

FUSÕES, AQUISIÇÕES E CISÕES E O REFLEXO NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS: UM ESTUDO SOB A PERSPECTIVA DO *CORE BUSINESS*

MERGERS, ACQUISITIONS AND DIVISIONS AND REFLECTION IN THE VALUE OF THE MARKET OF COMPANIES: A STUDY IN THE PERSPECTIVE OF *CORE BUSINESS*

FUSIONES, ADQUISICIONES Y ESCISIONES Y LA REFLEXIÓN EN EL VALOR DE MERCADO DE LAS EMPRESAS: UN ESTUDIO EN LA PERSPECTIVA DE LA ACTIVIDAD PRINCIPAL

Edílson Hélio Santana

Doutorando em Administração pela Universidade Municipal de São Caetano do Sul (USCS), Brasil; Professor do Centro Federal Tecnológico de Minas Gerais (CEFET-MG), Brasil
ehsminas@gmail.com

Contextus

ISSNe 2178-9258

Organização: Comitê Científico Interinstitucional

Editor Científico: Carlos Adriano Santos Gomes

Avaliação : Double Blind Review pelo SEER/OJS

Revisão: Gramatical, normativa e de formatação

Recebido em 30/08/2016

Aceito em 08/12/2016

2ª versão aceita em 23/12/2016

Fernando Thiago

Doutorando em Administração pela USCS; Técnico da Universidade do Estado de Mato Grosso (UNEMAT), Brasil
admfernandoth@yahoo.com.br

Francisco Mirialdo Chaves Trigueiro

Doutorando em Administração pela USCS; Professor de 3º Grau da Universidade Federal de Mato Grosso (UFMT), Brasil
fmctrigueiro@yahoo.com.br

Sérgio Feliciano Crispim

Livre Docente em Marketing pela Universidade Federal de São Paulo (USP), Brasil; Professor do Programa de Pós-Graduação da USCS
scripsim@uscs.edu.br

RESUMO

Este artigo tem como objetivo avaliar a evolução de resultados operacionais de organizações antes e depois de realizarem fusões, aquisições ou cisões, considerando estas atividades como movimentos adjacentes ou não ao seu *core business* com base na teoria de Zook (2003). Para isso, utilizou-se da pesquisa exploratória, de abordagem quantitativa, por meio da seleção de cinco casos emblemáticos. Os resultados mostraram que as organizações quando apresentaram projetos de expansão com movimentos adjacentes próximos ao *core business* ou quando realizaram cisões com objetivo de focar melhor seus *core business*, apresentaram valorização de suas ações em suas respectivas bolsas de valores.

Palavras-chave: Fusões. Aquisições. Cisões. *Core business*.

ABSTRACT

This article aims to evaluate the evolution of operating profit organizations before and after performing mergers, acquisitions or spin-offs, considering these activities as movements adjacent, or not, to its *core business*, based on Zook's theory (2003). For this, we used the exploratory research with a quantitative approach, through the selection of five emblematic cases. The results showed that organizations when presented expansion projects with adjacent movements close to the *core business* or when they realized divisions in order to better focus on their *core business*, appreciated by their actions in their respective stock exchanges.

Keywords: Mergers. Acquisitions. Spin-offs. *Core business*.

RESUMEN

Este artículo tiene como objetivo evaluar la evolución de las organizaciones con fines de explotación antes y después de la realización de fusiones, adquisiciones o escisiones, teniendo en cuenta estas actividades como movimientos adyacentes o no su actividad principal en base a la teoría de Zook (2003). Para ello, se utilizó la investigación exploratoria, con enfoque cuantitativo, a través de la selección de los cinco casos emblemáticos. Los resultados mostraron que las organizaciones cuando se mostraron los proyectos de expansión con movimientos adyacentes cercanas al negocio principal o cuando se toman las decisiones con el fin de centrarse más en su negocio principal, mostró una apreciación de sus acciones en sus respectivas bolsas de valores.

Palabras clave: Fusiones. Adquisiciones. Escisiones. *Core business*.

1 INTRODUÇÃO

Dentre as várias mudanças desencadeadas pelo processo de globalização destaca-se a tendência de processos de Fusões e Aquisições (F&A), que a partir da década de 1980 adquiriram importância no contexto das estratégias de negócios de organizações, sejam de pequeno, médio ou grande porte. Contudo, nem sempre estas estratégias conseguem atingir os objetivos esperados (IRELAND; HOSKISSON; HITT, 2015).

Nessa conjuntura, desenvolveram-se pesquisas teóricas e empíricas relacionadas à F&A, em diferentes temáticas, como: análise dos resultados da utilização de estratégias de F&A no crescimento de empresas (ZILBER;

FISCHMANN; PIKIENY, 2002; ARVANITIS; STUCKI, 2014; BUTLER; SAUSKA, 2014); criação de valor para acionistas e ganhos de sinergia operacional (CAMARGOS; BARBOSA, 2009; LEE, 2017); aumento da concentração industrial (ROSENBERG; FONSECA; d'AVILA, 2010; LUO, 2014); efeitos da cultura corporativa pós-aquisição (JORDÃO; SOUZA, 2010; BOURAOUI; LI, 2014), desempenho em operações *Cross Border*, àquelas em que as empresas adquirente e adquirida sediam-se em países distintos (BORTOLUZZO et al., 2014; BOUZGARROU; LOUHICHI, 2014), competências centrais e lógica dominante na análise dos resultados do processo (BINDER; MACCARI; NASSER-

CARVALHO, 2010), motivos que levam empresas de pequeno porte a entrarem em processo de fusão (ZIN, 2014; ARVANITIS; STUCKI, 2014) e mecanismos externos de governança corporativa (BOUZGARROU; LOUHICHI, 2014, MONTEIRO et al., 2014).

O argumento principal desta pesquisa baseia-se na teoria de Zook (2003), segundo a qual empresas que realizam sua expansão e crescimento muito distantes de seu *core business*, tendem a não apresentar resultados positivos. Assim, de acordo com esta teoria, os processos de fusão e aquisição tendem a apresentar resultados ruins quando levam a empresa a se afastar de sua atividade principal, ou *core business*, ao passo que empresas que realizam cisões, ou *spin off*, focando e definindo melhor seu *core business*, tendem a apresentar resultados positivos.

