



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Processo de Fusões e Aquisições

Da Teoria à Prática

Bernardo Mouro Fernandes de Matos Ferreira

Católica Porto Business School
Maio, 2021



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Processo de Fusões e Aquisições

Da Teoria à Prática

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Bernardo Mouro Fernandes de Matos Ferreira

sob orientação de
Professor Dr. Luís Pacheco

Católica Porto Business School
Maio, 2021

Agradecimentos

Em primeiro, agradeço aos meus pais por me proporcionarem uma educação de excelência e por estarem sempre disponíveis para me proporcionar as melhores ferramentas para o meu futuro.

Em segundo, gostaria de agradecer à família e amigos que são os pilares mais importantes para ter alcançado o que alcancei, e por estarem sempre lá quando mais preciso. Deixar também um agradecimento especial ao meu primo Gonçalo por ter acompanhado grande parte do meu percurso académico e por tornar tudo mais acessível de concluir.

Em terceiro, mas não menos importante, deixar um agradecimento ao professor Luís Pacheco e ao orientador de estágio Dr. Afonso Lima pela ajuda proporcionada ao longo deste trabalho e sem o qual não seria possível a realização do mesmo.

Resumo

As empresas movidas pela procura do melhor desempenho necessitam de formular uma estratégia de negócios que possibilitem alcançar os seus objetivos estratégicos. Uma das alternativas para executar essas estratégias pode passar por um processo de fusão ou aquisição (M&A). Para a formulação de um processo tão complexo como este, vários autores expressam diversas opiniões em relação às devidas etapas que devem ser levadas em consideração.

Neste contexto, o objetivo desta dissertação passa por comparar a teoria com a prática no que respeita às fases que devem ser supostamente consideradas durante todo o processo de M&A. Para tal, foi elaborada uma revisão de literatura, permitindo ter uma perspetiva geral dos conceitos de M&A e do seu enquadramento histórico, incluindo alguma aplicação a Portugal, e também perceber algumas das teorias para descrever cada uma das etapas do processo. Posteriormente, de forma a responder à questão de investigação, recorreu-se a uma entrevista com uma pessoa com vasta experiência na área, envolvida em múltiplos processos já realizados pela Clearwater International, permitindo assim comparar os passos efetuados em cada uma das etapas descritas por DePamphilis (2011).

Os resultados obtidos demonstram que a prática não está muito distante da teoria apresentada relativamente a cada uma das etapas descritas ao longo do processo de M&A, mas que de certa forma em Portugal ainda não temos a devida literacia relativamente a este tipo de processos, o que pode fazer com que a execução da estratégia baseada em operações de M&A possa não ser a mais eficiente.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições; Processo de M&A; DePamphilis; Clearwater International; Portugal

Abstract

The companies that are looking for better performance need to formulate a business strategy to reach their strategic goals. One of the alternatives to execute those strategies is the process of mergers and acquisitions. For the formulation of this complex process, there are various authors with diverse opinions as for the needed steps that should be considered.

Therefore, the goal of this thesis goes through comparing the theory to the practice of the due steps which should be considered throughout the M&A process. For that purpose, the due correction of literature was done, allowing a general perspective of the M&A concepts and of its historical framework, including an application in Portugal, as well as understanding some of the theories that describe each step of the process. Afterwards, to respond to this issue of investigation, a person with experience in this area and involved in several processes in Clearwater International company was interviewed, allowing thus to compare the steps taken in each stage described by DePamphilis (2011).

The obtained results show that the practice is not very distant from the theory presented regarding each stage described throughout the M&A process, but in a certain way in Portugal we still don't have the due literacy concerning this type of processes, which may have as a consequence the fact that the execution of this strategy is not the most efficient.

Keywords: Mergers and Acquisitions; M&A Process; DePamphilis; Clearwater International; Portugal

Índice

Agradecimentos	iii
Resumo.....	iv
Abstract	v
Índice	vi
Índice de Figuras.....	viii
Índice de Tabelas	ix
Abreviaturas	x
Introdução.....	11
Capítulo 1.....	13
Revisão de Literatura	13
1.1 Fusões e Aquisições: Definição e Tipologia	13
1.2 Fases Históricas e Enquadramento Português	16
1.3 Fase do Processo de Aquisição	19
1.3.1 Teorias.....	19
1.3.2 Contexto de Investigação: A Perspetiva de DePamphilis (2011)	22
Capítulo 2.....	41
Metodologia e Estudo de Caso	41
2.1 Pesquisa Bibliográfica	42
2.2 Estudo de Caso.....	43
2.3 Pesquisa de Campo	44
2.3.1 Planeamento	44
2.3.2 Recolha de Dados.....	45
2.3.3 Análise de Dados	45
Capítulo 3.....	47
Discussão de Resultados.....	47
3.1 Plano de Negócios	47
3.2 Plano de Aquisição	49
3.3 Busca (<i>Search</i>)	50
3.4 Seleção e Primeiro Contacto.....	51
3.5 Negociação.....	52
3.6 Plano de Integração	53
3.7 Fecho (<i>Close</i>)	54
3.8 Integração e Avaliação	56

Capítulo 4.....	58
Conclusão.....	58
Bibliografia.....	60

Índice de Figuras

Figura 1- Processo de Aquisição com 5 fases (Sudarsanam)	19
Figura 2- Modelo de Fluxo de Negociação de M&A (Galpin & Herndon)	20
Figura 3- Diagrama de Fluxo do Processo de Aquisição (DePamphilis).....	21

Índice de Tabelas

Tabela 1- Fases do Processo de M&A	21
Tabela 2- Procedimento Metodológico	42

Abreviaturas

M&A – Mergers and Acquisitions

SWOT – Strengths, Weakness, Opportunities, Threats

LOI – Letter of Intent

DD – Due Diligence

TI – Tecnologia de Informação

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

CWI – Clearwater International

EBITDA – Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

Introdução

A primeira grande vaga dos processos de fusões e aquisições deu-se em 1897 e daí em diante veio a ter um crescimento faseado com base nos momentos económicos vividos pelos respetivos países. As empresas vivem num ambiente muito competitivo, portanto necessitam de inovar e ter sempre em conta uma estratégia de negócios bem definida, uma dessas estratégias pode passar pelo processo de M&A.

Este tipo de operações de M&A tem vindo a aumentar a nível global, tanto em número de processos, como de montantes envolvidos (Gaughan, 2017). Este crescimento permite-nos questionar de que forma estas operações podem ser bem-sucedidas de forma a criar valor.

Assim, surge a questão de investigação deste trabalho: “Comparando a teoria com a prática, quais são os principais pontos em comum e as devidas diferenças que permitam alcançar um bom resultado num processo de M&A?”. Para o desenvolvimento desta questão de investigação recorreu-se a uma entrevista com alguém experiente que esteve envolvido em vários processos de M&A, permitindo assim aprofundar o tema e alcançar as devidas conclusões.

O capítulo 1 é referente à revisão de literatura. Neste capítulo temos o enquadramento de alguns conceitos importantes de M&A e a devida referência histórica às vagas passadas com uma perspetiva portuguesa. Posteriormente, apresentam-se as teorias relatadas por alguns autores em relação ao processo de M&A, focando no processo de DePamphilis (2011) pois é o processo mais descritivo para termos de comparação. Concluindo este capítulo então com uma descrição detalhada de cada umas das 10 etapas definidas sendo esta a base de comparação para o capítulo 3.

O capítulo 2 tem por base a metodologia adotada, que neste caso passa por casos de estudo desenvolvidos na empresa Clearwater International, recorrendo a uma entrevista com uma pessoa da empresa responsável por alguns desses processos. Também neste capítulo podemos encontrar a explicação do processo efetuado para dar resposta à questão de investigação formulada, passando por diversas etapas interligadas.

O capítulo 3 trata de discutir os resultados alcançados, com base numa perspetiva crítica, permitindo obter as devidas conclusões sobre o que acontece realmente na prática ao longo de todo o processo e quais são os principais pontos a ter em conta na realização de um processo de M&A.

Capítulo 1

Revisão de Literatura

1.1 Fusões e Aquisições: Definição e Tipologia

Fusões e aquisições (em inglês M&A) é um termo geral usado para descrever a consolidação de empresas ou ativos através de vários tipos de transações financeiras.

Os termos "fusões" e "aquisições" são frequentemente utilizados de forma intercambiável, embora, na realidade, eles tenham significados diferentes. Do ponto de vista legal (DePamphilis, 2019), quando uma empresa assume outra entidade e se estabelece como o novo proprietário, a compra é chamada de aquisição. Assim sendo, a empresa-alvo deixa de existir, o comprador absorve os negócios, e as ações do comprador continuam a ser negociadas, enquanto as ações da empresa-alvo deixam de ser negociadas. Por outro lado, uma fusão descreve duas empresas aproximadamente do mesmo tamanho, que unem forças para avançar como uma única entidade nova, em vez de permanecerem detidas e operadas separadamente. Essa ação é conhecida como *merger of equals*. As ações de ambas as empresas são entregues e novas ações são emitidas no seu lugar. Do ponto de vista económico (DePamphilis, 2019), independentemente do tamanho da empresa, consideram-se dois tipos de aquisições. A aquisição vertical que consiste em o adquirente passar a ter controlo sobre parte da cadeia de valor, sendo que se adquirir um fornecedor diz-se que houve "integração para trás", enquanto se for um distribuidor considera-se "aquisição para a frente". A aquisição horizontal tem por base o adquirente e o alvo pertencerem à mesma indústria, sendo denominados como competidores (Gaughan, 2017).

Visto isto, podemos verificar que as fusões e aquisições acontecem por diversos motivos e para tal são formuladas algumas teorias para alcançar uma

explicação plausível para as mesmas. As teorias discutidas são as seguintes: sinergias operacionais, sinergias financeiras, diversificação, realinhamento estratégico, crença empresarial, compra de ativos subvalorizados, má gestão, gerências, impostos, poder de mercado e desvalorização. Para Damodaran (2005), sinergia é o valor adicional que é gerado pela combinação de duas empresas, criando oportunidades que não estariam disponíveis para as empresas se operassem individualmente. As motivações que estão por detrás destas teorias são a melhoria de eficiência operacional, a redução de custos de capital, um melhor posicionamento da empresa para permitir um maior crescimento dos produtos ou nos mercados, a aquisição de maiores capacidades de adaptação ao meio envolvente, a crença de o valor não corresponder ao ditado pelo mercado, a aquisição de ativos mais baratos, a falta de capacidade de gestão em prol dos donos, o aumento da empresa para criar melhores condições aos gestores, a obtenção de um menor peso de impostos, e o aumento do poder de mercado podendo praticar preços mais elevados.

