

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE E ATUÁRIA

NÍCOLLAS DE LIMA PEIXOTO

**ANÁLISE DA TEORIA ECONÔMICA E GERAÇÃO DE VALOR DO PROCESSO DE
DILIGÊNCIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES NO CONTEXTO DO MERCADO
BRASILEIRO**

SÃO PAULO

2022

FICHA CATALOGRÁFICA

De Lima Peixoto, Nícollas

Análise da teoria econômica e geração de valor do processo de diligência em fusões e aquisições no contexto do mercado brasileiro– São Paulo, 2022.

Nº de páginas 30

Área de concentração: Economia Geral.

Orientador: Prof. Dr. Manuel Enriquez Garcia.

Trabalho de Conclusão de Curso – Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo.

1.Fusões e Aquisições; 2. Diligência; 3. Fusão Pós-Integração

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço aos meus pais, Marcia e Marcos, e a minha irmã, Nicolle, pelo apoio, confiança e paciência de sempre.

Em segundo lugar, agradeço a minha parceira, amada e amiga, Fernanda, que ao longo desses últimos anos foi minha melhor companhia, sem ela este trabalho não seria possível.

Agradeço também ao Prof. Dr. Manuel Enriquez pela orientação, suporte e disponibilidade.

Agradeço também aos profissionais que fizeram surgir em mim interesse pelo assunto, servindo de exemplo para minhas escolhas, em especial ao time da BRAVA e da minha nova casa, Citi.

Por fim, agradeço às minhas amigas do coração, Carol, Jordi, Isabelle, Flavia e Luisa e aos meus amigos e amigas de turma Victor Campos, Gabriel Mendes, Matheus Loureiro, João Pedro Camargo, Allan Aoki, Breno Ferreira, Rodrigo Megale, Eduardo Siqueira, Hugo Pires, Sergio Alves, Julia Sá, Ana Gollo e Ana Garcia, pelas risadas e momentos dos quais jamais me esquecerei.

SUMÁRIO

RESUMO.....	05
ABSTRACT.....	06
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	07
1 INTRODUÇÃO	08
1.1 MOTIVAÇÃO.....	08
1.2 OBJETIVOS.....	09
2 METODOLOGIA	09
3 DEFINIÇÃO E CONTEXTO DA ETAPA DE DILIGÊNCIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES	09
3.1 DEFINIÇÃO DO PROCESSO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	10
3.2 DEFINIÇÃO DE DILIGÊNCIA NO CONTEXTO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES...	14
4 ANÁLISE DE TEORIAS ECONÔMICAS RELACIONADAS A DUE DILIGENCE. 17	
4.1 TEOREMA DE COASE.....	17
4.2 TEORIA DO SHAREHOLDER VALUE.....	18
5 IMPLEMENTAÇÃO DA DILIGÊNCIA E SUA GERAÇÃO DE VALOR	19
5.1 FATORES ESTRATÉGICOS.....	20
5.2 FATORES ORGANIZACIONAIS.....	20
5.3 FATORES CULTURAIS.....	21
6 CONCLUSÃO	23
REFERÊNCIAS.....	25

RESUMO

ANÁLISE DA TEORIA ECONÔMICA E GERAÇÃO DE VALOR DO PROCESSO DE DILIGÊNCIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES NO CONTEXTO DO MERCADO BRASILEIRO

Objetivo: Uma das principais pautas para o ambiente do mercado financeiro, empresarial e acadêmico a importância do processo de fusões e aquisições de empresas, do inglês *Mergers and Acquisitions (M&A)*. Embora não haja dúvidas acerca da relevância do tema, ainda são levantados questões sobre os reais impactos da prática da diligência. Neste trabalho, foi realizada uma revisão da literatura sobre a realização do processo de diligência, do inglês *due diligence*, que garanta a geração de valor de uma fusão ou aquisição de empresas no contexto brasileiro, passando pelas etapas que antecedem, assim como as etapas que ocorrem durante as negociações e então o encerramento das negociações e conclusão ou não da fusão. Um entendimento econômico sobre a solução para os processos de fusões e aquisições bem sucedidos e quais impactos esta estratégia oferece para questões financeiras, empresariais e sociais da sociedade moderna. Conclui-se que a *due diligence* pode ser uma solução coasiana para reduzir assimetrias de informações que podem gerar externalidades entre os agentes envolvidos em um processo de fusões e aquisições. Além disso, encontramos evidências de uma relação positiva de desempenho de empresas com a implementação de um processo de diligência adequado que leve em conta os fatores estratégico, organizacional e cultural das empresas.

Descritores: Fusões e aquisições. Diligência, M&A, Assessoria de Negócios, Integração pós-fusão, auditoria.

ABSTRACT

ANALYSIS OF THE ECONOMIC THEORY AND VALUE GENERATION OF THE DUE DILIGENCE PROCESS IN MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE CONTEXT OF THE BRAZILIAN MARKET

Objective In recent years, the importance of the process of mergers and acquisitions of companies, from the English Mergers and Acquisitions (M&A), has become one of the main guidelines for the financial, business and academic universe. Although there is no doubt about the current relevance of the topic, aspects are still raised about the real effects of the diligence implementation. In this work, a literature review was carried out on carrying out the due diligence process, which guarantees the generation of value from a merger or acquisition of companies in the Brazilian context, going through the preceding steps, as well as the steps that occur during the negotiations and then the closing of the negotiations and conclusion or not of the merger. An economic understanding of the solution for successful mergers and acquisitions processes and what impacts this strategy has on financial, business and social issues of modern society. It is concluded that due diligence can be a Coasian solution to reduce information asymmetries that can generate externalities between the agents involved in a merger and acquisition process. In addition, evidence was found of a positive relationship between the performance of companies and the implementation of an adequate due diligence process that takes into account the strategic, organizational and cultural factors of companies.

Key words: Mergers and acquisitions. Due diligence, M&A, Business Advisory Services, Post-merger integration, auditing.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - O processo de Fusão e Aquisição

Figura 2 - Linha do tempo dos processos de fusões e aquisições e diligência

1 INTRODUÇÃO

1.1 MOTIVAÇÃO

O fenômeno da atividade de fusões e aquisições é relativamente bem estudado por acadêmicos e profissionais em ambientes de gestão de negócios. Esses estudos ajudaram a esclarecer questões como o alinhamento entre estratégia, organização e cultura, fatores críticos de sucesso em fusões e aquisições, além de avaliações de integrações pós-fusão (GOMES, ANGWIN, WEBER, & YEDIDIA TARBA, 2013). Uma questão básica incentivou a realização do presente estudo: quais os impactos em gestão de processos de *M&A* gerados pela condução de diligência sobre a ótica da teoria econômica? De modo geral, os acionistas e agentes do mercado possuem diferentes pontos de vista e por isso o presente estudo se utiliza de uma revisão bibliográfica focando em avaliar os fatores que expressem os impactos para o processo de transações da realização de práticas de diligência ao longo das negociações.

