo	30	13	43	30	10	40
Lojas de varejo	37	6	43	9	1	10
Imobiliário	35	4	39	49	5	54
Seguros	23	10	33	10	4	14
Petrolífero	20	11	31	8	3	11
Transportes	16	8	24	15	7	22
Serviços públicos	15	1	16	6	2	8
Publicidade	12	3	15	13	3	16
Mineração	5	9	14	3	5	8
Produtos químicos e farmacêuticos	8	5	13	10	10	20
Hotéis e restaurantes	9	3	12	14	4	18
Madeira e papel	9	3	12	0	2	2
Serviços portuários e aeroviárias	7	3	10	1	2	3
Supermercados	9	1	10	4	0	4
Eletroeletrônico	5	2	7	3	2	5
Fertilizantes	4	3	7	5	3	8
Revenda de automóveis	2	5	7	0	0	0
Produtos de engenharia	4	2	6	12	5	17
Construção e produtos de construção	4	1	5	4	5	9
Shopping centers	5	0	5	14	0	14
Montadoras de veículos	3	1	4	0	0	0
Metalurgia e siderurgia	2	1	3	3	3	6
Vestuário e calçados	3	0	3	2	1	3
Açúcar e álcool	2	0	2	1	0	1
Aviação	2	0	2	0	1	1
Cimento	1	1	2	1	2	3
Embalagens	1	1	2	1	1	2
Produtos químicos e petroquímicos	0	2	2	0	0	0
Ferroviário	1	0	1	0	0	0
Higiene	0	1	1	2	1	3
Têxteis	1	0	1	2	0	2
<b>TOTAL</b>	<b>1.289</b>	<b>674</b>	<b>1.963</b>	<b>795</b>	<b>322</b>	<b>1.117</b>

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

Nota: d = domésticas, cb = *cross-border* e t = total.

A Tabela 3 demonstra que o Top 5 de 2021 e 2020, excluindo Outros, notadamente, Empresas de internet, Tecnologia da informação (TI), Instituições financeiras, Serviços para empresas e Hospitais e laboratórios de análises clínicas, representou 67% do total das transações em 2021, enquanto em 2020 era responsável por 58%. O aumento da concentração veio da ampliação do número das transações *cross-border* nos 5 setores, que foi de 17% do total em 2020 para 27% em 2021. Tais setores foram responsáveis por 77% da destinação das transações envolvendo partes internacionais. Os demais segmentos, comparados ao total, tiveram baixa representatividade, sendo que o Top 20 representou 92% em 2021 e 87% em 2020.

Assim, embora 2020 tenha apresentado queda no número geral de transações comparado a 2019, ainda foi maior do que todos os outros anos antecedentes. Já 2021, teve “efeito rebote” das transações que deixaram de ocorrer em 2020 e a volta de apetite de investidores internacionais, assim, registrando o maior crescimento anual do século XXI. De forma similar entre ambos anos pandêmicos, os segmentos de Empresas de internet, Tecnologia da informação (TI), Instituições financeiras e Serviços para empresas foram responsáveis por mais de 50% das transações do ano, apontando a tendência de investimentos em diversificação voltados à inovação e tecnologia, principalmente com o crescimento de transações de pequeno porte, até R\$ 50 milhões, notadamente em *startups*.

#### **4.2.3 Comparativo das F&A entre a Crise do Subprime e a Crise do Covid-19**

Recuperando crises mundiais que afetaram o Brasil durante o século XXI, o presente subitem tem por objetivo pontuar as características e efeitos nas fusões e aquisições ocorridas durante os anos de crise.

Conforme apresentado nos capítulos anteriores, ocorreram dois eventos mundiais que afetaram todas economias mundiais, a Crise do Subprime, de 2008 a 2009, e a Crise do Covid-19, de 2020 a 2021. A Tabela 4 apresenta comparativo entre as F&A domésticas e *cross-border* ocorridas no Brasil nos períodos das crises do Subprime (2008-2009) e Covid-19 (2020-2021).