Dado o exposto, este artigo tem como objetivo avaliar a evolução dos valores de algumas organizações antes e depois de realizaram fusões, aquisições e cisões com objetivo de melhorar o foco do seu *core business*.

2 FUSÕES E AQUISIÇÕES COMO ESTRATÉGIA DE NEGÓCIO

Os termos Fusões, Aquisições e Cisões, apesar de manterem uma relação no âmbito das práticas das organizações e de

análises de mercados, do ponto de vista teórico, bem como dos resultados decorrentes da aplicação dos seus significados, são diferentes. Segundo Jordão e Souza (2010), a fusão é resultante de um arranjo de duas ou mais companhias de tamanho e força parecidos, e a aquisição ocorre quando uma empresa assume o controle de grande parte das decisões e insumos de outra, em configurações diferentes.

Segundo Camargos e Barbosa (2010, p. 74), a fusão “é um dos métodos pelo qual uma firma pode adquirir outra”. Por outro lado, a aquisição corresponde “a compra de uma firma por outra, no qual somente uma delas, geralmente, mantém a identidade”. Em um contexto amplo, F&A corresponde à união das atividades de duas firmas, formando uma única empresa (BERNARDO, 2010) e refere-se a uma das formas de promoção do crescimento empresarial por meio de sinergias, ao invés de fazê-los internamente (JORDÃO; SOUZA, 2010).

Para Ireland, Hoskisson e Hitt (2015) existe diferença entre as estratégias de fusão, aquisição e incorporação, sendo que fusão se refere a uma estratégia pela qual duas empresas concordam em integrar suas operações de forma relativamente igual. Na aquisição uma empresa compra o controle, ou 100% de outra com intenção de tornar a empresa adquirida uma subsidiária

de seu portfólio. Já a incorporação é um tipo de aquisição em que a empresa-alvo não solicita a oferta da organização compradora; sendo, portanto, aquisições não amigáveis.

Cisão ou *spin-off* é definido como o desenvolvimento de atividades que oferecem suporte para que as atividades ou empresas cindidas tornem-se sustentáveis. Neste tipo de operação, é gerada uma nova organização com a separação e/ou transferência de ativos e controle acionário (MÁLAGA, 2007).

Em termos de classificação quanto à abrangência, as transações de F&A podem ser domésticas e transfronteiriças (MARION FILHO; VIEIRA, 2010; BORTOLUZZO et al., 2014; BOUZGARROU; LOUHICHI, 2014): as domésticas ou nacionais são àquelas que envolvem apenas empresas de capital nacional, enquanto as transfronteiriças correspondem às transações que envolvem empresas com sede em outros países. Com relação a essa última, os autores afirmam que é praticada quando uma empresa estrangeira realiza investimento em um país hospedeiro, por meio de investimento direto estrangeiro (IDE), realizando uma aquisição ou fusão com uma empresa local. Segundo Minadeo e Camargos (2009), a F&A como estratégia de internacionalização deve ser rigorosamente planejada, pois é uma operação cercada de

dificuldades operacionais, incertezas, riscos e complexidades.

Os processos de F&A visam basicamente o acesso a novos mercados, tecnologias e competências, maior poder econômico e de competição, sinergias e melhoria de eficiências administrativas e operacionais, diminuição do risco operacional e financeiro, proteção de mercado contra a entrada de concorrentes estrangeiros, aquisições indesejadas ou a simples sobrevivência (CAMARGOS; BARBOSA, 2005b; IRELAND; HOSKISSON; HITT, 2015), além de buscar alcançar expansão rápida, racionalizar a produção e substituir gestões ineficientes (MONTEIRO et al., 2014). Percebe-se que há diversas finalidades e, portanto, é necessária uma acurada análise para tomada de decisão alinhada aos resultados que se deseja. Entretanto, apesar da diversidade, os principais motivos, para a prática da F&A, podem ser classificados em duas grandes categorias: maximização do valor para o acionista e maximização da utilidade gerencial (ZIN, 2014).

Em termos de economia, as F&A assumem várias formas (SIQUEIRA; CASTRO JÚNIOR, 2010; BOURAOU; LI, 2014): A Economia de Escala, que por meio da fusão horizontal proporciona maior produção com custos médios minimizados; a Economia Vertical, que possibilita redução de custos de transação, e a

Economia de Diversificação, que diminui os riscos do negócio e alcança sinergia originada da interação de diferentes tecnologias de gerenciamento entre os conglomerados. Além disso, há a Economia Pecuniária, alcançado por meio das vantagens promocionais, com a diluição dos custos de propaganda, força de venda e outros serviços promocionais, benefícios fiscais, entre as várias unidades de negócio das empresas.

A análise de fusões e aquisições tem relação com estudos sobre monopólio e competição, estrutura de mercado, grau de concentração e tamanho do setor (ROSENBERG; FONSECA; D'AVILA, 2010; BOURAOU; LI, 2014). Isto significa que a operacionalização desse processo se torna complexa, por envolver diversas variáveis como político/legal, econômico e concorrência de mercado. No entanto, abre possibilidades para mudanças no mercado.

Diante da análise de oportunidades e ameaças para o negócio é possível identificar quais estratégias podem ser adotadas. Nesse sentido, assim como licenciamento, aliança estratégica e desinvestimento, F&A podem ser caracterizadas como alternativas de estratégias empresariais, as quais as empresas escolhem as mais adequadas, visando atender os objetivos pretendidos (ZILBER; FISCHMANN; PIKIENY,

2002). O cenário no final do século XX fez com que as F&A se tornassem uma estratégia viável às novas condições econômicas vigentes, seja no ambiente econômico nacional, como no internacional (CAMARGOS; BARBOSA, 2010; LENNAN et al., 2014).

Nessa perspectiva, Camargos e Barbosa (2009, p. 207) ressaltam que “os processos de fusão e aquisição integram a estratégia empresarial, e por meio deles as empresas conseguem expansão rápida, a conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva, economia de escala e ativos complementares”. Ademais, a estratégia de investir em processos dessa natureza inclui ainda a diversificação de negócios e criação de valor para os acionistas (OLIVEIRA; FORTE; ARAGÃO, 2007; CAMARGOS; BARBOSA, 2010; ARVANITIS; STUCKI, 2014; BOUZGARROU; LOUHICHI, 2014; BUTLER; SAUSKA, 2014; LUO, 2014; IRELAND; HOSKISSON; HITT, 2015; LEE, 2017).