Numa outra tipologia existem dois tipos de fusões e aquisições, sendo elas amigáveis ou hostis (Damodaran, 2008), numa fusão e aquisição amigável, o conselho e a administração da empresa estão recetivos à ideia e recomendam a aprovação dos acionistas. Já numa aquisição hostil isto ocorre quando a abordagem inicial não foi solicitada, o alvo não estava à procura de uma fusão ou aquisição, sendo a abordagem contestada pela administração. As fusões ou aquisições amigáveis são frequentemente consumadas a um preço de compra mais baixo do que as transações hostis. Uma tentativa hostil de aquisição pode atrair novos licitantes que, de outra forma, não estariam interessados no alvo. No leilão que se segue, o preço final de compra pode ser licitado até um ponto bem acima do preço da oferta inicial. Os adquirentes preferem aquisições amigáveis porque o processo de integração pós-fusão geralmente é mais rápido quando

ambas as partes estão em cooperação plena. Por essas razões, a maioria das transações tende a ser amigável.

A noção de que a maioria das fusões e aquisições falha de alguma maneira substantiva não é sustentada por evidências. Existem, no entanto, algumas explicações às quais isso é mais comumente atribuído: pagar a mais por uma empresa-alvo aumenta a dificuldade do adquirente em alcançar as sinergias no tempo previsto; se os adquirentes superestimarem significativamente a sinergia potencial, eles irão ser incapazes de realizar esses retornos; e a integração acaba por ser frequentemente mais desafiadora do que o previsto. Segundo Klueger (2004) cada empresa tem um estilo e personalidade que adotou dos seus proprietários e que será adotada quando se efetuar a compra. Se a personalidade do adquirente e a personalidade da empresa não corresponderem, pode-se enfrentar um grande problema.

No entanto para facilitar o processo de fusão e aquisição temos que considerar alguns *key players*, sendo que podemos considerar dois tipos diferentes, um em que contamos com empresas e indivíduos que fornecem serviços especializados, incluindo bancos de investimentos, advogados, procuradores, pessoal de relações públicas e contabilistas, e por outro lado temos os investidores institucionais e credores, consideradas de certa forma organizações que reúnem grandes somas de dinheiro para investir ou emprestar a empresas e são uma fonte importante de financiamento de M&A. Como principal exemplo temos os bancos comerciais, um tipo de investidor institucional, que sempre desempenhou um papel importante no fornecimento de financiamento de curto e longo prazo, muitas vezes apoiado por ativos da empresa-alvo. No entanto, outros tipos de investidores institucionais têm se tornado cada vez mais importantes como fontes de financiamento para aquisições de empresas.

As organizações para alcançarem o sucesso muitas das vezes necessitam de criar estratégias empresariais, para tal surgem diversos estudos acadêmicos e

organizacionais procurando entender quais são as diversas opções que existem e qual a que mais se adequa aos objetivos em vista. De tal forma a estratégia empresarial procura alcançar as melhores formas de otimização dos negócios correntes e também possíveis alterações no portfólio que favoreçam os interesses dos *stakeholders* da organização (Sudarsanam, 2003). M&A são de certa forma um meio para alcançar um fim, sendo considerado um instrumento para alcançar os objetivos definidos pela estratégia empresarial. Como alternativa ao processo de M&A, podem ser adotadas estratégias como *joint ventures*, *franchisings*, licenças, alianças estratégicas e distribuidores (Sherman, 2010). As empresas optando então por uma estratégia de crescimento através de M&A, necessitam de formular um processo organizado em fases para executar o projeto. Quanto mais detalhe apresentar para cada uma das fases do processo de aquisição, através da identificação e devido acompanhamento dessas mesmas fases, maior será a probabilidade de obter o sucesso desejado nesse processo de M&A. Portanto, para ter uma melhor gestão do projeto é necessário formar uma equipa com capacidade de dar resposta aos possíveis problemas que possam surgir, podendo ser necessário recorrer a empresas com experiência no ramo de M&A.

1.2 Fases Históricas e Enquadramento Português

Vários autores consideram que existiram certos períodos importantes ao longo da história das fusões e aquisições, identificando cinco vagas que foram importantes em contextos “macroeconómicos, financeiros e jurídicos” (Semedo, 2012), sendo elas:

- 1) Grande Vaga, entre 1897 e 1904: Esta vaga é caracterizada por um período de grande revolução industrial com mudanças tecnológicas, com o surgimento de inovações e com mudanças legislativas. Esta vaga foca-se especialmente em operações de M&A horizontais, conduzindo assim a concentrações monopolistas

(Martynova & Renneboog, 2008). Segundo Gaughan (1996), esta vaga terminou quando se deu o colapso do mercado de ações, seguido do pânico bancário.

2) Após a primeira grande guerra, entre 1916 e 1929: Para Gaughan, (1996), a segunda onda de fusões seguia o padrão da primeira, observando-se o aparecimento de operações de M&A verticais. Através destas operações as indústrias americanas consolidaram-se formando algumas estruturas oligopolistas, sendo que de tal forma permitiu trazer um crescimento económico para o país (Gaughan, 1996). Esta vaga terminou com o crash bolsita de 1929, influenciando no aparecimento de uma fase de recessão, levando a reduções de consumo e de confiança dos consumidores (Martynova & Renneboog, 2008);

3) A terceira vaga ocorreu entre 1955 e 1970: Esta vaga remete a uma altura de grande pressão fiscal e controlo de leis *anti-trust* que vinham a ser aperfeiçoadas, então como resposta as empresas procuravam através do processo de M&A ter algum crescimento. Nesta vaga deu-se o aparecimento de conglomerados, pois as empresas optaram por expandir para setores diferentes. Esta vaga termina uma vez mais com a descida do mercado de ações e a crise petrolífera (Ferreira, 2002);

4) A quarta vaga ocorreu entre 1984 e 1989: Esta vaga sucedeu-se após a recuperação do crash bolsista, caracterizando-se pelo aparecimento de novos produtos financeiros, novos mercados, pelo tipo de pagamento, pelo tipo de M&A (hostil vs amigável), pelos elevados níveis de *leverage* e pelas estratégias usadas tanto na defesa como no ataque às M&A, sendo para Gaughan (1996), o tipo de M&A apresentava a principal característica a destacar desta vaga. Esta vaga terminou com o fim da grande expansão económica e novamente com um crash bolsista. Apesar de termos uma diminuição acentuada no número de operações de M&A, os valores transacionados aumentaram (Ferreira, 2002);

5) A quinta vaga surgiu após 1992: Surge esta vaga “em consequência das evoluções tecnológicas e da recuperação dos mercados e caracteriza-se pela sua

natureza estratégica e expansão além-fronteiras das empresas” (Semedo, 2002). Esta última onda de fusões, foi caracterizada pelo aumento significativo de transações, não só nos Estados Unidos da América como na Europa e na Ásia. Neste período, as fusões aconteceram de forma estratégica, envolvendo empresas que tinham como objetivo a expansão em novos mercados ou que antecipavam grandes ganhos em sinergias. Gaughan (1996), também afirma que nesta quinta onda os gestores focam-se em “acordos estratégicos que não dependiam da alavancagem”.

Em relação à situação vivida em Portugal relativamente a processos de M&A podemos verificar que de acordo com o relatório da “Portugal Trend Report 2020”, a M&A destacou uma subida de 8,3% no ano de 2020 em relação ao ano anterior, alcançando assim os 7.000 milhões de euros de valor total transacionado.

Quanto à tendência global em negócios de fusões e aquisições, as logísticas de negociações sofreram um desgaste graças à situação pandémica existente, em que a suspensão de gastos em grande escala e a restrição de viagens foram um dos grandes fatores para tal. Apesar desta situação segundo um relatório intitulado “Volume falls but values rise on Portuguese M&A in 2020”, publicado pela agência de informação financeira Mergemarket em parceria com a sociedade de advogados Cuatrecasas e a Marsh, revela que Portugal apresenta desempenhos em valor superiores a muitos dos outros países europeus, graças a algumas operações de grande envergadura anunciadas no ano de 2020. Estes valores anunciados representam o valor mais elevado no país desde 2014.

Relativamente a investimentos estrangeiros de acordo com o Mergemarket, podemos constatar que 90,2% do valor de transações portuguesas se deve a investimento estrangeiro, o que corresponde a 69,9% em termos de volume.

1.3 Fase do Processo de Aquisição

As fases de um processo de M&A devem ser entendidas como um processo ao longo do tempo. Vários estudiosos destas operações de M&A distinguem o processo em várias fases distintas.

1.3.1 Teorias

Sudarsanam (2003) interpreta a M&A como um processo e não como uma transação e divide este processo em 5 fases ligadas entre si necessitando de ter uma vista global de forma a perceber os elos de ligações entre as fases, promovendo assim uma estratégia de M&A efetiva que crie valor. O processo inicia-se com a estratégia corporativa, seguido da organização de M&A, a elaboração da estruturação da transação, a integração pós-aquisição, e encerra com a auditoria pós-aquisição.



Figura 1- Processo de Aquisição com 5 fases (Sudarsanam)

Galpin e Herndon (2007) dividem o processo de aquisição, denominado por eles como modelo de fluxo de negociação, em oito fases, sendo que algumas delas ocorrem depois da transação estar concluída. Este modelo desenvolvido tem as fases alinhadas e quando aplicadas têm sempre ligação entre elas. Deste modo, contamos com as seguintes etapas: formulação, localização, investigação,

negociação, integração, motivação, inovação e avaliação. Para a obtenção de bons resultados nas transações a realizar por vezes é necessária uma adaptação cuidadosa das fases apresentadas.



Figura 2- Modelo de Fluxo de Negociação de M&A (Galpin & Herndon)

DePamphilis (2011) definiu um processo de aquisições através de 10 fases. O processo passa por três grandes passos sendo eles o planeamento, a implementação e a reavaliação da operação, sendo que dentro do planeamento temos a elaboração do plano de negócios com estratégias e objetivos definidos, a elaboração do plano de aquisição e eventual fusão, a procura de candidatos que cumpram com os critérios selecionados ou *strategic fit*, a análise e hierarquização dos candidatos e o primeiro contacto com o target, já na implementação temos a fase de negociação que contem cinco etapas das quais um processo iterativo de avaliação, estruturação da transação, *due diligence*, plano financeiro e decisão (podendo terminar aqui a operação), o plano de integração, o fecho do acordo e a implementação da integração, terminando o processo com uma avaliação.