Segundo King, Dalton, Daily, e Covin (2004, p. 196) em análises de desempenho comumente utilizada para fusões e aquisições não se identificou de maneira clara as variáveis que definem os impactos no desempenho da empresa adquirida pela adquirente. E concluem que os investigadores podem não estar analisando o conjunto correto de variáveis e, portanto devem prestar mais atenção às variáveis não financeiras, frequentemente subavaliadas na teoria e na investigação.

Este estudo se destina a melhor entender como as empresas realizam a diligência em operações de fusões e aquisições, e assim aprofundar a razão das mesmas em optarem por essa estratégia e tomarem as melhores decisões evitando ações negativas mesmo quando se desiste da negociação posteriormente, bem como identificar a importância de dar atenção às variáveis não financeiras, causas das falhas em conduções de diligência (KING, DALTON, DAILY, E COVIN, 2004).

A primeira seção deste trabalho refere-se ao método de pesquisa adotado; a segunda seção do estudo apresenta-se o processo de *M&A* e suas fases dando ênfase à etapa de diligência e de sua razão. A terceira seção diz respeito à análise da teoria e dos fatores que as chances de sucesso de uma combinação de

empresas ao serem melhor explorados durante um processo de diligência. Por fim, a última seção apresenta as principais conclusões.

1.2 OBJETIVOS

Este trabalho objetiva:

1. Entender o contexto em que ocorre a etapa de diligência em um processo de fusão e aquisição nos âmbitos empresarial;
2. Entender a análise da teoria que justifica a implementação de diligência em empresas passando pelo processo de fusões e aquisições.
3. Analisar como podemos aumentar as chances de geração de valor do processo de diligência em empresas que optaram por fusões e aquisições;

2 METODOLOGIA

Este trabalho baseou-se em gerar novos pressupostos através da análise da revisão bibliográfica realizada. Tais pressupostos podem ser úteis para futuras investigações e estudos sobre o tema, bem como para ajudar a desenvolver conhecimentos sobre gestão empresarial, principalmente no campo das fusões e aquisições. Realizou-se um levantamento a partir de publicações na literatura acerca do conceito da estratégia de fusões e aquisições e critérios de diligência para tomada de decisões responsáveis. Para tanto, foram analisadas as bases de dados do *Google Scholar* e de periódicos selecionados que reúnem as principais publicações científicas relacionadas à economia, gestão e finanças. Os periódicos investigados foram: *Economia*, *RAUSP Management Journal*, *World Development*, *Human Resource Planning*, *Havard Business Review*, *Journal of Banking & Finance*, *Finance Research Letters*, *Financial Analyst Journal*, *Journal of Financial Economics*, *Strategic Management Journal* e *Journal of Corporate Finance*. Além disso, realizamos uma exploração sobre o tema em jornais, revistas, relatórios de empresas e organizações, livros e portais de teses e dissertações.

Após a leitura dos materiais encontrados dois artigos e dois livros receberam destaque na elaboração da monografia. O primeiro é o artigo, “*Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre-and Post-M&A Connections for Improved Performance*”, de Emanuel Gomes, Duncan Angwin, Yaakov Weber e Shiomo Tarba, por construir uma análise coerente sobre as etapas do processo de fusões e aquisições de maneira a expor os fatores que se relacionam com seus sucesso, neste trabalho demos foco ao conceito de diligência em processos de combinação de empresas e fatores mais relevantes para a geração de valor dos agentes envolvidos. O segundo foi o artigo “*Investigating the Deal Making Failure in M&A: Deal Makers’ Perspective in Brazil*” de Augusto Sales e Marco Zanini, em razão da excelente revisão da literatura acadêmica sobre os principais fatores que desencadeiam fracasso em processos de fusões e aquisições dando a devida atenção à etapa de diligência. O terceiro o livro “*Corporate Social Responsibility - An Economic and Financial Framework*”, de Geoffrey Heal (2004), por realizar uma profunda análise econômica sobre Responsabilidade Social Corporativa, para este trabalho elaborado para abordar o tema de *due diligence*. O quarto, o livro “*Value in Due Diligence – Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success*” de Ronald Gleich, Gordana Kierans e Thomas Hasselbach (2010), por trazer uma análise do processo de *due diligence* no contexto de fusões e aquisições como uma solução para a geração de valor para as empresas e agentes envolvidos.

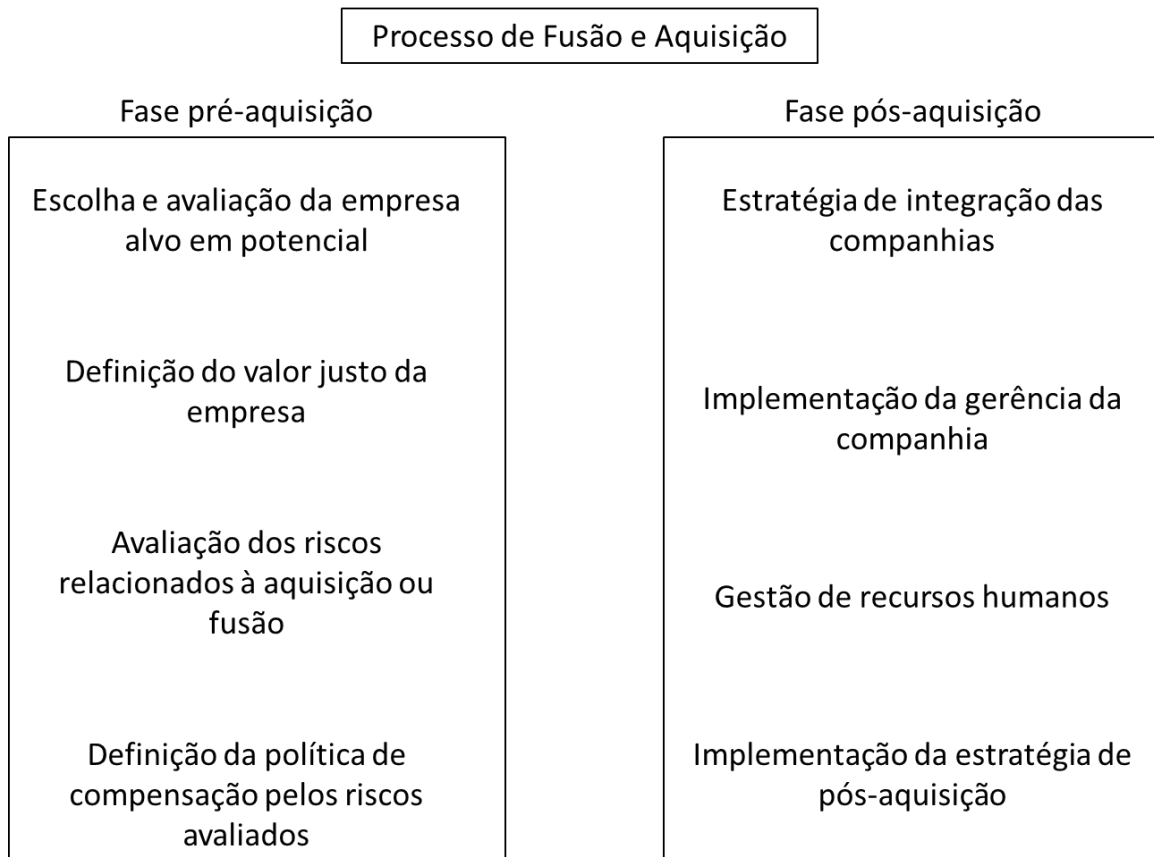
3 DEFINIÇÃO E CONTEXTO DA ETAPA DE DILIGÊNCIA EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