Para Pessanha et al. (2012), dado o ambiente competitivo, as estratégias de F&A encontram-se em crescente expansão e exigem níveis de investimentos variados, com formatos legais específicos, e causam diferentes impactos nas organizações envolvidas. Assim, de acordo com setores e configuração da estrutura de concorrência de mercado, os processos variam e precisam

ser analisados em suas especificidades, tendo no Brasil a autarquia CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) como órgão responsável pela regularização dessas atividades a partir de 1994, período marcado por intenso movimento nessa direção.

O aumento no número de F&A no Brasil, a partir de 1990, foi causado, de acordo com Marion Filho e Vieira (2010), pelas mudanças ocorridas na economia brasileira decorrentes da abertura comercial, liberalização financeira, desregulamentação da economia e privatizações. De acordo com os autores, entre 1992 e 2006, o setor de alimentos, bebidas e fumos liderou o ranking no número de operações de fusão e aquisição, seguido de Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Instituições Financeiras. Segundo Siqueira e Castro Júnior (2010), entre 2000 e 2008, houve 3.647 F&A no Brasil, sendo 354 no setor de alimentos, bebidas e fumos.

O setor bancário é considerado um dos mais emblemáticos quando se analisa F&A, em função não apenas da quantidade de ocorrência nos últimos 25 anos, mas pelos valores envolvidos e as mudanças significativas no cenário nacional e internacional. Pessanha et al. (2012), ao estudarem as F&A nesse setor entre 1994 e 2009, identificaram que diversos fatores influenciaram esse processo, como a

estabilidade de preços, em 1994, decorrentes do Plano Real, privatização de bancos públicos pelo Governo, abertura das fronteiras nacionais à entrada de investimentos financeiros e expansão de conglomerados financeiros em escala global, tendo como marco a aquisição do Bamerindus pelo HSBC, em 1997.

Constata-se que, no setor bancário, as F&A foram se acumulando, como no caso de instituições que adquiriram outras, e posteriormente foram adquiridas por outras, em uma tendência de maior concentração. É o caso do Banco Bandeirantes, adquirido em 2000 pelo Unibanco, e este posteriormente pelo Itaú, em 2008. Assim, é importante avaliar como ocorre a rentabilidade de instituições que passam por essas experiências. De acordo com Pessanha et al. (2012), as F&A exercem certo poder de explicação altamente significativa nas variações sofridas pela rentabilidade das empresas.

De acordo com Bouraoui e Li (2014), embora não se insira diretamente nas estratégias de mercado no contexto das F&A, a análise de integração cultural produz efeito significativo na performance das organizações pós F&A. As diferenças culturais entre as empresas que passam por essa experiência contribuem para maior complexidade do processo, e conseqüentemente, os resultados positivos destas operações, como ressaltam Freire et

al. (2009), mesmo diminuindo os riscos da fase de integração, não é possível prever completamente o que se sucederá a partir da união de culturas diversas. Para Jordão e Souza (2010), por meio da análise cultural das corporações, pode-se perceber o significado simbólico de muitas ações cotidianas das pessoas, com seus valores e esquemas de significados compartilhados.

Diante dessa conjuntura, Brandão et al. (2013) afirmam que, muitas vezes os objetivos definidos não são atingidos, porque não há uma dedicação maior nos aspectos relativos ao relacionamento pós-fusão ou aquisição e ao desenvolvimento de uma cultura emergente para apoiar a nova configuração. Para que isso ocorra, “os grandes desafios recaem sobre a área de gestão de pessoas, a quem cabe o papel de atrair e manter os profissionais incorporados” (Id., p. 602). No aspecto de integração cultural, os autores identificaram cinco dimensões para avaliação de F&A: Recepção e Integração, Capacitação, Comunicação, Suporte durante o processo, Oportunidades após Fusão ou Aquisição.

Ireland, Hoskisson e Hitt (2015, p. 179) afirmam que “cerca de 20% de todas as fusões e aquisições são bem-sucedidas, aproximadamente 60% têm resultados decepcionantes e os 20% restantes são fracassos óbvios”. Os motivos apresentados são os relacionados à dificuldade de integração, como já apresentados, avaliação

inadequada do alvo, dívida grande ou extraordinária, incapacidade de obter sinergia, diversificação excessiva, gestores excessivamente concentrados em aquisições, além das organizações ficarem grandes demais para os gestores conseguirem manter controle e eficiência.

Outro elemento importante é o Sistema de Controle Gerencial, um mecanismo da implementação das estratégias corporativas, que no ambiente das F&A, é um dos principais componentes do processo de gestão por se caracterizar a base para concretização dos planos, alcançando os objetivos empresariais e dos *stakeholders*. Além disso, facilita a coordenação estratégica, a qualidade de gestão pós-aquisição e sofre influência da cultura corporativa, tanto da adquirida, quanto da adquirente (JORDÃO; SOUZA, 2010).

Assim, são vários fatores determinantes para se avaliar o sucesso ou fracasso do processo de F&A. De acordo com Duarte (2003), em seus levantamentos teóricos, as questões essenciais incluem o encontro de culturas, gestão de pessoas e comunicação com diferentes *stakeholders*. Tais questões refletem externamente, tanto no fracasso quanto no sucesso das estratégias de mercados do negócio resultante do processo de incorporação de empresas.

Pode-se incluir entre os principais *stakeholders* ou grupos de interesses de uma empresa, os proprietários, consumidores, clientes, revendedores, mídia, instituições financeiras, fornecedores, competidores, órgãos governamentais, grupos de interesses especiais como sindicatos, sociedade, funcionários.