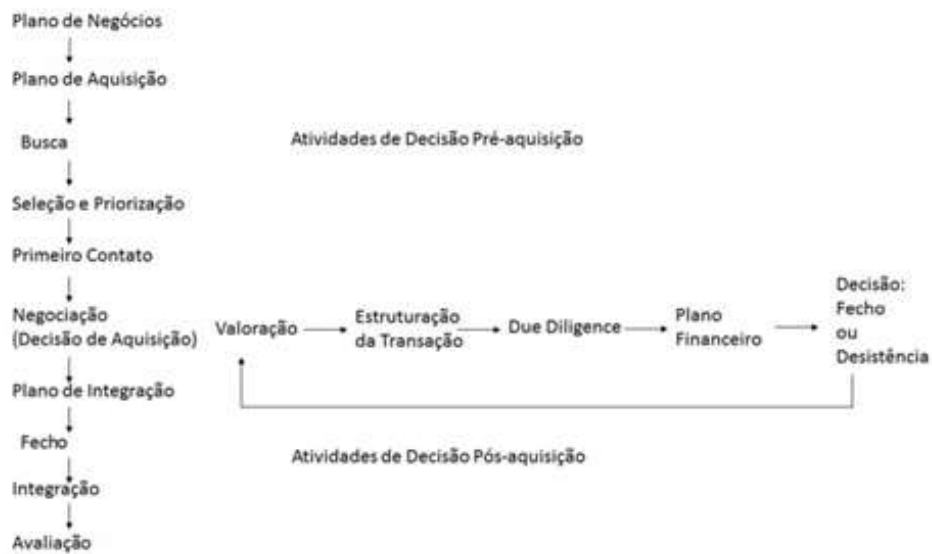


Figura 3- Diagrama de Fluxo do Processo de Aquisição (DePamphilis)

Para considerações deste trabalho irei usar o modelo definido por DePamphilis (2011) por ser o mais detalhado de forma a permitir uma melhor comparação com a parte prática. O processo de M&A definido por DePamphilis (2011) tem como foco três grandes etapas, sendo elas o planeamento, a implementação e a reavaliação da operação. Como podemos verificar na Tabela 1 o modelo de DePamphilis (2011) é composto por 10 etapas, mas devido a ligações entre algumas dessas etapas, teremos a junção da seleção com o primeiro contacto e também da integração com a avaliação. Estas junções devem-se ao facto de a seleção levar ao devido contacto e a integração por ser a última fase do processo leva a que seja necessária fazer a sua devida avaliação.

Autor/Fase	Processo de Aquisição													
	Fase 1			Fase 2						Fase 3				
DePamphilis (2010)	Plano de Negociação	Plano de Aquisição	Busca	Seleção	Primeiro Contacto	Refinar Valoração	Estruturar a Transação	Due diligence	Plano Financeiro	Decisão	Plano de Integração	Fecho	Integração	Avaliação
Galpin/Herndon (2007)	Formular		Localizar		Investigação	Negociação						Integração	Motivação	
Sudarsanam (2003)	Estratégia Corporativa		Organização para F&A			Estruturação da Transação						Integração	Auditoria	

Tabela 1- Fases do Processo de M&A

1.3.2 Contexto de Investigação: A Perspetiva de DePamphilis (2011)

1ª Etapa

Plano de Negócios

Numa primeira fase cabe as empresas optar por planear qual a melhor estratégia de negócios que pretende seguir, pois um dos principais fatores que justifica o falhanço do que a empresa tem em vista é a falta de um projeto bem estruturado e adequado do que pretendem fazer. Quando optam por uma estratégia que passe por um processo de uma fusão ou aquisição, convêm ter em consideração que se trata de um meio para alcançar um fim da própria estratégia de negócios e não apenas considerar esta operação como uma estratégia de crescimento do negócio. Embora as empresas possam acelerar o crescimento no curto prazo através das M&A, numa perspetiva de médio e longo prazo pode não ser sustentável sem uma estratégia bem definida do que pretendem.

Visto isto torna-se crucial criar um plano de negócios, sendo considerado uma condição necessária, mas não suficiente para alcançar a visão e os objetivos de uma empresa. Assim sendo DePamphilis (2011) apresenta um processo de 10 fases inter-relacionadas.

Esta etapa foca-se então na fase inicial da construção do plano de negócios e as ferramentas utilizadas para auxílio, tanto dentro como fora do meio corporativo. Os planos de negócio devem ser atualizados com frequência para dar uma perspetiva mais realista do ambiente operacional da empresa e a sua posição competitiva nos mercados em que está inserido.

Para efetuar o plano a empresa tem que ter em consideração todas as partes interessadas, tais como os clientes, acionistas, fornecedores, funcionários, credores, reguladores, entre outros. É necessário ter em conta uma estratégia de negócios, sendo que isto implica decisões tais como: financiar a estratégia de crescimento de certos negócios, desinvestir em algumas unidades, procurar diversificação, alcançar custos mais reduzidos nos mercados a que atende,

estritar o foco operacional para um nicho de mercado específico, entre outras. Também é necessária a formulação de uma estratégia de implementação referente à forma como a empresa executa a estratégia de negócio, sendo esta geralmente bem mais detalhada descrevendo como cada setor da empresa irá contribuir para apoiar a estratégia de negócio.

Um plano de negócios bem elaborado resulta de algumas atividades, sendo que a abordagem pode ser facilitada se disponibilizarem uma série de questões detalhadas para cada atividade. A primeira atividade é a análise externa permitindo às empresas determinar onde competir, de uma forma mais eficaz. Esta atividade é seguida da análise interna, passando por fazer uma autoavaliação dos pontos fortes e fracos de empresa em relação à concorrência. A combinação destas duas atividades é frequentemente chamada de análise SWOT permitindo assim a determinação dos pontos fortes, fracos, oportunidades e ameaças de um negócio. Após a conclusão desta análise, torna-se mais clara a compreensão do negócio em si permitindo formular uma estratégia funcional. A terceira atividade passa por definir a missão subjacente à estratégia adotada, permitindo a empresa escolher onde e como competir. A quarta atividade rege-se pela definição dos objetivos e devidas análises quantitativas dos desempenhos financeiros e não financeiros. Com estas quatro etapas a empresa já se encontra pronta para selecionar a devida estratégia de negócios que pretende seguir. Em seguida, é selecionada a estratégia de implementação que articula a melhor forma de implementar a estratégia de negócios definida, podendo ser levada por conta própria ou através de um M&A com outra empresa. A atividade que se segue é o desenvolvimento de uma estratégia funcional, definindo então as funções, responsabilidades e requisitos para cada uma das áreas funcionais da organização que esteja envolvida no apoio à estratégia de negócio. Para tornar esta estratégia funcional mais atrativa e fácil de realizar por vezes é necessário o estabelecimento de objetivos e prémios de

desempenho para os funcionários que intervêm na operação. Por fim é necessário estabelecer controles estratégicos para monitorizar o desempenho real da estratégia de negócio, podendo ser necessário recorrer a sistemas de incentivos ou a ações corretivas para que os objetivos sejam cumpridos dentro dos prazos estabelecidos. Desvios significativos do plano podem exigir a mudança para planos de contingência que devem fazer acompanhar o plano principal.

Para concluir um bom plano de negócios deve ser curto, focado e bem documentado, permitindo assim uma comunicação mais eficaz entre as partes interessadas e os principais elementos que tomam as decisões. A parte mais importante é o sumário executivo pois é aí que se focarão as partes interessadas na tentativa de perceber o que o plano de negócios tenciona propor, e como e quando deve ser alcançado as metas propostas.

Plano de aquisição

O plano de aquisição é um tipo específico de estratégia de implementação com foco no curto prazo. Este plano necessita de incluir objetivos, avaliação de recursos, análises de mercados, preferências administrativas, cronograma e alguém responsável por fazer isto tudo acontecer.

Os objetivos declarados do plano de aquisição devem ser completamente consistentes com os objetivos estratégicos da empresa. Os objetivos financeiros e não financeiros devem apoiar a realização dos objetivos do plano de negócios. Além disso, como acontece com os objetivos do plano de negócios, os objetivos do plano de aquisição devem ser quantificados e incluir uma data em que se espera que esses objetivos sejam realizados.

No início do processo de aquisição, é importante determinar a quantidade máxima de recursos disponíveis da empresa que a administração comprometerá para uma fusão ou aquisição. A teoria financeira sugere que uma empresa adquirente sempre será capaz de atrair financiamento suficiente para uma

aquisição, se puder demonstrar que pode ganhar com essa mesma transação. Na prática, a tolerância ao risco da administração desempenha um papel importante na determinação do que o adquirente acredita que pode gastar numa fusão ou aquisição. Conseqüentemente, a administração avessa ao risco pode estar inclinada a comprometer apenas uma pequena parte do total de recursos financeiros potencialmente disponíveis para a empresa. Assim sendo, tem que se ter em consideração três tipos de riscos quando se têm em conta um processo de M&A. O risco operacional que trata a capacidade de o comprador gerir da melhor forma a empresa envolvida na operação, o risco financeiro que se refere à capacidade do comprador arranjar meios para ter o dinheiro disponível para a transação e por fim o risco de pagamento que corresponde à forma como o pagamento é efetuado podendo afetar as partes interessadas.

As preferências da administração para conduzir o processo de aquisição são geralmente expressas em termos de limites. Para garantir que o processo seja gerido de maneira consistente com a tolerância ao risco, a administração deve fornecer orientação aos responsáveis por encontrar e avaliar o alvo, bem como negociar a transação. Infelizmente, a administração frequentemente evita fornecer dados significativos no início do processo. Isso inevitavelmente leva a falhas de comunicação, confusão e má execução posteriormente no processo.

A componente final de um plano de aquisição devidamente construído é um cronograma que reconhece todos os eventos-chave que devem ocorrer no processo de aquisição. Cada evento deve ter datas de início e término ao longo do caminho, e deve identificar quem é responsável por garantir que cada fase seja alcançada. O cronograma deve ser realista e suficientemente motivador para todos os envolvidos de forma a trabalharem o mais rápido possível para atender aos objetivos do plano, evitando também o excesso de otimismo que pode desmotivar os indivíduos se circunstâncias incontroláveis atrasarem o alcance de certas fases.

Busca (Search)

Após a inclusão destas componentes no plano de aquisição começa-se a pesquisa de alvos potenciais de aquisição. Numa primeira etapa definem-se alguns critérios de seleção tais como a indústria, a localização, o valor máximo disposto a pagar, entre outros. Já numa segunda etapa é necessário aceder a uma base de dados que contenha as informações desejadas e utilizar os critérios de seleção definidos anteriormente. Com o aparecimento da Internet a pesquisa tornou-se muito mais fácil do que no passado, sendo que nos dias de hoje os analistas têm muito mais informação na ponta dos dedos do que nunca. Após concluir a lista de resultados iniciais deve-se proceder a uma triagem, começando por remover da lista o que não se enquadra com o que se procura, podendo ser necessário recorrer a mais alguns critérios de seleção mais específicos tais como a segmentação do mercado, a linha de produtos, os lucros alcançados, o grau de alavancagem, as quotas de mercado, a compatibilidade cultural, entre outras.

Seleção e primeiro contacto

Assim que alcançada uma lista mais reduzida começa-se a realizar os primeiros contactos com os possíveis alvos selecionados, sendo que a abordagem para iniciar o contato com uma empresa-alvo depende do tamanho da empresa, se o alvo é público ou privado, e do prazo do adquirente para concluir uma transação. O prazo pode ser extremamente importante. Se o tempo permitir, não há substituto melhor do que desenvolver um relacionamento pessoal com os vendedores- especialmente se for uma empresa privada. O desenvolvimento de um relacionamento muitas vezes possibilita a aquisição de uma empresa que não se pensa estar à venda. Caso não seja possível alongar o período de transação será necessário usar uma abordagem mais rápida. Consoante o tamanho da empresa algumas decisões terão de ser tidas em conta para abordar a empresa-

alvo, podendo ser necessário recorrer a um intermediário que permita facilitar o processo de conversações.