3.1 DEFINIÇÃO DO PROCESSO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Para ser claro ao aspecto processual das fusões e aquisições, é importante considerar como o tema é concebido na literatura. Embora não haja consenso sobre os limites de um processo de *M&A*, quando uma aquisição começa ou termina, ou o número das fases dentro do processo, há um momento crucial quando a propriedade é transferida da empresa-alvo para a empresa adquirente. Este marco do processo está consagrado na lei e separa o processo de fusões e aquisições em

duas partes principais, as fases pré e pós-aquisição. Embora haja sempre esforços para tentar garantir que estas duas fases se realizem da forma mais fluida possível, na prática, a realidade continua a ser que sem uma profunda análise e revisão das operações, das finanças e planejamentos das empresas envolvidas, a integração pós-aquisição não pode dar garantias de sucesso.

Figura 1 – O processo de Fusão e Aquisição



Fonte: Gomes, Angwin, Weber e Tarba (2013)

As outras fases do processo de fusões e aquisições podem ser executadas simultaneamente as demais etapas, como é o caso da diligência, tema que será melhor explorado no próximo tópico deste capítulo. As fases de pré e pós-aquisição são separadas pela data de encerramento das negociações, do inglês *deal closing date*, correspondendo à transferência formal da propriedade da empresa-alvo para o novo proprietário. É de caráter fundamental das empresas a capacidade de gerir a

transição da fase de pré-aquisição para a fase de pós-aquisição, passando pelos ritos do processo de fusões e aquisições que serão apresentados.

No cerne deste problema está a assimetria de informação, onde nenhuma das empresas tem um conhecimento completo da outra antes da aquisição e, no entanto as escolhas e ações têm de ser tomadas antes de se possuir a informação completa sobre a outra. As decisões e atividades subsequentes serão afetadas por este processo, uma vez que as práticas anteriores influenciarão as atividades e caminhos posteriores. Por este motivo, é importante identificar as ligações entre ambas às fases do processo.

Uma vez estabelecida pelo time de gestão da companhia a necessidade estratégica de uma fusão ou aquisição, o primeiro passo que a empresa adquirente deve dar é escolher um parceiro estratégico em termos dos seus pontos fortes e fracos (SCHWEIGER, CSISZAR, & NAPIER, 1993), futuras estratégias de investimento, qualidade da equipe de gestão da empresa-alvo, e barreiras de implementação, incluindo diferenças culturais e implicações em termos de recursos humanos (ANGWIN, 2001) estes tópicos devem ser avaliados através de um processo de *due diligence* minucioso (BOYLE & WINTER, 2010).

É importante que após a minuciosa análise da empresa-alvo, se pague um valor justo para garantir um bem sucedido processo de fusão e aquisição (BOWER, 2001). Goold, Campbell, e Alexander (1994, p. 220) afirmam que uma das mais comuns e mais importantes fontes de destruição de valor no desenvolvimento empresarial é pagar um valor que não é justo por um ativo ou conjunto de ativos, concluindo que o comprador destrói valor pagando um valor acima do valor justo, pois se torna muito difícil alcançar um retorno adequado.

Fusões e aquisições são, portanto, estratégias empresariais que visam fomentar o crescimento, a produtividade e a excelência operacional, sendo assim, importantes motores de maximização de lucros. Contudo, segundo Porter *et al.* (1985), outras ações são necessárias para manter a vantagem competitiva em ambientes onde os executivos são pressionados a gerar receitas crescentes. As atividades orgânicas tendem a oferecer oportunidades de crescimento limitadas, o que obriga as empresas a procurar estratégias de crescimento inorgânico, principalmente fusões e aquisições. As diferentes razões para perseguir esta estratégia são explicadas por Hubbard *et al* (2013), que enumerou razões análogas ou elementares para iniciar

negociações de fusões e aquisições, sendo elas: aquisição de tecnologia, verticalização, entrada no mercado, *cross selling*, ganho com economias de escala, aumento de participação no mercado em que estão inseridos, incentivos fiscais, e diferenciação competitiva. Para Jensen (1982, p. 82) outro conjunto de razões, que justificam a adoção da estratégia de crescimento inorgânico são os potenciais acessos a recursos ou fornecedores, conhecimentos tecnológicos especializados, aquisição de talentos, expansão geográfica e diversificação. Porter (1980) vai para além das motivações típicas de aquisições de criação de valor, e aborda o desejo irracional de perseguir um alvo atribuível a idiossincrasias do time de gestão da empresa adquirente, ou até mesmo a vaidade, a excentricidade e a necessidade de mostrar poder como parte das motivações impulsionadas pelas aquisições. Alam, Khan e Zafar (2014) concluem que o conceito básico dos processos de fusões e aquisições reside na afirmação fundamental de que duas empresas juntas são mais valiosas do que o somatório dos seus valores em separado, conceito este também conhecido como sinergia. Haspeslagh e Jemison (1990) partilham a mesma opinião, acreditam que a tarefa essencial em qualquer processo de aquisição reside na criação de valor através das sinergias geradas pela fusão de duas organizações. De acordo com Hubbard *et al.* (2013) após uma boa correspondência entre as partes, o processo de *due diligence* pode ser iniciado. Consequentemente, esta fase do processo de *M&A* começa enquanto o processo de negociação ainda está em curso. Neste momento, as duas empresas concordam em conhecer-se melhor e em partilhar informações críticas e estratégicas relativas a aspectos financeiros, comerciais, operacionais, de pessoal, jurídicos e fiscais. Segundo Bing (1996) esta fase tem início depois das partes envolvidas no acordo decidirem que é viável e depois de terem chegado a um entendimento preliminar, contudo, neste momento, o acordo de acionistas ainda não foi assinado. Howson (2003) afirma que uma diligência bem sucedida leva a rodadas de negociação e, se tais rodadas correrem bem, o acordo é estabelecido. Bing (1996) enumera tópicos a serem cobertos durante o processo de *due diligence*. Os tópicos incluem itens como a estrutura de capital, propriedades, produtos e serviços, consumidos e prestados, temas de pesquisa e desenvolvimento, tecnologia, competitividade no mercado, principais clientes e nicho de mercado, publicidade e marketing, preços, relações públicas, recursos humanos, cultura empresarial, orçamento planeado, planeamento