Tabela 4 - Fusões e aquisições na Crise do Subprime e do Covid-19 no Brasil

Subprime								
Ano	Número de F&As Realizadas			% em Relação ao Total		Variação Comparado ao Ano Anterior		
	d	cb	t	d	cb	d	cb	t
2007	351	348	699	50,21%	49,79%			
2008	379	284	663	57,16%	42,84%	28	-64	-36
2009	219	235	454	48,24%	51,76%	-160	-49	-209
<b>t</b>	<b>949</b>	<b>867</b>	<b>1.816</b>	<b>52,26%</b>	<b>47,74%</b>	<b>-132</b>	<b>-113</b>	<b>-245</b>

Covid-19								
Ano	Número de F&As Realizadas			% em Relação ao Total		Variação Comparado ao Ano Anterior		
	d	cb	t	d	cb	d	cb	t
2019	782	449	1.231	63,53%	36,47%			
2020	795	322	1.117	71,17%	28,83%	13	-127	-114
2021	1.289	674	1.963	65,66%	34,34%	494	352	846
<b>t</b>	<b>2.866</b>	<b>1.445</b>	<b>4.311</b>	<b>66,48%</b>	<b>33,52%</b>	<b>507</b>	<b>225</b>	<b>732</b>

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021.

Nota: d = domésticas, cb = *cross-border* e t = total.

A Tabela 4 une as transações domésticas e cross-borders realizadas nos anos imediatamente anteriores aos períodos das crises, notadamente 2007 para Subprime e 2019 para Covid-19, e compara o desempenho dos anos posteriores às crises. É possível inferir as diferenças nos desempenhos das F&As nos dois períodos das crises, sendo que na do Subprime houve uma diminuição no volume de negociações, principalmente *cross-border*, enquanto na do Covid-19 houve aumento, carregado por transações domésticas. Diante disso, observa-se a hipótese de que as transações diminuíram na Crise do Subprime justamente por estar relacionada ao mercado financeiro, não incentivando a prosperidade dos negócios, enquanto no Covid-19, criou-se a oportunidade das empresas se reinventarem e investirem em novos negócios.

#### 4.2.4 Resumo de F&A no Brasil entre 2010 e 2021

Com o intuito de retomar a questão do quanto as transações de F&A no Brasil são afetadas por crises, o presente subitem junta na análise histórico-comparativa as



transações ocorridas aos principais elementos que influenciaram a economia em cada ano da década de 2010.

O Quadro 4 apresenta uma síntese de elementos que influenciaram transações de fusões e aquisições no Brasil entre 2010 e 2021.

Quadro 4 - Síntese histórica de F&A no Brasil entre 2010 e 2021

(continua)

Período	Transações no Período	Presidente	Considerações sobre F&A
2010 a 2013	3.155 (média de 66 por mês)	Dilma Rousseff	Em 2010, embora tenha sido ano eleitoral, houve aumento de 59,9% nas transações de F&A, derivado de um “efeito rebote” gerado pelas perdas consecutivas de 2008 e 2009 pela Crise do Subprime. De 2011 a 2013 não houve grandes flutuações, dado ao “morno” humor político econômico no país.
2014 a 3T16	2.031 (média de 65 por mês)	Dilma Rousseff	Em 2014 ocorreu a Copa do Mundo sediada no Brasil e Eleições para presidente, em que Dilma Rousseff elegeu-se para seu segundo mandato. Crescimento de 2,8% no volume de F&A. 2015 foi um ano conturbado para F&A, com variação negativa em 5,5% comparado a 2014. Motivos foram relacionados a intensificação da Operação Lava Jato em seu segundo ano de atividade, rebaixamento do <i>investment grade</i> pela <i>Standard &amp; Poors</i> , e piora geral das expectativas, com instabilidade política e desinvestimentos.
4T16 a 2018	1.954 (média de 74 por mês)	Michel Temer	Diante do cenário de instabilidade política, 2016 foi marcado pelo <i>impeachment</i> da presidente Dilma Rousseff, em agosto de 2016, que provocou diminuição no interesse de F&A. Com Michel Temer no poder, o último trimestre teve melhores expectativas, com aprovação da PEC 95/2016, que limita os gastos públicos. Em 2017, o primeiro semestre teve um aumento nas transações de F&A, mas parte dos ganhos foi perdido de maio a novembro após a Declaração Premiada da JBS. Em julho de 2017, também houve a aprovação da reforma trabalhista, que flexibilizou relações empregatícias no Brasil.