Caso se venha a constatar um interesse de ambas as partes para avançar num processo de M&A será necessário discutir valores, tendo em conta que nem o comprador nem o vendedor têm qualquer incentivo para ser o primeiro a fornecer uma estimativa de valor. É difícil recuar de um número colocado na mesa por qualquer uma das partes, caso surjam novas informações. Conseguir um intervalo talvez seja o melhor que se pode fazer. Discutir valores de aquisições recentes de empresas semelhantes é uma forma de obter uma estimativa. Outra é concordar com uma fórmula para calcular o preço de compra. Dessa forma, ambas as partes podem prosseguir com a devida diligência para chegar a um consenso sobre os ganhos reais do ano em curso para a empresa-alvo.

De forma a conservar melhor uma possível transação é importante elaborar alguns documentos legais preliminares através da negociação de acordos de confidencialidade, termos de compromisso e uma carta de intenções.

É provável que todas as partes do negócio queiram um acordo de confidencialidade (também chamado de acordo de não divulgação), que geralmente é mutuamente vinculativo; ou seja, cobre todas as partes da transação. Ao negociar o acordo de confidencialidade, o comprador solicita tantos dados históricos auditados e informações suplementares quanto o vendedor está disposto a fornecer. O vendedor solicita informações semelhantes sobre o comprador para avaliar a credibilidade financeira do comprador. É importante para o vendedor determinar a credibilidade do comprador no início do processo, para não perder tempo com um comprador potencial incapaz de levantar o financiamento para concluir a transação. O acordo deve abranger apenas informações que não estão publicamente disponíveis e deve ter uma data de vencimento razoável.

Um termo de compromisso padrão tem normalmente duas a quatro páginas e estipula a consideração total ou o preço de compra (muitas vezes como um intervalo), do que está sendo adquirido (ou seja, ativos ou stock), limitações no uso de dados proprietários, um impedimento do vendedor compartilhar os termos da proposta do comprador com outros compradores potenciais, com a esperança de instigar um ambiente de leilão, e uma data de rescisão. Muitas transações ignoram o termo de compromisso e vão diretamente para a negociação de uma carta de intenções.

Ao contrário do acordo de confidencialidade, nem todas as partes da transação podem querer uma carta de intenções (LOI). Embora a LOI possa ser útil na identificação de áreas de acordo e desacordo no início do processo, os direitos de todas as partes da transação e certas disposições de proteção, ela pode atrasar a assinatura de um acordo definitivo de compra e venda e também pode resultar em algum risco legal para o comprador ou vendedor se o negócio não for realizado. As empresas públicas que assinam uma carta de intenções para uma transação que provavelmente terá um impacto “material” sobre o comprador ou vendedor podem precisar de anunciar a LOI publicamente para cumprir a lei de valores mobiliários. A LOI estipula formalmente o motivo do contrato e os principais termos e condições. Ele também indica as responsabilidades de ambas as partes enquanto o acordo estiver em vigor, uma data de expiração razoável e como todas as taxas associadas à transação serão pagas. Os principais termos e condições incluem um breve esboço da estrutura da transação, que pode envolver o pagamento em dinheiro ou ações por certos ativos e a assunção de certas responsabilidades da empresa-alvo. A carta também pode especificar certas condições, como um acordo de que o pessoal selecionado da empresa-alvo não irá competir com as empresas combinadas por algum período, caso saiam.

Outra condição pode indicar que uma determinada parte da compra será alocada ao acordo de não competição. Essa alocação do preço de compra é do

interesse do comprador porque o valor da alocação pode ser amortizado durante a vida do contrato. Como tal, pode ser considerado uma despesa dedutível de imposto. No entanto, pode constituir receita tributável para o vendedor. O contrato também pode colocar uma parte do preço de compra em depósito.

O preço de compra proposto pode ser expresso como um valor específico em qualquer moeda, como um intervalo ou como um múltiplo de alguma medida de valor, como lucro operacional ou fluxo de caixa. A LOI também especifica os tipos de dados a serem trocados e a duração e extensão da devida diligência inicial. A LOI geralmente será encerrada se o comprador e o vendedor não chegarem a um acordo até uma determinada data. Taxas legais, de consultoria e de transferência de ativos (ou seja, pagamentos feitos a entidades governamentais quando a propriedade muda de mãos) podem ser pagas pelo comprador ou vendedor, ou podem ser compartilhadas. Dependendo de como a LOI é escrita, ela pode ou não ser juridicamente vinculativa. Uma LOI bem escrita geralmente contém linguagem que limita a extensão em que o acordo vincula as duas partes. O preço ou outras disposições estão geralmente sujeitos às condições de fecho, como o comprador ter acesso total a todos os livros e registros do vendedor; ter concluído a devida diligência; obtenção de financiamento; e ter recebido aprovação de conselhos de administração, acionistas e órgãos reguladores. Outras condições padrão incluem a exigência de contratos de trabalho assinados para os principais executivos da empresa-alvo e a conclusão de todos os documentos de M&A necessários. O não cumprimento de qualquer uma dessas condições invalidará o acordo. Uma LOI bem escrita também deve descrever o processo da devida diligência com alguns detalhes. Deve estipular como o comprador potencial deve aceder às instalações do vendedor potencial, a frequência e a duração desse acesso e o quão intrusivas essas atividades devem ser. A LOI deve indicar como o comprador se deve apresentar e discutir o negócio com os funcionários, clientes do vendedor, e fornecedores. Às vezes, as

disposições de um acordo de confidencialidade padrão são negociados como parte da LOI. A carta de intenção torna-se o documento que rege o negócio que o potencial adquirente pode mostrar a fontes de financiamento potenciais.

A LOI pode criar responsabilidades legais se uma das partes for posteriormente acusada de não negociar de "boa fé". Esta é a base para muitos processos iniciados quando as transações são realizadas, mas não concluídas como resultado de desacordos que surgem durante longas e frequentemente acaloradas negociações. Nos últimos anos, algumas cartas de intenção incluíram cláusulas de *go-shop*, que permitem ao vendedor continuar a solicitar propostas mais altas por vários meses. No entanto, se o vendedor aceitar outra proposta, ele terá que pagar uma taxa de rescisão ao licitante com quem assinou um contrato.

2ª Etapa

Negociação

A fase de negociação é por norma um dos aspetos mais complexos do processo de M&A, pois envolve refinar a avaliação preliminar, definir a estrutura do negócio, realizar *due diligences* e desenvolver um plano de financiamento. Estas atividades podem desenvolver-se em simultâneo, sendo nesta altura que se define o preço real pago pelo negócio, podendo diferir um pouco da avaliação inicial. Na maioria das negociações bem-sucedidas, ambas as partes envolvidas procuram em conjunto solucionar os problemas que possam surgir, podendo ser necessário alguma delas ter que ceder em certos aspetos.

O ponto de partida para a negociação é a atualização da avaliação preliminar da empresa-alvo, com base em novas informações. Um comprador irá solicitar e rever pelo menos três a cinco anos de dados financeiros históricos, preferindo qualquer tipo de dados auditados de acordo com os normativos internacionais, sendo que algumas empresas de menor dimensão podem não ter esse tipo de

dados, pois incorrem em custos dispendiosos para obter tais informações. Os dados recolhidos devem ser ajustados permitindo assim ao comprador eliminar qualquer tipo de irregularidades contidas nas informações, levando a uma melhor compreensão do que está subjacente ao negócio.

A estruturação do negócio não pode ser vista apenas em termos financeiros, pois existe a intervenção do elemento humano na negociação, sendo necessário adotar um processo que permita identificar e satisfazer o máximo de objetivos de maior prioridade de qualquer uma das partes envolvidas na operação. Assim sendo, o processo inicia-se com a determinação de cada uma das partes em relação à posição inicial de negociação, aos riscos que podem aparecer, às formas como irão gerir esses mesmos riscos, qual a sua tolerância e sob que condições se “afastarão” de uma possível negociação. Na prática, a estrutura do negócio trata da compreensão dos principais pontos de desacordo e de potenciais conflitos de interesses, desde as situações mais simples até às mais complexas que possam surgir durante todo este processo. As decisões tomadas ao longo do processo de estruturação do negócio terão influência sobre algumas componentes, tais como o tempo necessário para concluir a operação, a quantidade de recursos comprometidos, entre outros. De tal forma a obtenção de alguns feedbacks ao longo do processo devem ser tidos em consideração para atenuar possíveis influências das restantes componentes. Dada a sua complexidade, o processo de estruturação do negócio deve ser visto como um conjunto de componentes interdependentes. Algumas das componentes essenciais necessárias durante o processo são a estrutura legal usada na operação; a estrutura organizacional para gerir os negócios combinados após conclusão da transação; a forma jurídica da entidade vendedora, podendo afetar tanto a estrutura tributária como a forma de pagamento; a forma de pagamento podendo consistir em dinheiro, ações, dívidas ou alguma combinação, podendo parte do pagamento ser adiado ou dependente do desempenho futuro da entidade adquirida; a forma de aquisição refletindo o

que está a ser adquirido (por exemplo, ações ou ativos), determinando grande parte da estrutura tributária; e as considerações fiscais.

A *Due Diligence* (DD) é uma revisão exaustiva dos registos e instalações, sendo que os documentos legais apresentados nunca devem ser vistos como um substituto para a realização de uma DD formal. Embora seja mais frequente associar a DD aos compradores, tanto os vendedores como possíveis credores podem realizar as devidas diligências. Este processo de DD é caro e exaustivo, pois pela sua natureza, é considerado altamente intrusivo e exige muito tempo e atenção. Frequentemente, o comprador deseja alongar ao máximo o tempo para concluir a devida diligência, enquanto o vendedor tentará limitar esses prazos e o nível de profundidade que a análise levará em conta, pois quanto mais extenso for o processo maior será a probabilidade de se descobrir fatores de desvalorização, reduzindo assim o preço de compra. As três principais componentes da DD são a revisão estratégica e operacional, a revisão financeira e a revisão legal.

Por fim temos o plano de financiamento sendo um fator fundamental na determinação do preço de compra, pois limita o valor que o comprador pode oferecer. O plano de financiamento é anexado aos planos de negócio e aquisição da empresa adquirente e é usado para obter financiamento para a transação. O tamanho da transação não é relevante, os credores e os investidores apenas se focarão numa análise coerente do motivo pela qual a transação proposta é uma boa oportunidade de investimento. A maioria dos acordos feitos anteriormente deverão ter em conta algumas contingências de financiamento, pois caso não seja possível arranjar o financiamento a operação não se realizará. A aplicação de taxas de interrupção por parte do vendedor pode ser bastante útil para garantir que os compradores fazem os esforços necessários para adquirir o financiamento, de forma a não incorrerem em alguns gastos desnecessários.

Plano de integração

Um comprador prudente deverá incluir certas garantias no contrato de compra e venda para limitar o seu risco pós-fecho. A maioria dessas garantias feitas pelo vendedor referem-se a condições passadas e presentes dos negócios dele, mas existem algumas ramificações que são levadas para o futuro podendo afetar de certa forma o comprador, portanto é necessário ter isso em conta quando se efetua o contrato podendo ser necessário exigir que algumas condições sejam satisfeitas antes que o fecho no negócio ocorra. Algumas das condições passam por os contratos de trabalho, acordos de não concorrência, financiamentos e aprovação regulatória e dos acionistas. Desta forma permite a empresa manter funcionários chave, evitar que ex-proprietários, gerentes ou funcionários saiam para a concorrência durante a vigência de acordo de não competição e garantir as devidas aprovações antes de qualquer dinheiro mudar de mãos.