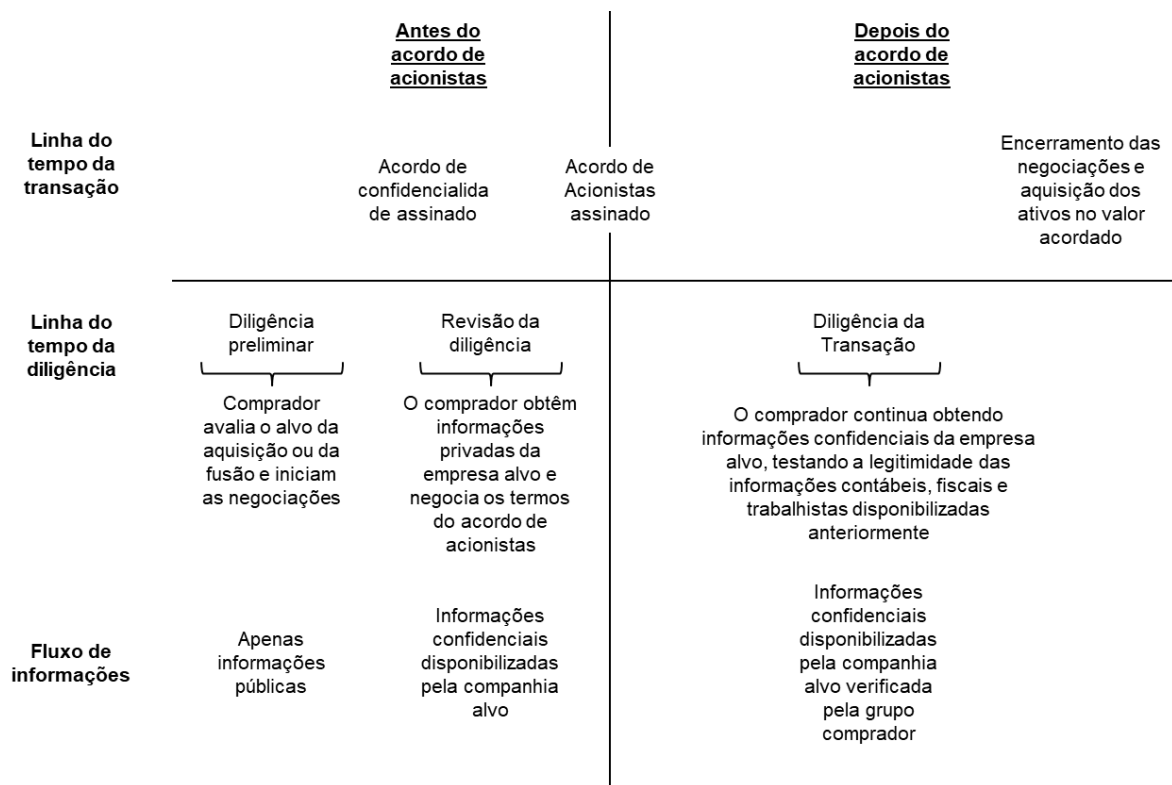
estratégico, endividamento, investimentos, gestão de tesouraria, temas fiscais, trabalhistas e contábeis. Pois, de acordo com Bing (1996), se limitar a análise das demonstrações financeiras fornecerá informações superficiais de uma empresa e dos seus antecedentes, além de poder desencadear percepções equivocadas sobre a empresa no presente, e consequentemente gerando uma expectativa errônea sobre o seu futuro. O negócio prossegue quando no processo de avaliação se expressa uma situação em que tanto o comprador como o vendedor ficam satisfeitos com as informações levantadas no processo de diligência (GOLE & HILGER, 2009). Nem todos os processos de fusões e aquisições chegam a uma conclusão bem sucedida, devido à percepção negativa de que a oportunidade de geração de valor potencial não compensa os custos da fusão quando as partes se tornam cada vez mais familiarizados uma com a outra, no processo de diligência; assim, uma ou ambas as partes decidem abortar as negociações e afastar-se do acordo. De acordo com o jargão empresarial, o chamado "Deal breaker" consiste em questões não resolvidas que surgem durante o processo de negociação e que podem fazer com que uma ou mais partes se afastem do acordo. As conversações de fusão muitas vezes colapsam principalmente durante ou logo após o processo de diligência evidenciando assim a relevância deste tema para as estratégias empresariais. (SALES & ZANINI, 2016)

3.2 DEFINIÇÃO DE DILIGÊNCIA NO CONTEXTO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Os times de gestão de empresas adquirentes enfrentam uma desvantagem com relação à assimetria de informação em transações de *M&A*. Essa desvantagem de informação contribui para a incerteza da avaliação sobre a empresa-alvo. Cria-se assim, um problema de seleção adversa, pois os gerentes da empresa-alvo detêm informações privadas valiosas sobre seus negócios e seus riscos, recursos econômicos e obrigações (SALES & ZANINI, 2016). Além deste ponto, há a incerteza sobre os fluxos de caixa futuros esperados, fator essencial para estimar o valor justo da empresa, que serão gerados pelas duas empresas após a aquisição. No entanto, o risco da informação pode ser reduzido por meio do processo de diligência. Os adquirentes avaliam os custos e benefícios de uma proposta de aquisição fazendo perguntas em todos os aspectos relevantes do passado, presente

e futuro do negócio a ser adquirido durante esta etapa. O processo de *due diligence* oferece às empresas adquirentes uma oportunidade de obter e verificar informações relevantes para avaliação sobre a empresa-alvo. Portanto, os benefícios da *due diligence* aumentam em transações de *M&A* envolvendo maiores níveis de risco de informação.

Figura 2 – Linha do tempo dos processos de fusões e aquisições e diligência



Fonte: Sales e Zanini (2016)

A figura acima apresenta as fases do processo de *due diligence* em aquisições. Os adquirentes começam a avaliar se devem perseguir um possível alvo de aquisição durante a diligência preliminar. À medida que os adquirentes consideram os benefícios potenciais da aquisição, eles coletam e avaliam as informações publicamente disponíveis sobre a empresa-alvo. A *due diligence* preliminar inclui a revisão das demonstrações financeiras da empresa e outras informações públicas nos âmbitos trabalhistas e fiscais.

Outras informações sobre uma empresa-alvo advindas de outras fontes públicas também podem ser coletadas, incluindo relatórios de analistas, artigos na imprensa de negócios e informações não financeiras divulgadas pela própria empresa. Os gerentes de empresas adquirentes tornam-se mais informados sobre o alvo durante a diligência preliminar, mas não mais informados do que qualquer outro participante do mercado que estejam analisando apenas informações públicas (Skaife e Wangerin 2013).