Sendo as estratégias de F&A tidas como de crescimento, em suas diversas formas, Zook (2003) apresenta essas estratégias através das adjacências. Neste caso, as adjacências defendidas pelo autor, são estratégias de crescimento onde os movimentos são próximos (ou adjacentes) ao seu *core business*. A partir do argumento de Zook (2003), podem-se formular hipóteses pertinentes às estratégias de crescimento das organizações, o que inclui as F&A, onde as que estão distantes do seu *core business*, possuem maior probabilidade de fracasso, ao passo que, caso ocorram aquisições e fusões de organizações que possuem o *core business* muito próximo, aumenta a possibilidade de sucesso. O contrário pode acontecer com os processos de cisão, onde normalmente as empresas que tomam esta decisão estratégica, passam a focar mais em seu *core business*, possibilitando maior probabilidade de alavancagem em seus resultados.

Segundo este autor, os movimentos de crescimento adjacentes podem ser de

várias formas: (1) mudança de uma empresa de produtos enfraquecida para o ramo de serviços; (2) atuação com novos produtos e clientes respaldada pela força do *core business*; (3) desenvolvimento de um ativo do *core* para gerar um negócio novo; (4) entrada em novas adjacências geográficas; e (5) acréscimo de novas linhas de produtos a uma rede de distribuição (ZOOK, 2003). Sendo que estas estratégias estão ligadas à maximização do *core business* no crescimento das organizações.

Assim, considerando as F&A como estratégia de negócio, é importante que se avaliem os resultados de acordo com indicadores estabelecidos. A Tabela 1 apresenta os principais indicadores com base em estudos sobre o tema.

No entanto, não são apenas os aspectos mensuráveis que devem ser avaliados no processo de fusão e aquisição, por serem insuficientes para explicar o fracasso ou sucesso. De acordo com Binder, Maccari e Nasser-Carvalho (2010), elementos não mensuráveis, como competência central e lógica dominante (e seus “esquemas” mentais), devem ser considerados para prever ou explicar se a fusão ou aquisição será bem-sucedida ou não. Para os autores, devem ser incluídos os valores, *expertises*, ritos organizacionais, histórias, mitos e relações no trabalho, nesse contexto.

Tabela 1 – Indicadores para avaliação de resultados de fusões e aquisições

INDICADOR	AUTORES
Participação de mercado	Zilber et al., (2002); Camargos e Barbosa (2005a); Freire et al. (2009); Minadeo e Camargos (2009); Arvanitis e Stucki (2014); Butler e Sauska (2014); Ireland, Hoskisson e Hitt (2015).
Poder econômico e de mercado	Camargos e Barbosa (2005a); Minadeo e Camargos (2009); Bortoluzzo et al. (2014); Zin (2014); Arvanitis e Stucki (2014); Butler e Sauska (2014); Luo (2014); Ireland, Hoskisson e Hitt (2015).
Receita, lucratividade e rentabilidade	Zilber et al., (2002), Camargos e Barbosa (2005a, 2010); Minadeo e Camargos (2009); Oliveira e Rêgo (2011); Pessanha et al. (2012); Bortoluzzo et al. (2014).
Portfólio e plataformas de produtos	Zilber et al., (2002), Zilber e Piekny (2005); Rosenberg et al. (2010); Ireland, Hoskisson e Hitt (2015); Lee (2017).
Inovação e tecnologia	Zilber et al., (2002), Camargos e Barbosa (2005a); Minadeo e Camargos (2009); Rosenberg et al. (2010), Lee (2017).
Novos mercados	Zilber et al., (2002), Camargos e Barbosa (2005a); Minadeo e Camargos (2009); Bortoluzzo et al. (2014); Bouzgarrou e Louhichi (2014); Ireland, Hoskisson e Hitt (2015).
Número de competidores	Zilber et al., (2002), Camargos e Barbosa (2005a); Minadeo e Camargos (2009).
Novos canais de distribuição	Zilber et al., (2002), Freire et al. (2009); Minadeo e Camargos (2009), Bouzgarrou e Louhichi (2014).
Sinergia entre canais de suprimentos	Zilber et al., (2002), Camargos e Barbosa (2005a); Minadeo e Camargos (2009); Bortoluzzo et al. (2014), Lee (2017).
Sinergia operacional e administrativa	Camargos e Barbosa (2005b, 2009); Freire et al. (2009); Camargos e Barbosa (2010); Oliveira e Rêgo (2011); Bortoluzzo et al. (2014); Zin (2014), Lee (2017).
Criação de valor para acionistas	Camargos e Barbosa (2009); Oliveira e Rêgo (2011); Bortoluzzo et al. (2014); Zin (2014), Lee (2017).
Alavancagem financeira	Camargos e Barbosa (2005a); Freire et al. (2009); Bortoluzzo et al. (2014), Bouzgarrou e Louhichi (2014)
Fortalecimento das marcas envolvidas	Freire et al. (2009); Minadeo e Camargos (2009).
Complementaridade de recursos	Zin (2014).
Eficiência gerencial e financeira	Minadeo e Camargos (2009), Bouzgarrou e Louhichi (2014).
Ingresso em novos formatos	Minadeo e Camargos (2009).
Agregação de valor	Oliveira et al. (2007).
Preço das ações de uma firma	Pereira et al. (2013), Lee (2017).
Integração cultural	Jordão e Souza (2010); Brandão et al. (2013), Bouraoui e Li (2014).

Fonte: Elaborada pelos autores.

No mercado brasileiro, as F&A são recorrentes desde a década de 1990, como nos casos da Antártica e Brahma, em 1998, e Sadia e Perdigão, em 2008. São casos complexos e, por isso, estudados por pesquisadores de mercados e por acadêmicos, o que torna relevante

identificar os aspectos mais analisados desse processo pelos estudos acadêmicos. Na Tabela 2 são sintetizadas as principais temáticas, quais empresas envolvidas e que tipo de processo ocorreu, em alguns estudos.