As decisões tomadas antes do fecho do negócio afetam a atividade de integração. Para que o processo seja bem-sucedido é necessário que ambas as empresas trabalhem com foco em objetivos em comum. Isso acontece por meio da construção de credibilidade e confiança, não por meio de slogans superficiais, conversas estimulantes e promessas vazias. Optar por um sistema de *earnouts*, que correspondem a pagamentos ao vendedor com base em metas alcançadas, pode gerar um clima contraditório ao pretendido pois demonstra alguma falta de confiança na obtenção dos resultados.

Ao longo deste processo o comprador deve designar um responsável pela integração de preferência com boas capacidades interpessoais e de gestão de projetos. O comprador também deve determinar o que é crítico para continuar o sucesso da empresa adquirida durante os primeiros 12 a 24 meses após o fecho. Finalmente deve haver um plano de comunicação para todas as partes

interessadas que possa ser implementado imediatamente após a conclusão do negócio.

Fecho (Close)

A fase de fecho do processo é onde se obtém todas as aprovações regulamentares necessárias dos acionistas e de terceiros e também conclui o acordo definitivo de compra e venda. Todo o planeamento executado até então é uma mais-valia para ser bem-sucedido nesta etapa, mas infelizmente algumas dessas atividades ainda se podem encontrar em andamento convergindo para a data de fecho. O advogado do comprador é responsável por garantir que a transação esteja em total conformidade com as leis de valores mobiliários, *antitrust* e de corporações estaduais. Deve-se ter todos os cuidados possíveis para garantir que todos os registos exigidos por lei estejam em ordem, pois o descumprimento pode atrasar ou impedir a transação. Finalmente, muitas transações requerem a devida aprovação do adquirente e dos acionistas da empresa-alvo.

O fecho pode ser complicado pelo número e complexidade de outros documentos necessários para concluir a transação. Além do contrato de compra e venda, os documentos mais importantes geralmente incluem patentes, licenças, contratos de *royalties*, nomes comerciais e marcas comerciais; contratos de trabalho e emprego, arrendamentos, hipotecas, contratos de empréstimo e linhas de crédito, contratos com fornecedores e clientes, acordos com distribuidores e representantes de vendas, programas de incentivo aos funcionários, planos de saúde e outros benefícios, entre outros.

A suavidade do processo depende de sua complexidade geral e do nível de confiança entre as partes envolvidas. O tamanho da transação não é um bom indicador de complexidade. As transações que são relativamente pequenas em termos de receita ou preço de compra podem ser também terrivelmente

complicadas quando várias partes estão envolvidas. Mesmo quando parece que ambas as partes chegaram a um acordo sobre as questões principais, o que antes eram questões menores parecem ressurgir numa escala mais desafiadora. Às vezes, isso acontece porque as partes não perceberam a importância de um problema até o último minuto. Outras vezes, uma das partes assume uma posição dura em relação a uma questão à medida que a data de fecho se aproxima, na esperança de obter uma vantagem de negociação.

A negociação é essencialmente um processo em que duas ou mais partes, representando interesses diferentes, tentam chegar a um consenso sobre um determinado negócio. Numa negociação, todas as posições devem ser explicadas logicamente. Exigências irracionais em qualquer ponto da negociação podem evocar frustração e encorajar alguém a encerrar as discussões. Se as partes puderem chegar a um ponto em que um dos lados esteja pelo menos disposto a estabelecer uma faixa de preço, um acordo final está à vista. Um planejamento sólido é a chave para uma negociação bem-sucedida. Antes de negociar, cada parte deve determinar os seus próprios objetivos (ou seja, necessidades de maior prioridade) e priorizar esses objetivos. Com metas claramente identificadas, cada parte pode desenvolver estratégias para atingir essas metas. Cada parte precisa de reconhecer que as concessões devem ser feitas para que as outras partes possam alcançar - ou pelo menos acreditar que alcançarão - os seus objetivos principais. Todos os movimentos de uma negociação devem ser apoiados pela lógica mais objetiva possível; uma proposta bem fundamentada e bem estruturada é difícil de contestar. O primeiro movimento de qualquer negociação pode definir o tom para todo o processo. Uma oferta razoável tem mais probabilidade de apelar para o outro lado e mais probabilidade de obter uma contraoferta razoável. Negociadores habilidosos frequentemente empregam uma série de técnicas para chegar a um consenso. Quando se trata de questões de dinheiro, pode ser importante chegar a um acordo primeiro sobre uma

fórmula ou estrutura para determinar o que ambas as partes acreditam ser um valor justo.

3ª Etapa

Integração e Avaliação

Após a finalização de uma transação, a integração encontra-se na ordem do dia. A fase de integração é comumente apontada como uma das razões pelas quais as M&A falham no cumprimento dos objetivos. Um processo prático torna a integração mais eficaz, sendo que alguns fatores são considerados críticos para ser bem-sucedido tais como ter um bom planeamento antes da fusão, manter uma comunicação honesta e contínua, optar pela altura certa para combinar os negócios, nomear um responsável e uma equipa de integração com objetivos e linhas de autoridade bem definidos, e tomar as decisões difíceis no início do processo. Segundo um estudo realizado pela Andersen Consulting, podemos verificar que a maioria das atividades de integração concluídas num prazo de seis meses a um ano são mais eficientes gerando os retornos financeiros esperados pelos acionistas e minimizando a rotatividade de funcionários e perda de clientes. Por vezes, diferenças significativas nas culturas corporativas do adquirente e das empresas-alvo exigirão ter um ritmo de integração mais controlado. A integração é um processo de algumas atividades com uma lógica sequencial, começando pelo planeamento da integração pré-fusão, passando para a resolução de problemas de comunicação, definição da nova organização, desenvolvimento de planos do pessoal, integração de funções e construção de uma nova cultura corporativa. Algumas dessas atividades são contínuas e, em alguns aspetos, intermináveis. Uma organização de integração pós-fusão com metas e responsabilidades claramente definidas deve estar em vigor antes do fecho.

Para fusões amigáveis, torna-se mais fácil o processo de integração, já nas fusões hostis reunir uma equipa pode ser problemático, dada a falta de confiança que pode existir entre as partes da transação. Se o plano é integrar a empresa-alvo numa das unidades de negócios do adquirente, é fundamental colocar a responsabilidade pela integração nessa unidade de negócios. O pessoal da unidade de negócios deve ser bem representado na equipa de devida diligência para garantir que eles entendam como melhor integrar o alvo para obter sinergias rapidamente. A ênfase durante o período de integração deve ser nas atividades que criam o maior valor para os acionistas. A principal responsabilidade da equipa é concentrar-se nas principais preocupações, como receita de longo prazo, custo e metas de desempenho de fluxo de caixa, bem como estratégias de produto e cliente. Os elementos superiores devem ter o cuidado de dar às equipas de trabalho não apenas a responsabilidade de realizar certas tarefas, mas também autoridade e recursos para realizar o trabalho. As equipas devem ser incentivadas a injetar ideias no processo para fomentar a criatividade, incentivando soluções, em vez de ditar processos e procedimentos. Para serem eficazes, as equipas de trabalho devem ter acesso a informações precisas e oportunas e deve receber feedback sincero e oportuno. As equipas precisam ser mantidas informadas sobre a perspetiva mais ampla do esforço geral de integração para evitar que se tornem um foco muito restrito. Antes de anunciar publicamente uma aquisição, o adquirente deve preparar um plano de comunicação, devendo conter mensagens-chave e especificar as partes interessadas alvo e a mídia apropriada para transmitir as mensagens para cada grupo. Os principais grupos de partes interessadas incluem funcionários, clientes, fornecedores, investidores, credores, comunidades e reguladores.

Os funcionários da empresa-alvo normalmente representam uma parte substancial do valor da empresa adquirida, particularmente para negócios de tecnologia e serviços com poucos ativos tangíveis. Portanto, preservar o valor de

uma aquisição requer sensibilidade quanto ao momento, abordagem e precisão de tudo o que é comunicado aos funcionários.

Algum desgaste é inevitável numa aquisição. Isso pode ser minimizado se a empresa recém-incorporada se comprometer com os clientes que manterá ou melhorará a qualidade do produto, a entrega no prazo e o atendimento ao cliente. Os compromissos devem ser realistas em termos do que precisa ser realizado durante a fase de integração.

Assim como um cliente atual geralmente vale mais do que um novo, também vale um fornecedor atual com um histórico comprovado. Embora economias substanciais de custos sejam possíveis com o “gerenciamento” de fornecedores, a nova empresa deve buscar relacionamentos de longo prazo, em vez de simplesmente formas de reduzir custos.

A nova empresa deve ser capaz de apresentar aos investidores uma visão atraente do futuro. Numa troca de ações por ações, existem razões convincentes para atrair os atuais investidores tanto do adquirente quanto das empresas-alvo.

As empresas devem comunicar os planos para construir ou manter fábricas, lojas ou prédios de escritórios numa comunidade assim que puderem ter certeza de que essas ações serão implementadas. Essas medidas geralmente traduzem-se em novos empregos e aumento de impostos para a comunidade.

Criar uma nova equipa de ponta é altamente desafiador no período frenético imediatamente anterior ou posterior ao fecho. Deve ser feito com destreza e rapidez, embora possa ser um processo demorado que envolve a nomeação de 10 a 40 executivos, incluindo chefes de funções-chave, grupos e até divisões. Os novos líderes das empresas combinadas devem nomear a melhor equipa de administração possível para atingir os objetivos da nova empresa. Tradicionalmente, a organização ou estrutura é definida em termos de títulos e relações de subordinação - e essa é a definição aplicável aqui. Uma organização devidamente estruturada deve apoiar, não retardar, a aceitação de uma cultura

na nova empresa que é desejada pela administração. Um ponto de partida eficaz é reconhecer que as necessidades da empresa impulsionam a estrutura e não o contrário. Construir novas estruturas de relatórios para combinar empresas requer conhecimento da organização anterior da empresa-alvo, algum senso quanto à eficácia desta organização no processo de tomada de decisão e as necessidades de negócios futuras das empresas recém-combinadas. Portanto, ao criar a nova organização, é necessário começar a partir de organogramas anteriores. Eles fornecem insights sobre como os indivíduos das empresas alvo e adquirente irão interagir dentro da nova empresa, pois revelam a experiência passada e as expectativas futuras dos indivíduos. A próxima etapa é ir do passado para o futuro criando uma estrutura que se concentra em atender às necessidades de negócios das empresas combinadas.