A revisão da diligência começa quando as partes assinam um acordo de confidencialidade. O objetivo da revisão de uma *due diligence* é dar uma consideração mais séria aos benefícios potenciais de uma aquisição e, se as partes decidirem prosseguir com a transação, negociar os termos do acordo de acionistas. Nesta fase do processo de *due diligence*, o adquirente começa a obter e avaliar informações confidenciais e privadas da empresa-alvo, úteis para decidir se devem prosseguir com o processo de fusão e aquisição, determinar o preço justo da transação e negociar outros termos do acordo de acionistas. Os adquirentes normalmente solicitam documentos da empresa-alvo, incluindo demonstrações financeiras gerenciais, relatórios e projeções da administração e cópias dos principais contratos. Os adquirentes também realizam visitas ao local, entrevistam os principais funcionários da empresa-alvo e revisam os projetos de pesquisa e desenvolvimento em andamento (Skaife e Wangerin 2013). As informações privadas obtidas na revisão da diligência são usadas para atualizar as avaliações iniciais dos adquirentes elaboradas com base nas informações publicamente disponíveis coletadas durante a fase preliminar. No entanto, os adquirentes solicitam informações criteriosamente para facilitar as negociações antes de chegar a um acordo. Durante a fase de revisão, as empresas-alvo também divulgam informações privadas e confidenciais aos adquirentes estrategicamente de maneira a maximizar o preço de compra e aumentar a probabilidade de chegar a um acordo.

Na revisão de *due diligence* certas informações podem levar a divergências que não podem ser resolvidas por meio de negociações. Assim, a revisão de *due diligence* é um importante mecanismo que protege os adquirentes de assumirem riscos excessivos, que ponham em risco a geração de valor, podendo as negociações serem interrompidas a qualquer momento. Se as negociações forem bem-sucedidas, a revisão de *due diligence* é concluída após as partes assinarem um contrato de

aquisição. Embora o acordo de aquisição crie uma obrigação contratual obrigatória para ambas às partes de concluir a transação, ele não garante a conclusão. (SALES & ZANINI, 2016)

Os acordos de aquisição normalmente também contêm uma representação de que não haverá nenhum impacto adverso que afete os negócios da empresa-alvo. O impacto adverso pode surgir de eventos específicos do mercado ou da empresa-alvo. Exemplos comuns de efeito adverso relevante em todo o mercado incluem mudanças na indústria ou condições regulatórias. Os efeitos adversos específicos da empresa geralmente incluem perdas de clientes importantes ou funcionários-chave (DENIS & MACIAS, 2013). É possível que alguns efeitos adversos relevantes sejam identificados por agentes externos, por exemplo, reguladores, clientes, fornecedores ou advindos da empresa-alvo. No entanto, indagações relacionadas a potenciais efeitos adversos relevantes são um aspecto essencial da diligência da transação. Se forem descobertas informações durante a diligência da transação identificando uma violação de representações e garantias ou que efeitos adversos tenham ocorrido, o adquirente tem o direito contratual de rescindir a transação ou renegociar um preço de compra mais baixo (SKAIFE e WANGERIN, 2013).

Durante a *due diligence*, a tendência é se concentrar análise de ativos que possam ser sobreavaliados ou que estejam em risco, ou em passivos não registrados ou em contingências ocultas, ou ainda em riscos trabalhistas. O relatório da diligência inclui um resumo dos ajustes que irão direcionar o modelo de avaliação e as negociações de preços. Obviamente, há casos em que a percepção do risco do vendedor é muito diferente da dos compradores e cria um impasse, por vezes, difícil de conciliar impedindo o prosseguimento das negociações. A prática de *due diligence* no Brasil identificam mais riscos do que investidores em mercados desenvolvidos estão habituados, particularmente nos âmbitos fiscais e trabalhistas. (SALES & ZANINI, 2016)

Há casos que podem levar ao fracasso de uma combinação de empresas devido a questões qualitativas, envolvendo gestão imprudente, atos fraudulentos e criminosos com riscos legais. Quando a diligência revela um elevado grau de incerteza, riscos para além dos níveis aceitáveis ou um preço de compra difícil de alcançar no futuro, a melhor decisão a se tomar é a de se afastar. Durante transações em que se escolhe negligenciar as evidências de uma diligência, qualquer tentativa de

continuar a justificar a transação é muitas vezes um triunfo da esperança sobre a razão. (SALES & ZANINI, 2016).

4 ANÁLISE DE TEORIAS ECONÔMICAS RELACIONADAS A DUE DILIGENCE

4.1 TEOREMA DE COASE

Os conflitos entre agentes em uma economia podem ser atribuídos às diferentes percepções do que é visto como justo (HEAL, 2004). Heal (2004) argumenta que o equilíbrio competitivo no mercado é Pareto eficiente quando os custos e benefícios para seus agentes em uma economia são iguais. Nesse caso, o que é mais lucrativo para um agente é também o mais lucrativo para o outro.

Questões relacionadas à assimetria de informação são difíceis de serem expressas em números, mas podem representar uma ameaça real para o negócio, dentre elas podemos considerar: expectativas irrealistas no que diz respeito à avaliação, riscos relacionados a impostos, e esquemas de sonegação fiscal, informalidade e práticas empresariais questionáveis, não é raro que muitas empresas-alvo façam ajustes questionáveis em seus demonstrativos financeiros, ou em seus relatórios gerenciais durante a preparação de um processo de venda, a fim de traçar o quadro mais otimista possível aos potenciais compradores. Tais mecanismos podem comprometer a credibilidade e eventualmente minar o sucesso de uma fusão entre empresas. Esse tema se torna ainda mais complexo em um ambiente fiscal como o brasileiro, dado que este possui normas por vezes extensas e alíquotas elevadas, sobretudo para empresas familiares e de médio porte. As diferentes interpretações de regras complexas aumentam o nível de incerteza nas negociações. Incentivos fiscais questionáveis e esquemas criativos para reduzir a carga fiscal podem ter um impacto direto na percepção do risco e, conseqüentemente, na avaliação da empresa a ser adquirida (SALES & ZANINI, 2016).

O desafio para solucionar o problema do custo desta assimetria é que os impactos são diversos, de variadas dimensões gerando efeitos diretos e indiretos que incidem nos agentes envolvidos de forma diferente. Há uma complexidade em entender todos os problemas, mensurar os impactos, estabelecer estratégias de mitigação e

formas de compensação das externalidades, como o caso da aplicação de uma diligência em um processo de fusões e aquisições.

Por isso o processo de diligência, como um conjunto de análises que se propõem a mensurar a sustentabilidade das informações divulgadas pelas empresas possui um papel útil na resolução de conflitos entre os agentes envolvidos em processos de fusões aquisições. O *due diligence* se relaciona, nesse aspercto, ao teorema de Ronald Coase (1960) em seu artigo “O Problema do Custo Social” que nos apresenta que na presença de externalidades, no contexto de fusões e aquisições geradas pelas assimetrias de informação, os agentes envolvidas podem se reunir e fazer arranjos pelos quais a externalidade são mitigadas e a eficiência é assegurada, sendo a diligência uma possível solução para este problema. Pois como definimos anteriormente o processo de diligência em fusões e aquisições é a tentativa de se aprender tudo o que pode sobre a outra parte para eliminar riscos e garantir que o preço seja adequado, o objetivo de uma *due diligence* é analisar cuidadosamente os dados disponíveis da empresa-alvo para determinar se as informações financeiras divulgadas são coerentes e livres de distorções relevantes. Neste ponto, as empresas envolvidas devem determinar se todos os principais problemas foram identificados e se as principais suposições usadas na análise são condizentes. A diligência abrangente deve ser crítica no processo de fusões e aquisições, de forma que seria irresponsável concluir uma aquisição sem iniciar uma.