Tabela 2 – Aspectos estudados do processo de fusão e aquisição

Aspecto estudado	Processo e empresas envolvidas	Autores
Avaliação das práticas de gestão de pessoas e integração cultural	Aquisição do Banco Nossa Caixa pelo Banco do Brasil.	Brandão et al. (2013)
Efeitos da cultura corporativa no sistema de controle gerencial pós-aquisição	Aquisição da Mamoré Mineração e Metalúrgica Ltda. pelo Grupo Fasa Participações, formando a empresa Grafite do Brasil.	Jordão e Souza (2010)
Trajatória econômico-financeira e estratégica e o papel da sinergia	Fusão da Antarctica e Brahma, criando a Ambev. Fusão da Ambev e Interbrew, criando a InBev.	Camargos e Barbosa (2005b); Oliveira e Rêgo (2011).
Competência central e lógica dominantes como variáveis de avaliação de resultados	Fusão entre Cooper&Lybrand e Arthur Andersen.	Binder et al. (2010)
Impactos das estratégias de F&A na rentabilidade de bancos	Aquisição de Bancos (quantidade entre parênteses) por Instituições, como Banco do Brasil (1), BCN (2), Bradesco (13), Itaú (9), Santander (2), Sudameris (1) e Unibanco (8)*.	Pessanha et al. (2012)
Fusões e aquisições no setor de telecomunicações no Brasil	Aquisição da Brasil Telecom pela Oi.	Feitosa et al. (2011)
Aquisição no contexto de processo de sucessão empresarial	Aquisição da Azaleia pela Vulcabrás.	Minadeo (2010)
Estratégia de entrada e crescimento em mercados internacionais	Aquisição do Atacadão pelo Carrefour.	Minadeo e Camargos (2009)
Vantagem competitiva em F&A	Aquisição da Batavo Frios pela Perdigão.	Oliveira et al. (2007)

Nota. * Dentre eles, o BEC → Bradesco; Unibanco → Itaú; Banespa → Santander; Bandeirantes → Unibanco; Votorantim → Banco do Brasil; Banco América do Sul → Sudameris.

Fonte: Elaborados pelos autores.

A abordagem de Zook (2003), focada na questão do escopo de negócio, e mais especificamente no grau de diversificação, ou de concentração no *core business*, é bastante diferenciada das dos autores anteriormente citados. E, por ancorar-se nesta abordagem, associada ao valor da empresa como indicador da qualidade de um modelo de negócio, este artigo contribui para preencher lacuna de pesquisas empíricas sobre o tema.

3 PROCEDIMENTOS

METODOLÓGICOS

A base metodológica desta pesquisa fundamenta-se na pesquisa do tipo quantitativo, o que segundo Creswell (2010) permite que se utilizem métodos estatísticos para apoiar as análises, permitindo atingir o objetivo proposto. Quanto aos objetivos, classifica-se como exploratória, permitindo obter maior familiaridade com o objeto e problema de pesquisa e conseqüentemente torná-lo mais explícito ou elucidar possíveis hipóteses para futuras pesquisas (GIL, 2007).

Quanto ao modelo de análise, segundo Slywotzky (1996) a qualidade de um modelo de negócio e de seus resultados face à concorrência podem ser avaliados de forma sintética pelo valor de mercado da empresa, ou do valor projetado de seu fluxo de caixa trazido ao valor presente por meio de uma taxa de desconto. A presente pesquisa avalia, de forma exploratória, quatro empresas escolhidas intencionalmente pela relevância e por adotarem diferentes estratégias em relação à concentração no *core business*: duas que realizaram fusões visando a concentração

no *core*, e duas que realizaram cisões. Em um estudo longitudinal buscou-se avaliar o resultado das decisões de diversificação com base no valor das ações, tendo como suporte a proposta de Slywotzky (1996).

Assim, os dados foram coletados de fontes secundárias por meio da pesquisa documental, que segundo Gil (2007) é àquela que utiliza de materiais sem tratamento analítico, podendo ser reelaborados conforme a necessidade da pesquisa. Foram utilizados dados das seguintes organizações de sociedade aberta, apresentados na Tabela 3:

Tabela 3 - Empresas analisadas

Empresa(s) inicial	Empresa(s) final	Tipo de operação
Sadia e Perdigão	Brasil Foods (BRF)	Fusão
Brahma, Antarctica, Interbrew e Anheuser Busch	Anheuser Busch Inbev (AB Inbev)	Fusão e aquisição
Motorola	Motorola e Good Technology	Cisão
IBM	IBM e Lenovo	Cisão
Carrefour	Carrefour e rede Dia	Cisão

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para análise, foram utilizados os valores das ações das empresas através do portal Google Finance, considerando que estas empresas analisadas são de capital aberto.

função das decisões de fusão ou cisão e da concentração ou afastamento em relação ao *core business*. Conforme apresentado na Tabela 3, os dados analisados foram pertinentes às 5 (cinco) organizações listadas na bolsa de valores.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Com base na evolução do valor de mercado das empresas em relação ao valor de referência dos índices agregados da Bovespa e/ou Standard & Poors buscou-se a identificação de pontos de inflexão em

4.1 Brasil Foods

A Figura 1 apresenta a trajetória da Brasil Foods, antes e após a Fusão da Sadia e Perdigão.

Figura 1 - Evolução em percentual das ações da Brasil Foods (BRFS3)



Fonte: Google Finance (2015).

Em 2009, a Perdigão e Sadia anunciam o início do processo de associação para unificar as operações das duas companhias resultando, assim, na BRF – Brasil Foods S.A. e, no mesmo ano, em agosto, a empresa captou de R\$ 5,3 bilhões por meio de ações. Apesar do valor da empresa estar em ascensão, crescendo 31% nos últimos 3 anos, o valor das ações vem se projetando como descendente.

Até o momento da fusão entre as organizações, a empresa vinha se mantendo em uma média no valor das ações. Após o momento da fusão, em maio de 2009, até dias atuais, suas ações aumentaram em 73,07%, enquanto as empresas listadas na BM&F Bovespa registram uma queda de 50% e as da Standard e Poor's 500, 47,06% no mesmo período.

Observa-se, na Figura 1, que a partir de agosto de 2003, quando listada na bolsa, a BRF vem passando por um processo de valorização de suas ações, especialmente após a fusão em 2009, totalizando um aumento de 791,50% a partir deste período, bem superior quando comparado com a evolução da BM&F Bovespa que obteve 244,81% e a Standard e Poor's 500, com 100,04%.

4.2 Ambev

Outra fusão analisada foi a operação das empresas Antarctica e Brahma, aquisição da Interbrew e aquisição de ativos da Anheuser Busch, formando a Anheuser Busch Inbev. A evolução do valor das ações está representada na Figura 2.