A estrutura organizacional apropriada é aquela que pode atender aos requisitos funcionais atuais ou às necessidades do negócio e é flexível o suficiente para ser expandida para satisfazer os requisitos futuros do negócio. O processo de criação de tal estrutura deve envolver contribuições de todos os níveis de gestão, ser consistente com a estratégia de negócios das empresas combinadas e refletir o crescimento de vendas esperado. Antes de estabelecer a estrutura organizacional, a equipe de integração deve concordar com as funções específicas necessárias para executar os negócios combinados e, em seguida, projetar os requisitos de pessoal de cada função com base numa descrição da estrutura ideal da função para atingir os seus objetivos.

A equipe de integração de gestão deve determinar até que ponto as operações das duas empresas e equipes de suporte devem ser centralizadas ou descentralizadas. As principais áreas de foco devem ser tecnologia da informação (TI), operações de manufatura, vendas, marketing, finanças, compras, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e os requisitos para preencher essas funções. No

entanto, antes que qualquer integração real ocorra, é crucial revalidar os dados recolhidos durante a DD e comparar todas as operações com os padrões do setor.

O primeiro passo na construção de uma nova cultura corporativa é desenvolver um perfil cultural das empresas adquirentes e adquiridas por meio de pesquisas e entrevistas com funcionários e da observação de estilos e práticas de gestão. A informação é então usada para mostrar as semelhanças e diferenças entre as duas culturas, bem como os seus pontos fortes e fracos comparativos. Uma diferença comum é que uma cultura valoriza o individualismo, enquanto a outra valoriza o trabalho em equipa. O tamanho e a maturidade relativos do adquirente e das empresas-alvo podem ter implicações importantes para a integração cultural. As empresas iniciantes geralmente são altamente desestruturadas e informais em termos de vestuário e tomada de decisão.

As fusões e aquisições integradas com sucesso são aquelas que demonstram liderança ao comunicar francamente e continuamente numa visão clara e num conjunto de valores e prioridades a todos os funcionários. Esforços de integração bem-sucedidos são aqueles que são bem planeados, que nomeiam um gerente de integração e uma equipa com linhas de autoridade claramente definidas e que tomam as decisões difíceis no início do processo, sejam elas sobre estrutura organizacional, relações de subordinação, abrangências de controlo, seleção de pessoal, funções e responsabilidades ou redução da força de trabalho. O foco deve estar nas questões com maior impacto a curto prazo.

Capítulo 2

Metodologia e Estudo de Caso

Com base na revisão da literatura e de acordo com os objetivos propostos, tendo efetuado um estágio numa empresa do setor que me permitiu trabalhar em algumas etapas do processo de M&A, decidi optar por um procedimento metodológico tendo por base uma análise qualitativa, com o intuito de refletir as experiências vivenciadas, realizando uma comparação da pesquisa bibliográfica com estudos de casos praticados pela própria empresa em que me encontrei inserido. Através da pesquisa bibliográfica prepara-se todo um processo de pesquisa de campo de forma a obter respostas através de informações recolhidas com pessoas envolvidas em situações reais ou de documentos existentes. Com a informação recolhida é necessário fazer um filtro do essencial de forma a redigir respostas focalizadas nos conteúdos teóricos apresentados, permitindo assim criar as devidas conclusões.

Uma pesquisa que faz uso do estudo de caso deve ter por base o contributo da parte teórica. Para tal é necessário ter diversos pontos de vista teóricos e tentar perceber como enquadrar a literatura com a prática, identificando as devidas lacunas e possíveis conceitos que possam nortear o estudo (Yin, 2015).

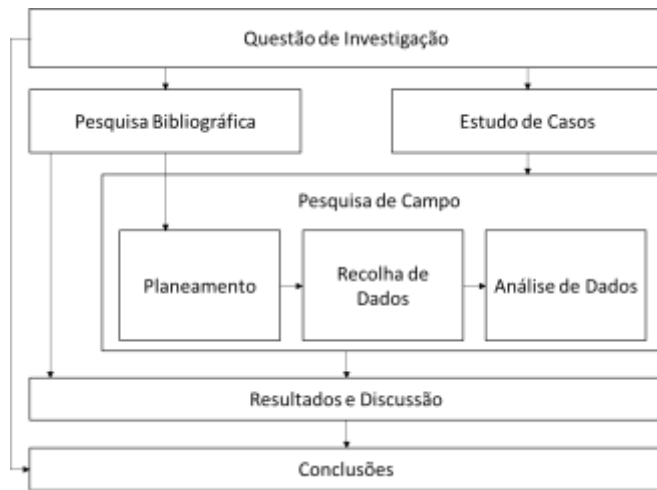


Tabela 2- Procedimento Metodológico

2.1 Pesquisa Bibliográfica

A pesquisa bibliográfica utiliza, comumente, fontes secundárias de dados e é fundamental para realizar pesquisas científicas de qualquer natureza, pois busca conhecer, analisar e discutir um assunto ou problema a partir de um referencial teórico (Martins & Theófilo, 2009).

De forma a ter um enquadramento teórico que proporcione uma boa análise da questão em causa foram utilizados vários conceitos devidamente justificados e com base na teoria existente, proporcionando assim uma melhor perceção do que está a ser realmente estudado e em que medida se pode extrair a informação que necessitamos para obter as devidas conclusões.

Assim sendo, foi efetuada uma revisão com base em modelos desenvolvidos por alguns autores do processo de fusão e aquisição, permitindo perceber que o mais adequado a seguir seria o modelo desenvolvido por DePamphilis (2011), pois dentro dos autores selecionados era o que descrevia todo o processo de uma forma mais detalhada. Desta forma conseguimos perceber os principais pontos necessários para efetuar uma operação de fusão e aquisição podendo assim comparar com a forma como é posto em prática na vida real.

Esta análise através da pesquisa bibliográfica tem como finalidade ordenar e sumariar as principais informações contidas nas fontes utilizadas, de forma a

formular as devidas questões que possam ser necessárias abordar para obter a melhor resposta possível à questão de investigação que temos em vista.

2.2 Estudo de Caso

O método de estudo de caso é indicado nestas situações pois o investigador tem pouca ou nenhuma condição de interferir no processo, sendo o foco da pesquisa a consideração de alguns eventos dentro do contexto de situações reais.

Os estudos de casos contemplam um exame detalhado de um único ou de um restrito número de casos. A unidade de análise é geralmente a organização, mas podem ser os departamentos ou as secções de uma organização, ou mesmo um conjunto de organizações (Bryman, 1989).

A primeira etapa no estudo de caso é a definição da unidade de análise. Assim sendo, a unidade de análise a ter em conta é a empresa CWI, devido ao estágio realizado lá que me permitiu perceber de que forma se realiza grande parte dos processos.

Tradicionalmente os estudos de casos utilizam a observação direta e as entrevistas associadas à documentação como fontes de informações, enfatizando a interpretação dos indivíduos sobre o seu ambiente, e sobre o comportamento deles mesmos e dos outros (Pedroso, 2010).

Foi então utilizado como ferramentas de análise vários estudos de casos de algumas das transações praticadas pela empresa ao longo dos anos, tendo por base o contributo de membros da empresa que intervieram nessas mesmas operações, tanto como de alguns documentos informativos que foram disponibilizados para permitir a devida comparação com a teoria apresentada por DePamphilis (2011).

Definida a unidade de análise, passa-se então à recolha de dados, através de uma pesquisa de campo, descrita no próximo capítulo.

2.3 Pesquisa de Campo

A pesquisa de campo contempla as etapas de planeamento, recolha de dados e a devida análise dos mesmos.

2.3.1 Planeamento

No planeamento realiza-se a definição dos entrevistados e a elaboração das perguntas a fazer.

Para tal foi selecionado um elemento da empresa CWI com experiência em algumas das transações realizadas, pois é um requisito fundamental a participação ativa nas devidas fases do processo de aquisição.

As perguntas para a condução da entrevista caracterizam-se por um questionário semiestruturado com perguntas predominantemente abertas. Esse roteiro é direcionado ao pesquisador e não ao entrevistado (Yin, 2015), pois grande parte das questões são direcionadas para as informações que necessitam de ser recolhidas. O objetivo é recolher as devidas informações aos entrevistados, sem direcioná-los ou induzi-los, mas tentando garantir que as informações recolhidas são relevantes para o que vai ser analisado. Algumas perguntas adicionais, e geralmente mais específicas, podem ser realizadas pelo pesquisador no transcorrer das entrevistas com o objetivo de estabelecer cadeias de evidências e, dessa forma, aumentar a validade construtiva da pesquisa (Pedroso, 2010). As perguntas foram elaboradas com base na revisão da literatura, tentando passar por todas as fases definidas por DePamphilis (2011) de forma a promover uma melhor comparação. Por se tratar de uma pesquisa de natureza exploratória, procura-se realizar perguntas ou induzir discussões com o intuito de compreender quais são as fases do processo de aquisição e como são desenvolvidas. Nesse sentido, o protocolo de pesquisa foi utilizado como um guia de temas relevantes para a entrevista, e não como um questionário a ser utilizado integralmente (Pedroso, 2010).

2.3.2 Recolha de Dados

A recolha de dados realiza-se através da entrevista e de pesquisa documental facultada pela empresa. O tipo de entrevista utilizada foi a semiestruturada. Este tipo de entrevista trata-se de uma técnica de pesquisa para a recolha de informações, dados e evidências cujo objetivo principal é entender e compreender o significado que os entrevistados atribuem a questões e situações, em contextos que são abordados com a utilização de um roteiro previamente elaborado (Martins & Theóphilo, 2009).

A pesquisa documental utiliza fontes primárias de dados, tais como documentos e bases de dados de entidades privadas, com o objetivo de contribuir para a análise dos problemas (Martins & Theóphilo, 2009). Na pesquisa documental foram utilizados documentos das devidas transações, mas devido à confidencialidade dos mesmos só serão utilizados como bases para a análise das respostas obtidas na entrevista, na interpretação dos resultados e nas conclusões.

2.3.3 Análise de Dados

Nesta etapa é onde se efetuam as devidas interpretações dos dados recolhidos a fim de obter as respostas necessárias à pesquisa (Dresch & Cauchick, 2015). A técnica de análise de dados utilizada é a análise de conteúdo. De acordo com Bardin (2002), a utilização da análise de conteúdo prevê três fases fundamentais:

- Pré-análise: fase de sistematização das ideias iniciais, para a condução de um esquema robusto para o desenvolvimento das sucessivas operações. Tem três metas: escolher os documentos que serão submetidos a análise; formulação dos objetivos de análise; e construção dos indicadores que fundamentarão as interpretações finais;

- Exploração do material: esta fase consiste, basicamente, em operações de codificação, decomposição ou enumeração, em função das metas anteriormente determinadas;

- Tratamento dos resultados obtidos e interpretação: os resultados devem ser tratados e interpretados de forma a serem significativos e válidos. Isso pode ser feito de forma objetiva, utilizando ferramentas quantitativas como provas estatísticas ou de forma subjetiva, por meio de uma análise qualitativa.