4.2 TEORIA DO SHAREHOLDER VALUE

O *shareholder value* pode ser interpretado como a teoria que estipula que o único dever de uma empresa maximizar o valor para os acionistas, conceito elaborado por Milton Friedman em seu livro “Capitalism and Freedom” (1962) (FRIEDMAN, 2020/1962).

O principal argumento que este estudo irá se basear da teoria do *shareholder value* de Friedman é a afirmação de que os executivos de empresas são funcionários dos acionistas e possuem a responsabilidade única de conduzir a empresa de acordo com os interesses daquele grupo: gerando maximização dos lucros.

Para Friedman (1970) o livre mercado se configura apenas quando os preços refletem todas as informações disponíveis, e quando as regras do mercado seguem

uma competição justa, em concordância com a teoria de Coase (1960), assim os ativos podem ser propriamente precificados.

Se trouxermos para o contexto de fusões e aquisições se torna uma questão fundamental para o processo de diligência o compromisso entre os agentes em compartilhar informações para que se alcance o valor justo de um ativos, ou do somatório destes, dado que as empresas adquirentes não possuem informações necessárias para exercer sua análise e as empresas-alvo conseguem influenciar as informações disponibilizadas, para que assim ao final das negociações os gestores dessa empresa criada pela combinação das outras duas possa gerar maximização de lucros aos seus acionistas.

5 IMPLEMENTAÇÃO DA DILIGÊNCIA E SUA GERAÇÃO DE VALOR

O conceito de geração de valor no processo de diligência tem sua fundamentação para além da análise financeira e se debruça na literatura das teorias estratégicas, organizacionais e culturais das empresas. Estes fatores que servem como medida de geração de valor no processo de diligência, serão melhores explorados nos tópicos abaixo. A noção geral de evidência da geração de valor está enraizada no conceito de combinação e alinhamento dos ativos das empresas ponderando as oportunidades e riscos no ambiente em que as companhias estão inseridas (GLEICH, R., KIERANS, G., HASSELBACH, T., 2010). Segundo Miles e Snow (1978), o processo de obtenção da geração de valor começa pelo alinhamento da empresa às necessidades impostas por seu mercado e esta prática deve definir sua estratégia. Para Zajac, Kraatz e Bresser (2000), em um modelo de geração de valor, se identificam contingências organizacionais que influenciam nas mudanças estratégicas da empresa. Portanto, ajustes de fatores estratégicos, organizacionais e culturais são vistos como tendo implicações desejáveis no desempenho corporativo de integração pós-fusão.

5.1 Fatores estratégicos

Uma medição explícita da geração de valor é necessária para tomar decisões sobre se há ou não de fato possíveis sinergias. Socorro (2004) propõe, por exemplo, o custo da transferência que uma tecnologia entre as empresa-alvo e adquirente, como mensuração da geração de valor. Ele argumenta que se as empresas se fundirem e decidirem operar suas linhas de produção conjuntamente, a empresa mais eficiente transfere sua tecnologia para a menos eficiente. Dado que há custos consideráveis envolvidos na transferência deste conhecimento tecnológico, a quantidade de recursos empregados para realizar uma transferência bem-sucedida pode ser usada como uma medida do custo de transferência. O custo de transferência pode ser alto quando a tecnologia é complexa e a firma receptora não tem capacidade de absorvê-la, servindo de indicador das dificuldades que se encontraram em desenvolver sinergias estratégicas e assim gerar valor, no processo de diligência é possível a partir da análise de custos mensurar este tipo de transferência (GLEICH, R., KIERANS, G., HASSELBACH, T., 2010).

5.2 Fatores organizacionais

Há um reconhecimento de que são as pessoas dentro da organização que devem implementar a integração entre duas empresas, no entanto, esta pode ser difícil mesmo nas melhores circunstâncias. Esse difícil desafio pode ser exacerbado pelo tamanho do negócio. Tetenbaum (1999) em seu artigo nos dá o exemplo da Exxon que combinou 80.000 funcionários com 43.000 da Mobil em sua fusão em 1999. Em outra fusão, a Compaq combinou 33.000 funcionários com 54.000 da DEC (em 1998). A fusão da Daimler-Benz e da Chrysler, também em 1999, envolveu uma combinação de 421.000 funcionários. A complexidade envolvida na combinação dessas empresas, dado o tamanho número de seus respectivos funcionários, é elevada.

O fator organizacional influencia a facilidade com que as empresas, adquirente e alvo, podem se assimilar durante um processo de fusão. Tetenbaum (1999) considera que muitas diferenças na estrutura organizacional entre a empresa-alvo e a adquirente podem ser evidentes desde o início, por exemplo, uma das partes do

negócio pode ser altamente centralizada em suas operações, enquanto a outra é menos burocrática e com estrutura mais horizontal. Tais diferenças organizacionais tornam-se pertinentes na fase de implementação, sendo portanto já analisada ao longo do processo de diligência.

5.3 Fatores culturais

Diferenças culturais também podem ser um obstáculo a ser observado em um processo de diligência. Considerando cultura como o conjunto de práticas, muitas vezes não declaradas, que os membros de uma comunidade compartilham em comum. Geralmente, a cultura afeta como os membros de um grupo interagem uns com os outros. Cada grupo, dentro de um ambiente corporativo ou não, tem uma cultura única que é moldada pela história e experiências compartilhadas de seus membros. Além do esforço em realizar a análise dos aspectos financeiros e jurídicos na diligência questões culturais devem ser tratados como um fator importante que alavancam ganhos de sinergia. A negligência de tais questões, é um fator significativo que pode resultar na ruína de muitas fusões e aquisições (GLEICH, R., KIERANS, G., HASSELBACH, T., 2010).

Aspectos culturais são levados mais a sério nos mercados desenvolvidos. Nesses mercados, se faz planejamento da integração como parte do processo de diligência e uma das coisas que se analisa é a "adequação cultural". No Brasil não se dá a devida atenção às questões culturais ao tomarem decisões para fechar um negócio. De maneira que, as pessoas estão muito mais preocupadas com os números, sinergias, operações e investimento em infraestrutura de apoio ao negócio (SALES & ZANINI, 2016).

Portanto é benéfico que se faça enfoque inicial nas capacidades estratégicas que precisam ser preservadas após a combinação das empresas, e em que medida estas se relacionam com as diferenças culturais entre as companhias e se podem se adequar organizacionalmente. Em outras palavras, a criação de valor, nas suas várias formas (dimensão, clientes, mercados, sinergias, competências), pode estar diretamente ligada à estes aspectos. A perda destas competências pode potencialmente ter um impacto razoável na capacidade de encontrar o valor potencial a ser criado pela fusão. Sendo assim, as questões culturais,

organizacionais e estratégicas não devem ser subestimadas, mas devem ser consideradas no processo de tomada de decisão, juntamente com outras questões quantitativas (SALES & ZANINI, 2016).