(conclusão)

Período	Transações no Período	Presidente	Considerações sobre F&A
4T16 a 2018 (cont.)	1.954 (média de 74 por mês)	Michel Temer	Apesar de pontos negativos, 2017 finalizou com volume de F&As crescente em 12,2%. 2018 foi ano de incertezas, tanto externas, com o fortalecimento da economia americana, que por sua vez influenciou a taxa de câmbio, e internas, com paralísias nas reformas econômicas dado o ambiente de disputa eleitoral.
2019 a 2021	4.311 (média de 120 por mês)	Jair Bolsonaro	<p>Em 2019, no primeiro ano de mandato de Jair Bolsonaro, apesar de pressões internas e externas, sobressaíram-se as boas expectativas com a economia, fazendo com que as F&amp;A chegassem em seu recorde histórico até o período, principalmente impulsionadas pelos investimentos domésticos.</p> <p>Para 2020, esperava-se um ano de avanço econômico, mas com a pandemia do Covid-19, tais ideias se atrasaram. Em F&amp;A, embora as transações tenham caído nos primeiros meses da pandemia, alguns setores se mostraram resilientes e cresceram. Assim, o número de transações realizadas no ano foi de um patamar menor que de 2019, mas maior do que qualquer outro ano da série histórica.</p> <p>Em 2021, ainda com a pandemia, na esfera econômica sentiu-se a recuperação do que fora perdido em 2020, mas ao custo da elevação das taxas de juros e da inflação. Ainda assim, o cenário de F&amp;A continuou com o otimismo dos últimos trimestres do ano anterior, atingindo novo recorde histórico de transações realizadas, 59% a mais do que o anterior, de 2019. Setores tecnológicos foram os principais responsáveis, mas o destaque foi, principalmente, para o aumento dos investimentos domésticos e a recuperação das transações <i>cross-border</i>, que em 2020 reduziram-se.</p>

Fonte: Elaborado pelo autor baseado em KPMG, 2021; Fusões & Aquisições, 2019; PwC, 2021.

O Quadro 4 captura, de forma resumida, os principais pontos que influenciaram as movimentações de F&A no período de 2010 a 2021, onde houve crescimento pífio

até 2017. A partir de 2018, como mencionado, entende-se que apesar das incertezas, houve boa aceitação do mercado de F&A para as pressões externas e políticas. Diante do bom resultado de 2019, apesar da pandemia enfrentada em 2020, as F&As no Brasil apresentaram-se resilientes, adaptando-se às mudanças provocadas e gerando diversas oportunidades, principalmente nos setores tecnológicos, de inovação, financeiros e de saúde.

Assim, apresentado de forma geral o perfil de transações entre os períodos iniciais e finais da década de 2010 e oferecendo maior detalhamento de pressões externas a pura negociação de transações de F&A para 2010 a 2021, evidenciou-se que o Brasil passou por uma transição de caráter tecnológico nas transações de F&A, que é algo esperado dado que ao final da década de 2010 tecnologias inovadoras e disruptivas estavam em alta.

Além disso, demonstrou-se que as transações no país foram historicamente influenciadas conforme as incertezas se desenvolviam, partindo do pressuposto de que se o ambiente de negócios não está favorável, também não há clareza nos mapas de expansão do negócio, o que é um dos principais determinantes e pontos-chave para a realização de F&A.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando como um dos principais motivos para um empresário abrir seu próprio negócio ser o desejo pela obtenção de lucros, cada empresa é fundada com o objetivo de crescer e se expandir. Com seu crescimento, aumentam-se as receitas, despesas, influências sobre número de colaboradores, fornecedores e clientes, mas também aumentam-se as dificuldades e desafios na gestão empresarial.

Adquirido determinado tamanho, novos desafios surgem para as empresas, como dúvidas estratégicas relacionadas a quais caminhos seguir e como chegar nos objetivos almejados. Nessa gestão empresarial, surgem também assimetrias de informação, que podem prejudicar a estratégia do negócio. Para o empresário sem sucessão bem definida e sem profissionalização de sua empresa, abre-se a oportunidade de vender o negócio. Para o lado comprador, surge uma oportunidade de crescimento, diversificação e consolidação de um mercado ou de posição estratégica. Assim, surgem as transações de fusões e aquisições.