Figura 2 - Evolução em percentual das ações da Anheuser Busch Inbev S. A.



Fonte: Google Finance (2015).

A Anheuser Busch Inbev S.A., originária de uma sequência de fusões, resultou na maior empresa de bebidas do mundo. Os principais eventos de associação das organizações iniciaram com a fusão das maiores cervejarias brasileiras, a Companhia Antarctica Paulista e a Cervejaria Brahma. A fusão aconteceu num período em que o mercado nacional de bebidas começava a dar sinais de estagnação, ocasionando guerras entre cervejarias rivais, gerando altos investimentos em marketing e propaganda, além da penetração de marcas independentes, fazendo com que a fusão entre essas empresas se tornasse uma operação estratégica, uma vez que, este cenário, levaria à redução das margem e elevação do endividamento das empresas.

Assim, em 1999, surgia a Ambev – Companhia de Bebidas das Américas (CAMARGOS; BARBOSA, 2005a).

O ano de 2004 foi o período de internacionalização da Ambev, com a fusão da empresa belga Interbrew, formando a empresa Inbev. A partir deste período, a empresa chegou a obter valorização de suas ações em 218% no ano de 2007, enquanto, no mesmo período, a BM&F obteve 40%. Com a aquisição da americana Anheuser-Busch em 2008, a empresa, neste ano, chegou a uma desvalorização de 77,54% devido, em grande parte, à crise econômica americana, uma vez que as empresas da S&P desvalorizaram 55,15% e a BM&F desvalorizaram 39,38%. Em 2009 a empresa, que apresentava queda no valor de suas ações, começou um período de

ascensão, valorizando 71,92% a partir da aquisição da Anheuser-Busch e 180,25% desde a criação da Ambev.

Verifica-se que a sinergia criada pela união das empresas foi positiva, assim como a BRF, focando seu planejamento de expansão nas adjacências próximas ao seu *core business*. Nesse sentido, as trajetórias de sucesso a longo prazo são proporcionadas pelas sequentes pequenas movimentações adjacentes que, neste caso, foi dado principalmente pela expansão geográfica, fortalecida pelo seu *core business* ligados à forte gestão da Ambev, gerando sinergias operacionais (ZOOK, 2003; BOUZGARROU; LOUHICHI, 2014).

Camargos e Barbosa (2009) e Lee (2017) relatam que, em processos de fusão, as sinergias operacionais, quando eficientes, proporcionam economias em escala, poder de precificação, combinação de *know-how* e crescimento em um novo mercado ou em um existente, como foi o caso da Ambev, primeiramente expandindo no mercado interno e posterior internacionalização.

4.3 Motorola

Em relação a cisões, um exemplo clássico é a aquisição e cisão da Good Technology pela Motorola. A Figura 3 apresenta os valores das ações da companhia no período de 2007 até o momento presente.

Figura 3 - Evolução em percentual das ações da Motorola.



Fonte: Google Finance (2015).

A Good Technology foi adquirida pela Motorola em 2007, empresa na época especializada em serviços de e-mail para dispositivos móveis. Após a aquisição as

ações da Motorola despencaram em 74,40% até fevereiro de 2009, quando aconteceu a venda da Good Technology para a Visto, sua rival em aplicativos de e-mail. A

recuperação foi iniciada neste período, fechando de 2007 a outubro de 2015 em -18,30%, ainda longe do valor de ações antes da aquisição da Good Technology.

Observa-se que a Motorola realizou uma expansão fora das adjacências de seu *core business*, operando numa área de produção de software, o que provavelmente gerou resultados ruins para a empresa. Com a cisão da Good Technology, a empresa retomou esforços nas atividades de seu *core business*, possibilitando uma recuperação no valor de suas ações em 365,08% (de 27/02/2009 a 09/10/2015).

Empresas fortes, com *core* bem definido, seriam postas em risco com incursões em adjacências erradas. Segundo

Zook (2003), esse risco é composto por múltiplas formas de tentações, onde empresas fortes com recursos para investimento são diariamente procuradas por bancos de investimento e intermediários de negócio, além da pressão dos *stakeholders* por melhores margens, maiores taxas de crescimento, etc.

4.4 IBM

No final de 2004, a IBM anuncia a venda da sua unidade de computadores pessoais para a Lenovo, marcando de vez sua mudança de *core business* de inovação em hardware para software. A Figura 4 mostra a evolução das ações da IBM a partir do ano 2000.

Figura 4 - Evolução em percentual das ações da IBM



Fonte: Google Finance (2015).

Uma cisão representativa da área de tecnologia ocorreu com a IBM. No ano 2000 até o período da venda da divisão de PCs para a Lenovo, a IBM vinha passando

por uma desvalorização de suas ações em 12,18%. Após a venda, a empresa obteve uma valorização de 61,38%, ocorrendo uma redefinição de seu *core business* e

proporcionando maior foco no seu *core*. Observa-se que o desempenho da empresa foi superior ao *Standard & Poors* e das empresas listadas no Dow Jones.

Um dos tipos de movimentos adjacentes é a de mudança de uma empresa de produtos para o ramo de serviços ou mesmo com a criação de novos produtos e clientes respaldados pelo *core business* (ZOOK, 2003), como aconteceu com a

IBM, redefinindo seu foco de fabricante de hardware para desenvolvedor de sistemas.

4.5 Carrefour

No mesmo sentido, o grupo francês Carrefour cindiu-se com a rede Dia em 2011. Na época esta rede era a maior cadeia de supermercados com franquias no mundo (MINADEO, 2013). A Figura 5 apresenta a evolução das ações do grupo Carrefour a partir de 1999.

Figura 5 - Evolução em percentual das ações da Carrefour



Fonte: Google Finance (2015).

A ação do grupo Carrefour foi justificada por dar mais enfoque na marca Carrefour, tanto nos estabelecimentos como nos produtos da marca. Observa-se que as ações do grupo Carrefour desde 1999 até 2012 vêm numa queda de valor que chegou em 27 de julho de 2012 a -87,46%. Verifica-se que, após a venda da rede Dia em 2011,

as ações subiram e voltaram a cair até julho de 2012, subindo novamente. Desde a cisão, as ações do Carrefour vêm se recuperando de forma modesta com valorização de 6,32%, frente a um desempenho das empresas listadas no S&P 500 de 58,85%. As ações do grupo Carrefour já estiveram

melhor valorizadas, uma vez que de abril de 1999 perdeu valor em 74,87%.