A proposta da *due diligence* é, portanto atentar para todos os aspectos da vida organizacional da empresa-alvo, não apenas uma análise do fluxo de caixa e estabilidade financeira. A diligência pode assim ajudar a garantir sinergias entre a empresa adquirente e a empresa-alvo. A diligência, portanto pode indicar quais fatores estratégicos, culturais e organizacionais em um ponto anterior à aquisição devem ser melhor explorados. Existem problemas potenciais que podem não se manifestar até muito tempo depois que o acordo foi realizado. Assim, se torna uma condição importante para um bem sucedido processo de fusão especificar e testar questões de análise estratégica, organizacional e cultural. Com o objetivo de se evitar surpresas desconfortáveis de desajuste na combinação das empresas que está prestes a ocorrer à medida que surgem mudanças no ambiente de negócios em que as empresas estão inseridas (GLEICH, R., KIERANS, G., HASSELBACH, T., 2010).

Liu e Taffler (1998) estudaram o excesso de confiança dos CEOs na tomada de decisões em M&A analisando uma amostra composta por 1900 transações e dados de mais de 3100 CEOs. McSweeney e Happonen (2012) afirmam que o empenho, sigilo e concentração intensa, bem como a pressão de agentes externos, podem criar uma situação em que a equipe envolvida no processo de aquisição possa sentir-se incapaz de parar o processo ou de abrandar o seu ritmo, tornando assim improvável a manifestação do fenômeno de se encerrarem as negociações. De acordo com estes autores, este fenômeno pode levar a uma rápida conclusão do processo e a "fechar o negócio", o que pode levar a uma sobrevalorização e considerações inadequadas sobre questões essenciais para garantia de sucesso de uma integração.

A ideia de que a dinâmica da transação é difícil de gerir é também apoiada por Cullinan, Le Roux, e Weddinger (2004), que corroboram tal afirmação exemplificando o caso da aquisição da Dominicks pela Safeway em 1998. O acordo foi assinado às pressa, no espaço de cinco semanas, o que correspondeu aproximadamente a menos de um terço do tempo médio de assinatura de acordos

para grandes transações. Esta transacção rápida baseou-se na confiança do CEO da Safeway na sua própria capacidade de aumentar a margem operacional da Dominick de 7,5% para 9,5% embora a Safeway estivesse operando apenas a 8,4%. Do ponto de vista estratégico, o acordo provou ser inapto. De acordo com Cullinan *et al.* (2004), a estratégia de negócios da Dominick não se enquadrava à estratégia da Safeway assim como na disciplina de custos. Os sindicatos de trabalhadores de Dominick resistiram aos planos agressivos de redução de custos da Safeway. Como os clientes de Dominick não estavam dispostos a aceitar os produtos de marca Safeway, Dominick's estava em breve a perder sua parcela de mercado para o seu principal concorrente.

Por conseguinte, a Safeway não conseguiu vender o Dominick nem sequer por um quinto do preço de compra original. De acordo com Cullinan *et al.* (2004), se fosse seguido um processo de *due diligence* adequado e os riscos fossem bem estudados pela Safeway, a empresa teria possivelmente sido capaz de detectar perigos potenciais e de quantificar alguns dos problemas antes do negócio ter sido fechado. Por outras palavras, a diligência teria dado elementos para que a Safeway se afastasse do acordo. (SALES & ZANINI, 2016).

6 CONCLUSÃO

A partir da revisão da literatura realizada, podemos analisar que o processo de *due diligence* surge em um contexto de tentativa de resolução de problemas de assimetrias de informação. Nesta análise, consideramos a fase de diligência como uma solução coasiana para enfrentar a assimetria de informações e assegurar a eficiência da combinação de empresas.

Podemos compreender também que gestores ao optarem por seguir análises de diligência que vão além de fatores financeiros, e que englobem fatores estratégicos, organizacionais e culturais para garantir maiores perspectivas de sucesso da transação estão aplicando esta estratégia em linha com a teoria do *shareholder value* ao buscar maximizar lucros para suas organizações.

Para entender a eficiência das empresas, foram levantados artigos que evidenciem a geração de valor no processo integração após fusão de empresas ao adotar a diligência. A partir dessas análises, estudamos que não há evidências de uma relação negativa entre implementação de *due diligence* e que, em diversos casos,

há uma correlação positiva. No entanto, a causalidade é difícil de ser notada. Há ainda fatores para além do âmbito financeiro, como fatores estratégicos, culturais e organizacionais que podem ser responsáveis por aumentar as chances de geração de valor ao serem adequadamente analisados durante o processo de diligência de uma companhia.

Este trabalho contribui para a literatura já desenvolvida relacionados à diligência e aprofunda a importância de um entendimento econômico, que leve em conta fatores estratégicos, organizacionais e culturais sobre como este processo pode reduzir assimetria de informações entre agentes envolvidos em processos de fusões e aquisições, aumentando as chances de geração de valor para a empresa criada após o encerramento das negociações.

REFERÊNCIAS

ALAM, A., KHAN, S., & ZAFAR, F. (2014). Strategic Management: Managing Mergers And Acquisitions. **International Journal of BRIC Business Research(IJBBR)**, 3. Disponível em: <https://wireilla.com/management/ijbbr/papers/3114ijbbr01.pdf>. Acesso em 21 nov. 2022

ANGWIN, D. N. (2001). Mergers And Acquisitions Across European Borders: National Perspectives On Pre-Acquisition Due Diligence And The Use Of Professional Advisors. **Journal of World Business**, 36, 32–57. Disponível em: <https://ideas.repec.org/a/eee/worbus/v36y2001i1p32-57.html>. Acesso em 19 nov. 2022

BING, G. (1996). Due Diligence Techniques And Analysis: Critical Questions For business Decisions. **Westport, Connecticut: Quorum Books**. Disponível em: https://books.google.com.br/books?hl=en&lr=&id=RKsuW_mUs1kC&oi=fnd&pg=PR11&dq=Due+Diligence+Techniques+And+Analysis:+Critical+Questions+For+business+Decisions&ots=UmrCpXIE02&sig=UuWDKrjIKryQmSyfhrt6sBQHkLM&redir_esc=y#v=onepage&q=Due%20Diligence%20Techniques%20And%20Analysis%3A%20Critical%20Questions%20For%20business%20Decisions&f=false. Acesso em: 17 Nov. 2022

BOWER, J. L. (2001). Not all M&A are Alike—And That Matters. **Harvard Business Review**, 79, 92–101. Disponível em: <https://hbr.org/2001/03/not-all-mas-are-alike-and-that-matters>. Acesso em 27 nov. 2021

BOYLE, J., & WINTER, M. (2010). A Different Toolbox For M&A Due Diligence In China. **Thunderbird International Business Review**, 52(1), 55–59. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/246922016_A_different_toolbox_for_MA_due_diligence_in_China. Acesso em 18 nov. 2022

COASE, Ronald. The Problem Of Social Cost. The Journal Of Law & Economics, **The University Of Chicago Press**, v. 3, p. 1-44, 1960. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/724810>. Acesso em: 20 nov. 2022.