No Brasil, as F&A surgiram lentamente, justificadas por três aspectos: o tardio processo de industrialização brasileiro, as políticas protecionistas que impediam a entrada e difusão de multinacionais e as incertezas para com o futuro da economia brasileira. Nos anos 1990, com a abertura econômica e com a criação do Plano Real, aumentou-se a credibilidade e a visibilidade do futuro no Brasil. Sem tais aspectos, torna-se difícil a estruturação de um planejamento estratégico dentro de uma empresa, o que inviabilizava processos de F&A.

Desse modo, a partir de meados dos anos 1990 as fusões e aquisições no Brasil rumavam ao crescimento, consolidando mercados, permitindo a entrada de grandes marcas internacionais, a expansão nacional de algumas marcas regionais, entre outros aspectos.

Chegando ao período de análise do presente trabalho, tornou-se possível inferir que o ambiente de fusões e aquisições foi bastante sensível a mudanças político-econômicas brasileiras e mundiais, sendo afetado por crises e aspectos externos. De modo geral, também auferiu-se que as transações de F&A no Brasil foram predominantemente realizadas por investimentos do tipo *cross-border*, sendo uma das partes da negociação internacional. Tal percentual esteve acima dos 50% até o ano de 2018, em que melhoras no cenário político e econômico concederam mais apetite

aos empreendedores brasileiros em expandir seus negócios, aumentando, ano após ano, o número de transações ocorridas.

Com ênfase ao período da pandemia do Covid-19, embora o mundo tenha enfrentado uma crise sanitária e hospitalar, no âmbito de F&As, o Brasil conseguiu manter um volume elevado de transações, evidenciando que muitas oportunidades foram geradas mesmo diante das adversidades encontradas. A motivação para a continuação do crescimento está relacionada aos setores que mesmo antes da pandemia já estavam em alta: tecnologia, inovação, mercado financeiro e saúde. Com as adversidades geradas pela pandemia, a demanda por tais soluções sofreu diversas mutações, o que colocou empresas desses setores no radar de diversos investidores.

Diante do exposto e recuperando a hipótese principal do presente trabalho de que no período da pandemia do Covid-19 no Brasil foram adquiridas mais empresas por capital estrangeiro, constatou-se que no período reduziram-se as transações de F&A com presença de investidores internacionais, ainda que o câmbio Real e Dólar americano estivesse favorável, pois houve a desvalorização da moeda brasileira. Ainda que em 2021 tenha sido observado uma recuperação nas transações cross-border, sua representatividade em relação ao total ainda esteve menor do que os padrões históricos, demonstrando que o crescimento das F&A em 2020 e 2021 foi motivado pelo capital nacional, na figura das transações domésticas.

## REFERÊNCIAS

AMBROSINI, V. JENKINS, M. COLLIER, N. **Advanced Strategic Management: A Multi-Perspective Approach**. 3ª Ed. EUA, Red Globe Press: 2015

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Focus - Relatório de Mercado. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>. Acesso em: 10 mai. 22.

BARROS, B. T.; SOUZA, H. H. R. F.; STEUER; R. Gestão nos processos de fusões e aquisições. *In.*: BARROS, B. T. **Fusões e Aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003. 232 p. cap. 1, p. 17-49.

BASSO, M. **Joint venture: manual prático**. 1ª Ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1994.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. 2ª Ed. EUA, Routledge: 2017.

BRANDÃO, A. Criação de Valor em Fusões e Aquisições Horizontais: o caso da Lusitania Companhia de Seguros, S.A. [Porto, Portugal]: **ISCAP**, 2015. Disponível em [https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/7826/1/Antonio\\_Brandao\\_CF\\_2015.pdf](https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/7826/1/Antonio_Brandao_CF_2015.pdf). Acesso em 04 nov. 2021.

BRASIL, BOLSA E BALCÃO. Abertura de capital. Disponível em: [http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/como-abrir-o-capital/](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/abertura-de-capital/como-abrir-o-capital/). Acesso em: 31 mai. 2021.

BRASIL. [Lei das Licitações]. **Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993**. Brasília, DF: Presidência da República, [1993]. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8666cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8666cons.htm). Acesso em: 1 jun. 2021.

BRASIL. [Lei das S/A]. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Brasília, DF: Presidência da República, [1976]. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 1 jun. 2021.

BRASIL. [Lei do PND]. **Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997**. Brasília, DF: Presidência da República, [1997]. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l9491.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9491.htm). Acesso em: 1 jun. 2021.