Capítulo 3

Discussão de Resultados

Neste capítulo serão apresentados os resultados, tendo por base a entrevista feita a um elemento da empresa CWI, recorrendo a informações de algumas operações efetuadas anteriormente em que o entrevistado esteve presente, contando assim com a vasta experiência apresentada no setor de M&A. Através dessa entrevista conseguimos perceber de que forma a teoria apresentada pelo modelo de DePamphilis (2011) está de certa forma relacionada com o que se faz na prática. Para tal iremos percorrer as 10 etapas do modelo, abordando alguns dos conteúdos mais relevantes, extraindo assim as devidas comparações e conclusões.

3.1 Plano de Negócios

Uma empresa decide avançar para uma estratégia de M&A maioritariamente quando apresenta alguma falta de competência interna, quando pretende expandir o negócio com a aquisição de concorrentes ou quando pretende entrar em novos mercados. Estas decisões têm por base o momento económico em que se encontra um país, pois em momentos de crises económicas a tendência é investir porque o mercado se encontra numa situação fragilizada, portanto o preço exigido será menor. Em momentos de expansão económica, normalmente temos o desenvolvimento de novas competências ou novas áreas, o que leva a empresas com capacidade financeira a decidir investir de forma a ter as melhores capacidades de resposta face à realidade.

Avançando assim para um processo de M&A, a empresa deve fazer uma análise interna e externa do negócio percebendo a situação atual em que encontra, face ao mercado ou até a novos concorrentes, tanto como a nível interno

das valências que apresentam. Tendencialmente a empresa ao fazer esta avaliação apresenta um valor sobrevalorizado, o que leva a acreditar aos olhos dos donos que a sua capacidade para avançar num processo destes é superior à realidade. Segundo as palavras do entrevistado “uma empresa para se vender, vende-se mais caro do que aquilo que está disposto a comprar, mesmo que aquilo que eu esteja disposto a comprar seja uma coisa que eu não tenho e que eu tenha dificuldade em ter”, isto normalmente é uma tendência, sendo um fator que pode levar ao insucesso de uma operação. De certa forma torna-se assim crucial conhecer a realidade de cada setor, para ter a noção de quanto será necessário investir para chegar ao objetivo previamente definido.

A partir do momento em que a empresa decide avançar com um plano de negócios tendo por base a estratégia de M&A, não tem por norma um plano de contingência, pois maioritariamente as empresas adotam um plano e tentam ir com ele até ao fim. Na perspetiva do entrevistado isto é algo recorrente no *middle-market* português, “normalmente as empresas têm duas vias, ou isto já é o plano B, seguindo o plano deles e ver isto como um extra, ou então é plano A e não apresentam nenhuma estratégia alternativa definida”.

Comparando assim a realidade com a teoria podemos constatar que o plano de negócios, na sua íntegra não está de todo completo, permitindo assim dar a resposta a todo o tipo de situações que possam surgir. Isto é visto através da falta de um plano de contingência e até mesmo pela sobrevalorização que fazem da empresa, enviesando assim a perspetiva mais realista que deviam ter para a construção eficaz do plano. A falta de conhecimento de grande parte da população em relação a processos de M&A dificulta bastante a obtenção de melhores resultados no que toca a construir um bom plano de negócios que siga por essa vertente.

3.2 Plano de Aquisição

Na elaboração de um plano de aquisição o ponto mais importante é referente à análise de mercado, percebendo se realmente existe mercado para seguir a estratégia de M&A. Em relação aos recursos disponibilizados para este tipo de operação as empresas costumam ser de extremos, pois como vimos anteriormente grande parte das empresas não apresentam sequer planos de contingência, já “as empresas quando sabem realmente o que querem, e estão de tal maneira dedicados nisso, até alocam recursos a mais”. Quando uma empresa se apresenta melhor estruturada internamente e com uma administração mais experiente e com a noção da realidade, facilita bastante o processo porque permite saber até onde se pode ir, evitando alguns cenários de incerteza. O cronograma e os prazos são tidos em conta no plano, pois para o comprador quanto mais rápido se realizar a operação melhor.

É necessária uma avaliação de riscos por parte da empresa, sendo nesta fase maioritariamente só avaliado o risco de financiamento da operação e o risco operacional. Quanto ao risco operacional, grande parte das empresas ainda apresenta uma grande dependência dos acionistas no funcionamento da mesma, pois muitos deles encontram-se muito envolvidos na empresa desempenhando algumas funções, sendo então uma preocupação também manter os funcionários chave. Já o risco de pagamento não é muito tido em conta nesta etapa do processo, mas sim mais lá para a frente.

Numa perspectiva de *adviser* normalmente as informações da empresa que se está a assessorar são em menor escala do que as empresas alvo, isto deve-se essencialmente a uma tentativa de sobrevalorização já referida anteriormente. A omissão de algumas informações financeiras pode ser uma questão crucial para o insucesso.

Em relação à realização do plano de aquisição, o grande problema enfrentado na realidade em comparação com a teoria recai na disponibilização de recursos,

pois como o plano de negócios de certa forma apresenta algumas falhas para este tipo de operações, leva a que a empresa não tenha bem definido o que pretende disponibilizar, sendo então recorrente estarmos perante situações de extremos. Em relação às informações disponibilizadas podemos verificar que é um fator importante para o sucesso de processos de M&A, apesar de em Portugal ainda não termos bem assente princípios de transparência que facilitem assim a comunicação de ambas as partes permitindo alcançar um melhor resultado.

3.3 Busca (*Search*)

A definição dos critérios selecionados para uma busca de principais alvos depende muito de cada situação, mas tipicamente os critérios principais são a dimensão, localização e as competências. A dimensão pode ser medida pelo volume de vendas, pelo nível EBITDA, ou por outras métricas definidas de análise. A localização envolve a área ou país em qual se pretende investir. As competências referem-se a algo que a empresa ainda não tem, mas pretende adquirir. Com base nestes critérios são utilizadas algumas bases de dados como o SABI ou o CapitalIQ, para fazer a triagem das principais empresas que se pretende selecionar como potenciais alvos. A seleção dos alvos é feita com base nas motivações definidas nos planos criados anteriormente, sendo que é tido em conta um critério completamente extra que se trata do nível de relação existente entre as duas empresas, pois em situações que as empresas se conhecem pode ser um fator decisivo para a excluir ou até a tornar num dos principais alvos, tudo com base da relação existente ser positiva ou negativa. Outro fator a ter em conta são possíveis rumores que estejam em circulação que permitam de certa forma compreender a situação das empresas face a uma abertura para um processo de M&A. A apresentação da seleção dos alvos, envolve maioritariamente pelo menos umas 10 empresas alvo, sendo que é considerado uma lista grande se apresentar mais de 30 empresas.

A etapa de busca não difere da realidade para a teoria, sendo que com o aparecimento da Internet e o devido acesso a bases de dados bastante completas no que consta às informações contidas tornou tudo mais fácil na criação de uma lista de busca por potenciais empresas alvo. Em relação aos critérios selecionados, um fator que não é referenciado pela teoria, mas que é bastante importante para uma possível busca e análise da empresa em questão recai sobre os rumores que estejam em circulação pela praça pública, pois muitas das vezes caso a empresa se enquadre no que se tem definido como objetivo passamos a ter uma referência principal nessa primeira triagem.

3.4 Seleção e Primeiro Contacto

A melhor abordagem para um primeiro contacto deve ser sempre por alguém que tenha alguma relação de proximidade com alguém de topo na empresa, desde pequenas a grandes empresas, sendo ainda mais importante em empresas de menor dimensão porque estarão mais disponíveis a ouvir alguma proposta se o contacto inicial for de alguém de confiança. Isto deve-se devido ao facto de as pessoas não estarem bem formadas em relação a estes assuntos e devido aos capitais de risco que foram de certa forma inseridos em empresas numa fase anterior que levou as empresas a ficar mais reticentes a este tipo de processos. Contactos por email, telefone ou até *linkedin* não é o mais desejado para ter uma boa receção para futuras conversas.

Os documentos legais preliminares adotados nesta fase passam prioritariamente por acordos de confidencialidade, sendo algumas vezes usual a entrada de uma carta de compromisso, apesar de numa perspectiva de *adviser* este documento ser difícil de ser enviado pois dificilmente a empresa consegue garantir que existe um potencial comprador interessado. A carta de intenções serve também como um elemento de desbloqueio para revelar as devidas intenções que têm em mente. Em relação a termos de compromisso é algo que

não é tido em conta nesta fase, mas sim mais à frente quando já estiverem numa fase negocial.

Segundo a teoria o primeiro contacto varia consoante alguns fatores relativos à empresa em questão, mas como podemos verificar na realidade a melhor abordagem para a obtenção de um parecer mais positivo, tem por base a utilização de alguma pessoa em comum que sirva de ponte de ligação, dessa forma permite-se quebrar o gelo inicial pois a informação vem de alguém de confiança. Quanto a documentação preliminar podemos verificar que a maioria das vezes apenas se concorda em assinar termos de confidencialidade, sendo que o resto dos documentos poderá surgir numa fase do processo mais avançada. Avançar para uma LOI nesta etapa é um bom ponto de partida para desbloquear as negociações que se seguem e permitir facilitar esse processo.

3.5 Negociação

Na fase negocial o principal fator a ter em conta é o acerto dos critérios que vão ser utilizados e as motivações que levam as empresas a estar envolvidas neste processo, permitindo assim que a *due diligence* seja mais fluída e os resultados se tornem mais fáceis de interpretar. Podemos ver a fase negocial em dois momentos a pré DD, onde se faz uma oferta não vinculativa com base nos principais critérios de avaliação e a própria estrutura do negócio, sendo aqui a primeira passagem do primeiro contacto para a fase negocial. Após ambas as partes concordarem com a oferta não vinculativa, segue-se para a realização da DD, sendo que só depois dessa parte ser concluída é que se chega a uma refinação da avaliação preliminar, pois só com a DD na sua posse é que o comprador começa a ter algum poder negocial.

Em relação à DD maioritariamente apenas é realizada em relação à empresa alvo, mas caso esteja um financiamento envolvido também pode surgir a necessidade de efetuar outras DD. Quanto ao vendedor não é costume fazerem

qualquer DD à situação empresarial da empresa que as pretende adquirir, pois apenas têm como foco a realização final do negócio, podendo exigir algumas garantias tais como cartas de conforto.

A fase negocial é um processo muito complexo. A condução na prática deste processo não difere em demasia da teoria sendo que os pontos fulcrais de análise são semelhantes em ambos os casos, apenas temos uma diferença em relação à ordem que as coisas são efetuadas, dando uma maior relevância à realização da definição dos principais pontos de partida e devida estrutura de negócio, sendo esse o ponto de partida para a obtenção de uma DD mais focalizada e com melhores resultados que facilitem a definição de uma nova avaliação mais próxima da realidade. Ambas as partes terão as suas exigências daí ser fundamental chegar a um consenso nesta fase inicial de uma possível negociação de forma a ambas as partes verem os seus objetivos cumpridos.