CULLINAN, G., LE ROUX, J., & WEDDINGER, R. (2004). When to walk away from a deal. **Harvard Business Review**, 82(4), 96–104. Disponível em: <https://hbr.org/2004/04/when-to-walk-away-from-a-deal>. Acesso em 25 nov. 2022

DENIS, D., MACIAS, A., (2013). Material Adverse Change Clauses and Acquisition Dynamics. **Journal Of Financial And Quantitative Analysis**. Disponível em: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/abs/material-adverse-change-clauses-and-acquisition-dynamics/7B116B30683058079CBDEBCECCEC953A>. Acesso em: 17 nov. 2022

GLEICH, R., KIERANS, G., HASSELBACH, T. (2010). Value in Due Diligence – Contemporary Strategies for Merger and Acquisition Success. **Gower Publishing Limited**. Disponível em: https://books.google.com.br/books?hl=en&lr=&id=RIgC84oUmGMC&oi=fnd&pg=PA1&dq=%22merger+and+acquisition+success%22+due+diligence&ots=yHMfXCF5UI&sig=IAJI9ImPIDoXaKF-xVRaZPLxV44&redir_esc=y#v=onepage&q&f=true. Acesso em: 25 nov. 2022.

GOLE, W. J., & HILGER, P. J. (2009). Due Diligence: An M&A Value Creation Approach. **John Wiley & Sons, Inc.** Disponível em: <https://www.wiley.com/en-us/Due+Diligence%3A+An+M%26A+Value+Creation+Approach-p-9780470502808> acesso em: 15 nov. 2022

GOMES, E., ANGWIN, D. N., WEBER, Y., & YEDIDIA TARBA, S. (2013). Critical Success Factors Through the Mergers and Acquisitions Process: Revealing Pre and Post M&A Connections for Improved Performance. **Thunderbird International Business Review**, 55(1), p. 13–35. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/tie.21521>. Acesso em: 20 nov. 2022

GOOLD, M., CAMPBELL, A., & ALEXANDER, M. (1994). Corporate level strategy: Creating value in the multibusiness company. **New York, NY: Wiley**.,p. 220. Disponível em: https://archive.org/details/corporatelevelst0000gool_l3w7. Acesso em 26 nov. 2022

HASPESLAGH, C., & JEMISON, B. (1990). Managing Acquisitions – Creating Value Through Corporate Renewal. **New York: The Free Press**. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/258765?origin=crossref>. Acesso em 26 nov. 2022

HEAL, Geoffrey. Corporate Social Responsibility: An Economic And Financial Framework. **The geneva papers on risk and insurance: issues and practice**, [s.1.], v. 30, p. 387-409, 8 ago. 2005. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1057/palgrave.gpp.2510037>. Acesso em: 23 nov. 2022.

HOWSON, P. (2003). Due Diligence: The Critical Stage In Acquisitions And Mergers. **Gower Publishing Limited**. Disponível: https://books.google.dm/books?id=qBbWiLNDsVkC&printsec=frontcover&source=gb_s_vpt_read#v=onepage&q&f=false. Acesso em: 18 nov. 2022

HUBBARD, N. A. (2013). Conquering Global Markets: Secrets From The World's Most Successful Multinationals. **UK: Palgrave Macmilan**. Disponível em: <https://pt.scribd.com/book/576602436/Conquering-Global-Markets-Secrets-from-the-World-s-Most-Successful-Multinationals>. Acesso em: 24 nov. 2022

JENSEN, E. (1982). Practice Of Business Seeking A Candidate For Merger Or Acquisition. **Business Horizons**, 80–84. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0007681382901331>. Acesso em 19 nov. 2022

KING, D. R., DALTON, D. R., DAILY, C. M., & COVIN, J. G. (2004). Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators. **Strategic**

Management Journal, 25, 187–200. Disponível em:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/smj.371>. Acesso em: 20 nov. 2022

KITCHING, J. (1967). Why do Mergers Miscarry? **Harvard Business Review**,

45, 84–101. Disponível em: <https://www.econbiz.de/record/why-do-mergers-miscarry-kitching-john/10002209640>. Acesso em: 25 nov. 2022

LIU, Y., & TAFFLER, R. (1998). Damned Out Of Their Own Mouth: CEO Overconfidence In M&A Decision-Making And Its Impact On Firm Performance. **Working Paper. Edinburgh: University of Edinburgh Business School**. Disponível em:

<https://www.research.ed.ac.uk/en/publications/damned-out-of-their-own-mouth-ceo-overconfidence-in-mampa-decisio>. Acesso em: 19 nov. 2022

MILES, R., SNOW, C., (1978). Organizational Strategy, Structure and Process. **The Academy of Management Review**. Disponível em:

https://www.researchgate.net/publication/40937591_Organizational_Strategy_Structure_and_Process. Acesso em: 19 nov 2022

SALES, A., ZANINI, M., Investigating the Deal Making Failure in M&A: Deal Makers' Perspective in Brazil. **RAUSP Management Journal**, 2016. Disponível em:

<https://www.sciencedirect.com/journal/revista-de-administracao>. Acesso em: 23 nov. 2022

SCHWEIGER, D. M., CSISZAR, E., & NAPIER, N. K. (1993). Implementing International Mergers And Acquisitions. **Human Resource Planning**, 16,

53–70. Disponível em: <https://web.p.ebscohost.com/implementing-international-mergers-and-acquisitions>. Acesso em 19 nov. 2022

PORTER, M. E. (1985). Competitive Advantage: Creating And Sustaining Superior Performance. **New York: Free Press**. Disponível em:

[https://www.albany.edu/~gs149266/Porter%20\(1985\)%20-%20chapter%201.pdf](https://www.albany.edu/~gs149266/Porter%20(1985)%20-%20chapter%201.pdf). Acesso em 27 nov. 2022

SKAIFE, H., WANGERIN, D. (2013). Target Financial Reporting Quality and M&A Deals that Go Bust. **New York, NY: Wiley**. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1911-3846.2012.01172.x>. Acesso em 22 nov. 22

SOCORRO, P. (2004). How to do due diligence research. **Strategic Communication and Management**. Disponível em: <https://www.sinicom.com/wp-content/uploads/2018/03/article63.pdf>. Acesso em: 15 nov. 2022

TETENBAUM, T. (1999). Beating the Odds Of Merger & Acquisition Failure: Seven Key Practices That Improve the Chance for Expected Integration and Synergies. **Elsevier**. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0090261600800145?via%3Di> hub. Acesso em 21 nov. 2022

ZAJAE, J., KRAATZ, M. BRESSER, R. (2000). Modeling the Dynamics of Strategic Fit: A Normative Approach to Strategic Change. **Wiley**. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3094237>. Acesso em 16 nov. 2022