BRUNER, R. F. **Applied mergers & acquisitions**. 1ª Ed. EUA: Wiley Finance, 2004.

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

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

CAPITAL ABERTO. Cade: o que é qual sua função. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/como-funciona-o-cade/>. Acesso em: 22 jun. 2022.

CAVALHEIRO, E. A.; MACHADO, R. H. Quebras estruturais no risco Brasil: uma análise dos 25 anos do Plano Real. **Revista Caribeña de Ciencias Sociales**, [s. l.], jul. 2019. Disponível em: <https://www.eumed.net/rev/caribe/2019/07/quebras-estruturais-brasil.html>

CHILD, J. Organizational Structure, Environment and Performance: The Role of Strategic Choice. **Sociology**, EUA, v. 6, n. 1, p. 1–22.

COASE, R. H. **The Nature of the Firm**. *Economica* n. 4, 1937.

COPELAND, T; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation – Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª Ed. Reino Unido, Pearson Education: 2002.

DAGNINO, G. B.; KING, D. R.; TIENARI, J. Strategic management of dynamic growth. **Long Range Planning**, EUA, v. 50, n. 2, p. 427-430, 2017.

DAMODARAN, A. **Acquisitions and Takeovers**. 1ª Ed. EUA, Stern School of Business: 2005.

DEPAMPHILIS, D. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions**. 7ª Ed. EUA, Academic Press: 2013.

DEVOS, E., KADAPAKKAM, P.-R.; KRISHNAMURTHY, S. How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power and Efficiency Improvements as Explanation for Synergies. **The Review of Financial Studies**. v. 22, n. 3, p. 1179-1211, 2009.

DI PETTA, A; GOUVEIA, L. O; BOZZO, A. L; GONÇALVES, M. N. A teoria do crescimento da firma e seus 60 anos: de onde viemos e para onde vamos. **Revista Ibero Americana de Estratégia**, v. 17, n. 3, p. 173-187, 2018

FILHO, P. J. F.; VIEIRA, G. M. Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração da UFSM**, Santa Maria, v. 3, n.1, p. 109-130, 2010.

FIOCRUZ. Vacinação contra Covid-19 no Brasil completa um ano. Disponível em: <https://portal.fiocruz.br/noticia/vacinacao-contracovid-19-no-brasil-completa-um-ano>. Acesso em: 15 mai. 2022.

FONSECA, R. C. V. Metodologia do Trabalho Científico. [Curitiba, PR]: **IESDE**, 2012. Disponível em <https://biblioteca.isced.ac.mz/bitstream/123456789/786/1/METODOLOGIA%20DO%20TRABALHO%20CIENT%20C3%8DFICO.pdf>. Acesso em: 01 jul. 2021.

FUSÕES & AQUISIÇÕES. Transações no Mês. Disponível em:  
<https://fusoesaquisicoes.com/transacoes-mensais/>. Acesso em 20 abr. 2022.

G1. Desde 2011, Cade só barrou 8 negócios. Disponível em:  
<https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/desde-2011-cade-so-barrou-8-negocios.ghtml>. Acesso em: 22 jun. 2022.

GIAMBIAGI, F.; VILLELLA, A.; DE CASTRO, L. B.; HERMANN, J. **Economia Brasileira Contemporânea**, 2ª edição. São Paulo: Elsevier Editora, 2011. Disponível em:  
[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2824329/mod\\_resource/content/1/GIANBIAGI%20ECONOMIA%20BRASILEIRA%20CONTEMPOR%C3%82NEA%2C%202A%20ED\\_.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/2824329/mod_resource/content/1/GIANBIAGI%20ECONOMIA%20BRASILEIRA%20CONTEMPOR%C3%82NEA%2C%202A%20ED_.pdf). Acesso em: 18 mai. 2022.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S. D.; JR., R. T. **Economia Brasileira Contemporânea**, 8ª edição. São Paulo: Grupo GEN, 2016. Disponível em:  
<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597010206/>. Acesso em: 18 mai. 2022.

GRIGOLO, T. M.; SILVA, M. B. **Metodologia para iniciação científica à prática da pesquisa e da extensão II**. 1ª Ed. Florianópolis, UDESC, 2012.