Os resultados da pesquisa exploratória sugerem que, quando apresentaram projetos de expansão com movimentos adjacentes próximos ao *core business* ou quando realizaram cisões com objetivo de focar melhor seus *core business*, apresentaram melhores resultados de valorização de suas ações em suas respectivas bolsas de valores. Os resultados estão alinhados com a teoria de Zook (2003) e aos resultados de Zilber, Fischmann e Pikieny (2002), Camargos e Barbosa (2009), Binder, Maccari e Nasser-Carvalho (2010), Jordão e Souza (2010), Rosenberg, Fonseca e D'Avila (2010), Arvanitis e Stucki (2014), Bortoluzzo et al. (2014), Bouraoui e Li (2014), Bouzgarrou e Louhichi (2014), Butler e Sauska (2014), Luo (2014), Monteiro et al. (2014), Zin (2014) e Lee (2017) sobre os ganhos derivados de movimentos de expansão em adjacências próximas ao *core business* das organizações.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As teorias modernas de fusão e aquisição (F&A) indicam que a união entre as organizações possibilita maior sinergia entre as mesmas e os consequentes ganhos de produtividade e maior absorção dos gastos fixos administrativos centrais em função da escala, resultando em maiores

lucros. Contudo, nos casos observados de forma exploratória, as organizações Brasil Foods e Ambev, conseguiram realizar sinergias que refletiram na valorização de suas ações, mas as organizações IBM, Motorola e Carrefour apresentaram resultados positivos com operações de cisão, contrariando as teorias relacionadas à F&A.

A hipótese plausível é de que esses casos poderiam ser explicados pela teoria de Zook (2003), dado que as decisões visaram o maior foco e crescimento baseado a partir do *core business* da empresa, possibilitando ganhos de eficiência das organizações.

Assim, tanto as operações de fusão e aquisição, casos da Ambev e BRF, como nas operações de cisão, casos da Motorola IBM e Carrefour, tiveram como objetivo focar melhor seu *core business*, possibilitando resultados melhores e que, de fato, se refletiram no valor de suas ações comparativamente aos indicadores agregados.

Neste sentido, embora não de forma conclusiva, os casos estudados alinham-se e reforçam a teoria de Zook (2003) e aos resultados das pesquisas de Zilber, Fischmann e Pikieny (2002), Camargos e Barbosa (2009), Binder, Maccari e Nasser-Carvalho (2010), Jordão e Souza (2010), Rosenberg, Fonseca e D'Avila (2010), Arvanitis e Stucki (2014), Bortoluzzo et al. (2014), Bouraoui e Li (2014), Bouzgarrou e

Louhichi (2014), Butler e Sauska (2014), Luo (2014), Monteiro et al. (2014), Zin (2014) e Lee (2017), dado que o objetivo das empresas foi de fortalecimento do *core business*, ou aproveitamento das potencialidades do *core business*, e ampliação da geração de resultados operacionais positivos.

A principal limitação deste estudo está relacionada ao fato da amostra ser intencional, embora focada em casos emblemáticos, sendo sugerido realizar uma pesquisa com corte temporal utilizando a população das empresas que tomaram decisões de concentração no *core business* por meio de fusões ou aquisições.

REFERÊNCIAS

ARVANITIS, S.; STUCKI, T. How Swiss small and medium-sized firms assess the performance impact of mergers and acquisitions. **Small Bus. Econ.**, v. 42, p. 339–360, 2014.

BERNARDO, J.R.R.F. Mapeamento da Pesquisa Acadêmica em Fusões e Aquisições. **Revista Eletrônica Sistema e Gestão**, v. 5, n. 3, p. 122-135, Set./Dez. 2010.

BINDER, M. P.; MACCARI, E. A.; NASSER-CARVALHO, L. F. Competência central e lógica dominante: contribuições à análise de processos de fusão e aquisição. **Revista de Ciências da Administração**, v. 12, n. 28, p. 83-104, 2010.

BORTOLUZZO, A.B; GARCIA, M.P.S.; BOECHE, D.M.; SHENG, H.H. Desempenho de Fusões e Aquisições Cross Border: Análise Empírica do Caso

Brasileiro. **RAE**, São Paulo, v. 54, n. 6, p. 659-671, Nov./Dez. 2014.

BOURAOUI, T.; LI, T. The Impact Of Adjustment In Capital Structure In Mergers & Acquisitions On Us Acquirers' Business Performance. **The Journal of Applied Business Research**, v. 30, n. 1, p. 27-42, Janeiro/Fevereiro, 2014.

BOUZGARROU, H.; LOUHICHI, W. Does The Financing Decision Help To Understand Market Reaction Around Mergers And Acquisitions? **The Journal of Applied Business Research**, v. 30, n. 2, p. 465-478, Março/Abril, 2014.

BRANDÃO, H.P.; SILVA, R.A.C.D.; FREITAS, I.A.; PEREIRA, S.C.M.; SANTOS, W.S.F.S. Gestão de Pessoas como Fator de Sucesso na Incorporação da Nossa Caixa pelo Banco do Brasil. **RAC**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 5, Art. 5, p. 598-619, Set./Out. 2013.

BUTLER, F. C.; SAUSKA, P. Mergers and Acquisitions: Termination Fees and Acquisition Deal Completion. **Journal of Managerial Issues**, v. 26, n. 1, p. 44-54, 2014.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 4, p. 33-53, 2005a.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Da fusão Antártica/Brahma à fusão com a Interbrew: uma análise da trajetória econômico-financeira e estratégica da Ambev. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 3, p. 47-63, 2005b.

CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Criação de Valor e Sinergias. **RAE**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206-220, Abr./Jun. 2009.