GRINBLATT, M. TITMAN, S. **Financial Markets & Corporate Strategy**. 2ª Ed. EUA, The McGraw-Hill Companies: 2002.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo. Disponível em:  
<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=series-historicas>. Acesso em 07 jul. 2022.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). SCNT – Sistema de Contas Nacionais Trimestrais. Disponível em:  
<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=series-historicas>. Acesso em 07 jul. 2022.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA (Ipeadata). EMBI+ Risco-Brasil. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em 10 nov. 2021.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA E APLICADA (Ipeadata). Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - comercial - venda - média. Disponível em:  
<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em 15 mai. 2022.

IRELAND, R. D.; HITT, M. A.; HOSKISSON, R. E. **Administração Estratégica: Competitividade e Globalização**: Conceitos. Tradução da 12ª Ed. EUA, Cengage Learning: 2019.



JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, [S. l.], v. 48, n. 2, p. 87–125, 2008. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/36604>. Acesso em: 18 maio. 2022.

KPMG, Fusões e Aquisições 2021 - 4º trimestre. Disponível em: [https://home.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/KPMG\\_Fus%C3%B5es\\_e\\_Aquisi%C3%A7%C3%B5es-2021.pdf](https://home.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2022/3/KPMG_Fus%C3%B5es_e_Aquisi%C3%A7%C3%B5es-2021.pdf). Acesso em: 20 abr. 2022.

LACERDA, A. C. D. **Economia brasileira**. São Paulo: Editora Saraiva, 2018. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547231798/>. Acesso em: 18 mai. 2022.

LAPLANE, M.F.; SARTI, F. O investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 1990. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 1 (18), p. 63-94, 2002.

MARTELANC, R., PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. 1ª Ed. São Paulo, Prentice Hall, 2010.

MCKELVIE, A.; WIKLUND, J. Advancing firm growth research: A focus on growth mode instead of growth rate. **Entrepreneurship theory and practice**, EUA, v. 34, n. 2, p. 261–288, 2010.

MINAYO, M. C. S. **Pesquisa social: teoria, método e criatividade**. 21ª Ed. Petrópolis, Vozes, 1994.

MUKAI, T. Privatizações de serviços públicos: licitações e vendas de ações. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 205, p. 89-94, 1996.

NORTEGUBISIAN. Saiba quais são as principais expectativas para 2019 no Brasil. Disponível em: <https://www.nortegubisian.com.br/blog/saiba-quais-sao-as-principais-expectativas-para-2019-no-brasil/>. Acesso em 09 mai. 22.

PENROSE, E. **The Theory of the Growth of the Firm**. 4ª Ed. EUA, OUP Oxford: 2009.

PITANA, M. FREITAS, R. Enem 2019: acontecimentos no Brasil e no mundo que podem ser destaques na prova. Disponível em: <https://gauchazh.clicrbs.com.br/educacao-e-emprego/noticia/2019/07/enem-2019-acontecimentos-no-brasil-e-no-mundo-que-podem-ser-destaques-na-prova-cjyoqsivv05sw01msio9n5r9h.html>. Acesso em: 11 mai. 2022.

PWC. Fusões e Aquisições no Brasil - Dezembro 2020. 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: 03 mai 21.

PWC. Quem Somos. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/quem-somos.html>. Acesso em: 15 mai. 22.

RAY, K. G. **Mergers and Acquisitions: Strategy, Valuation and Integration**. 1ª Ed. Índia, PHI Learning, 2010.

SCHERER, A. L. F. Investimento direto estrangeiro, fusões e aquisições e desnacionalização da economia brasileira: um balanço da década do Plano Real. **FEE Indicadores Econômicos**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 107-128, 2004.

SEBRAE. O que é uma startup? Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/o-que-e-uma-startup,6979b2a178c83410VgnVCM1000003b74010aRCRD>. Acesso em 16 mai. 22.

SHWARTZBAUM, A. D. Sinergia nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil. [São Paulo, SP]: **EAESP FGV**, 2012. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10398/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Alan%20Shwartzbaum%2020130116-01%20%28vers%C3%A3o%20final%29.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2021.

WARDE, JR., J. W. **Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos**. 1ª Ed. São Paulo, Quatier Latin do Brasil, 2009.

WOOD JR., T.; VASCONCELOS, F. C.; CALDAS, M. P. Fusões e aquisições no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE Executivo**, São Paulo, v. 2, n. 4. nov. 2003 / jan. 2004.