- CAMARGOS, M.A.; BARBOSA, F.V. Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, UFMG, Minas Gerais, v. 21, n. 1, p. 69-99, Jan./Mar. 2010.
- CRESWELL, J. W. **Projeto de Pesquisa: Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto**. Porto Alegre: Artmed, 2010.
- DUARTE, R.G. Fusões e Aquisições no Brasil: Entendendo as Razões e Fracassos. **RAC**, Rio de Janeiro, v. 7, n. 4, p. 219-221, Out./Dez. 2003.
- FEITOSA, M.J.S.; SILVA, M.E.; FIRMO, L.A. Fusões e Aquisições Empresariais no Contexto Brasileiro: o Caso da Oi e Brasil Telecom. **Revista Razão Contábil & Finanças**, v. 2, n. 1, 2011.
- FREIRE, P.S.; NAKAYAMA, M.K.; SPANHOL, F.J.; SOARES, A.P.; PACHECO, A.S.V. Search for the Vital Causes of Integration Problems in Merger and Acquisitions Operations in TI Enterprises for the Managerial System Development. Anais... **6 CONTECSI – International Conference of Information Systems and Technology Management**, 2009.
- GOOGLE FINANCE. **Stock market quotes, news, currency conversions and more**. Disponível em <<https://www.google.com/finance>>. Acesso em 21 dez 2015.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E; HITT, M. A. **Administração Estratégica**. 10 ed. São Paulo: Cenage Learning Edições, 2015.
- JORDÃO, R.V.; SOUZA, A.A. Efeitos da Cultura Corporativa no Sistema de Controle Gerencial Pós-Aquisição: um Estudo de Sucesso numa Empresa Brasileira. Anais... **XIII Semead – Seminários em Administração**, Setembro de 2010.
- LEE, K. J. The Real Options Component and Market Value of Taiwan Technological Companies. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 53, p. 98–108, 2017.
- LENNAN, M. L. F. M.; PICCIOLI, M. L. V.; YAMASAKI, V. E. I. Aplicação de tipologias de expansão internacional: classificação das vinte empresas brasileiras mais transnacionalizadas. **Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios**, v. 7, n. 1, p. 56-81, 2014.
- LUO, D. The Price Effects of the Delta/Northwest Airline Merger. **Ver. Ind. Organ.**, v. 44, n. 27-28, p. 27-48, 2014.
- MÁLAGA, F. K. **Estudo do risco sistêmico das empresas resultantes de fusões e aquisições e as expectativas dos investidores e dos gestores**. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo: SP, 2007.
- MARION FILHO, P.J; VIEIRA, G.M. Fusões e Aquisições (F&A) de Empresas no Brasil (1990-2006). **Revista de Administração**, UFSM, Santa Maria, v. 3, n. 1, p. 109-130, Jan./Abr. 2010.
- MINADEO, R. Cisões: análise de um conjunto de situações à luz do modelo dos 5 P's de Mintzberg (1987). *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, v. 5, n. 2, p. 35-35, 2013.
- MINADEO, R. Coroamento do Processo de Sucessão da Azaleia mediante uma Operação de Aquisição. **Contextus, Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 8, n. 1, p. 57-70, Jan./Jun. 2010.
- MINADEO, R; CAMARGOS, M.A. Fusões e Aquisições no Varejo Alimentar:

uma Análise das Estratégias de Entrada e de Crescimento do Carrefour e Walmart no Mercado Brasileiro. **Revista de Ciências da Administração**, v. 11, n. 24, p. 102-135, Mai./Ago. 2009.

MONTEIRO, M.A.P.; OLIVEIRA, M.C.; MARCON, R.; ALENCAR, R.C. External Corporate Governance Mechanisms Mergers and Acquisitions on the Brazilian Market. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, UNEB, Salvador - BA, v. 4, n. 2, p. 4-19, Mai./Ago. 2014.

OLIVEIRA, A.B.; RÊGO, R.B. O Papel da Sinergia nas Decisões de Fusões e Aquisições: um Estudo de Caso da Criação da Ambev à Inbev. **Relatórios de Pesquisa em Engenharia da Produção**, v. 11, n. 1, 2011.

OLIVEIRA, O. V.; FORTE, S. H. A. C.; ARAGÃO, L. A. Fusões e aquisições sob a perspectiva da vantagem competitiva: o caso da Perdigão Agroindustrial S/A. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 9, n. 24, p. 91-108, 2007.

PEREIRA, F.C.; SILVA, G.B.; ANDRADE, G.N.; RÊGO, R.B. Fusões e Aquisições no Setor de Energia em 2011: uma Análise por Meio da Técnica de Estudos de Eventos. **Relatórios de Pesquisa em Engenharia da Produção**, v. 13, n. 6, p. 69-77, 2013.

PESSANHA, G. R. G.; CALEGARIO, C. L. L.; SÁFADI, T.; AZARA, L. N. Impactos das estratégias de fusão e aquisição na rentabilidade dos bancos adquirentes: uma aplicação dos modelos de intervenção no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 13, n. 5, p. 101-134, 2012.

ROSENBERG, G.; FONSECA, M.G.D.; D'AVILA, L.A. Análise Comparativa da Concentração Industrial e de Turnover da Indústria Farmacêutica no Brasil para os Segmentos de Medicamentos de Marca e Genérico. **Economia e Sociedade**,

Campinas - SP, v. 19, n. 1 (38), p. 107-134, Abr. 2010.

SIQUEIRA, P.H.L; CASTRO JÚNIOR, L.G. Fusões e Aquisições das Unidades Produtivas e da Agroindústria da Cana de Açúcar no Brasil e nas Distribuidoras de Álcool Hidratado Etílico. **RESP**, Piracicaba – SP, v. 48, n. 4, p. 709-734, Out./Dez. 2010.

SLYWOTZKY, A. J. **Value Migration: How to Think Several Moves Ahead of the Competition**. Boston (MA): Harvard Business Review Press, 1996.

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

ZILBER, M. A.; PIEKNY, E. E. Expansão das Plataformas de Produtos em Empresas de Autopeças. **RAC**, v. 9, n. 3, p. 169-191, Jul./Set., 2005.

ZIN, R. Motivação para as Fusões em Empresas de Pequeno Porte: a Perspectiva dos Gestores. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 13, n. 2, p. 16-27, Abr./Jun. 2014.

ZOOK, C. **Além das fronteiras do Core business**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2003.