3.6 Plano de Integração

Para a obtenção de uma melhor integração o comprador necessita de fazer algumas exigências tais como manter os contratos de trabalho, fazer acordos de não concorrência, ou até manter o valor do pagamento retido até ao cumprimento de certos requisitos. Esse método normalmente é designado por sistema de *earnouts*, o que leva a alguma desconfiança por parte de empresa adquirida quanto à operação, dificultando assim o processo de integração. Tipicamente o comprador quer usar esse sistema baseado no que considera ser o justo valor acrescentando depois um possível montante com base no potencial futuro, já o vendedor considera normalmente o valor justo já incluindo o *earnout* mais um acréscimo baseado no potencial. Essa discrepância de perspetivas leva a choques negociais muito fortes, sendo que se não estiver totalmente esclarecido para ambas as partes no contrato, o plano de integração terá alguma dificuldade em ser bem-sucedido.

Com base em processos realizados anteriormente pela empresa, maioritariamente não temos apenas um responsável pelo plano de integração, mas sim uma equipa constituída por elementos abaixo dos acionistas com conhecimento de cada uma das áreas responsável. Esta equipa só entra em ação pós o fecho da operação sendo que até lá é tudo tratado pelos acionistas, muitas das vezes sem o conhecimento das equipas de gestão, pois os vendedores até terem a certeza que a operação vai ser consumada são bastante reservados no que passa de informações para o pessoal abaixo de forma a evitar preocupações laborais.

O ponto fulcral para um bom plano de integração passa essencialmente por manter o chamado *know-how* da empresa no ativo para isso é necessário o comprador ter em consideração esse ponto quando está a negociar, exigindo assim que algumas cedências sejam feitas por parte do vendedor, permitindo manter funcionários chave e evitar possíveis fugas para a concorrência que pudessem pôr em causa o objetivo do negócio. Outro ponto importante, tanto na teoria como na prática, passa pela organização de uma equipa com as devidas competências que permitam após a conclusão do negócio, pôr em prática o que estiver definido no contrato de forma a permitir um bom funcionamento da empresa. A primeira impressão torna-se assim relevante para que os planos corram da melhor forma, portanto é necessário ter tudo bem definido previamente de forma a evitar erros cruciais.

3.7 Fecho (*Close*)

O processo de fecho nunca é simples pois segundo as palavras do entrevistado “até estar tudo fechado, nada está fechado”. Isto significa que muitas das coisas que deviam ser feitas em etapas anteriores, deixam-se acumular para uma fase final, mesmo sendo coisas simples de serem executadas anteriormente. Uma questão importante é a documentação necessária para se dar por concluída a

operação, o que pode exigir uma enormidade de documentos, podendo muitas das vezes levar a operação a atrasar-se pois algum desses documentos não foi ainda tratado com a devida antecedência. A falta de alguns destes documentos, de certa forma não atrapalha as negociações, sendo que apenas interfere com uma fase de fecho de operação, ou seja, os termos continuam os mesmos apenas serão necessários mais uns dias para recolher o que é necessário e assim dar por concluído o processo de M&A.

Em relação a pontos inegociáveis na etapa de fecho não se considera que existam, mas a acontecer é mais numa perspectiva de estrutura e não de valor, pois é muito mais difícil mudar uma estrutura do negócio à última da hora numa transação do que propriamente o valor. Com isto, como já foi dito anteriormente enquanto a operação não for dada como fechada ainda se encontra tudo em aberto, daí termos casos em que até a própria estrutura sofre alterações.

A definição do justo valor tem por base métricas previamente definidas para o cálculo desse mesmo valor, baseando-se na DD realizada. Concluindo “no final do dia o justo valor é um valor pelo qual alguém está disposto a comprar e alguém está disposto a vender”.

Quanto à fase de fecho segundo a teoria podemos concluir que não difere muito em relação à realidade. Isto pode ser visto através da dificuldade que o fecho proporciona neste tipo de processos, pois é nesta altura que surgem aquelas questões não tão importantes para serem negociadas, mas sim para serem tratadas de forma a ter tudo dentro das legalidades exigidas. Apesar destas formalidades, muitas das vezes surgem questões também relacionadas ao que estava previamente definido na fase negocial, pois cada parte poderá tentar ganhar uma posição de superioridade de forma a alcançar assim um ganho substancial superior ao que estava definido. Assim sendo, até estar tudo fechado e devidamente assinado por ambas as partes, podemos esperar que aconteça um pouco de tudo.

3.8 Integração e Avaliação

O foco principal a ter em conta numa integração é saber exatamente quais são as competências pretendidas e quanto tempo levará a integração e a transição de pastas.

Uma integração apressada ou muito demorada é um fator penalizador para a obtenção de uma boa integração. Assim sendo considera-se como tempo ideal de integração um prazo de 6 meses a 1 ano, tendo como referência os primeiros 6 meses para motivar e manter a mão de obra imprescindível para o funcionamento da empresa e os 6 meses seguintes serviriam para trabalhar numa integração cultural que permita as duas empresas funcionarem como uma só.

O momento em que é anunciada a compra aos trabalhadores é um momento de grande instabilidade, pois ninguém está a par do que o novo patrão pretende e até que ponto os cargos estão assegurados. Do ponto de vista do comprador quanto mais rápido conseguir superar essa instabilidade mais facilmente abrirá as portas ao sucesso do negócio. Apesar de ser necessário atenuar essa instabilidade não o convém fazer de forma apressada, pois pode ser um choque para alguns trabalhadores por não terem o seu tempo de adaptação, acabando por abandonar o posto. Já se este processo for muito demorado criam-se blocos entre a empresa adquirida e a que já tinham na sua posse, ficando cada uma com a sua cultura anterior e não com uma comum a ambas.

“As empresas são pessoas”, portanto a necessidade de fazer este processo no tempo certo é uma forma de garantir e motivar a mão de obra existente tentando de todo evitar que se perca o know-how que mantinha a empresa a um bom nível operacional.

As alterações na empresa adquirida maioritariamente são efetuadas a nível da estrutura administrativa, sendo que o resto do pessoal tenta-se manter no ativo. Um ponto crítico a ter em conta neste aspeto é a marca, pois caso a aquisição seja

de uma marca com peso no mercado, a empresa irá fazer de tudo para a tentar manter.

Em relação à avaliação do processo de M&A, o grande ponto positivo que se obtém destes processos tem por base a criação de valor, seja por a empresa estar a ganhar dimensão ou a entrar em novos mercados, pois se obtiver sucesso na operação, a nova empresa terá então um maior contributo para a economia dum país. O ponto negativo tido mais em conta passa pela fase negocial, pois em Portugal ainda temos uma falta de cultura de transparência e deste tipo de operações, o que dificulta muitas vezes a resolução positiva deste tipo de processo.

Apesar de finalizado o negócio nem sempre o resultado final pode ser visto como positivo porque é necessário ter em consideração a integração que se segue. Este momento pode ser decisivo para que o investimento não tenha sido em vão, portanto é necessário ter em consideração fatores importantes relativamente a todos os acionistas envolvidos com a empresa adquirida. A teoria e a prática estão em concordância relativamente ao facto do prazo estipulado para termos um melhor resultado de integração e também em relação aos pontos de estabelecer os funcionários chave e a criação de uma cultura empresarial única. Podemos concluir então que um processo de M&A torna se benéfico quando todas as etapas são devidamente concluídas em conformidade com os principais pontos referentes a cada uma delas, criando assim valor para a empresa adquirente e futuramente para a economia.

Capítulo 4

Conclusão

O objetivo principal deste trabalho era identificar e analisar as devidas fases de um processo de M&A, de forma a compreender os pontos principais a ter em conta para ser bem-sucedido na realização desse mesmo processo, comparando com aquilo que alguma literatura indica como *best practices*.

Para tal a dissertação foi dividida em três partes. Na primeira, temos a devida revisão de literatura, que nos permite compreender alguns conceitos chave e também perceber o crescimento português relativamente a processos de M&A. Em seguida foram consideradas algumas indicações de como desenvolver um processo de M&A, tendo sido optado por dar mais ênfase ao processo formulado por DePamphilis (2011). Assim sendo, temos a perceção de pontos chave em cada uma das dez etapas permitindo fazer as devidas comparações com a realidade.

Na segunda parte, o foco principal passa pela recolha de informação com um dado responsável do setor com bastante experiência, que nos permita relatar alguns fatores críticos a ter em conta ou a evitar pelas empresas envolvidas baseando-se em processos em que esteve envolvido.

Após completar estas duas partes, seremos capazes de tirar as devidas ilações relativamente à questão de investigação proposta, nomeadamente que a realidade não se encontra muito distante do que é descrito pela teoria, mas que de certa forma não podemos ser totalmente rígidos com o que está exposto pela teoria, porque existe o fator humano envolvido que por vezes pode complicar a situação. Também podemos verificar que para a obtenção de sucesso neste tipo de operações é necessário ser devidamente organizado, percebendo o que está por detrás da decisão de seguir com este processo e qual o devido planeamento a ter em conta. Já o conhecimento relativo a como desenvolver as devidas etapas

do processo de M&A também é um fator crucial para alcançar o sucesso, sendo que em Portugal ainda nos podemos deparar com alguma falta desse conhecimento para este tipo de processos, dificultando assim a obtenção dos melhores resultados tanto para o nível interno da operação como para o nível externo.

Com base nestas três partes é nos permitido concluir que esta dissertação poderá ser um elemento de análise para empresas maioritariamente portuguesas de *middle-market* que tencionem obter um maior conhecimento relativamente a um processo de M&A, facilitando assim na resolução dos mesmos.

Dito isto, a principal limitação deste trabalho deve-se ao facto de o entrevistado ter uma maior experiência relativamente a operações portuguesas de *middle-market*, portanto para futuras investigações aconselha-se a ter em conta mais exemplos de pessoas envolvidas em processos realizados em maior ou menor escala espalhados pelo mundo, pois um fator importante a ter em conta muita das vezes passa pela cultura das empresas envolvidas na operação.

Bibliografia

- Bardin, L. (2002). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Bryman, A. (1989). *Research methods and organization studies*. London: Routledge.
- Damodaran, A. (2005). *The Value of Synergy*. Working Paper, New York University Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2008). *Handbook of Finance*. In F.J. Fabozzi (Ed.), *Acquisitions and Takeovers*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- DePamphilis, D. M. (2011). *Mergers and acquisitions basics: negotiation and deal structuring*. Academic Press.
- DePamphilis, D. M. (2019). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities* (10th ed.). California: Elsevier.
- Dresch, A., & Cauchick, M. P. (2015). *Análise dos principais métodos de pesquisa empregados para a condução de estudos que abordam a inovação no Brasil*. *Revista GEINTEC - Gestão, Inovação e Tecnologias*, 5(4), 2480-2494. doi:10.7198/geintec.v5i4.522.
- Ferreira, D. (2002). *Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas - Volume I*. 1ªed. Lisboa: Edições Silabo.
- Galpin, T. J., & Herndon, M. (2007). *The complete guide to mergers and acquisitions*. 2nd ed. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Gaughan, Patrick. (1996). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 1ª ed. New York. John Wiley & Sons, Inc.
- Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. Wiley.

- Klueger, R. F. (2004). *Buying and selling a business: a step-by-step guide*. John Wiley.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, Issue 10, pp 2148–2177.
- M&A. Mergermarket. (n.d.). <https://www.mergermarket.com/info/ma>.
- Pedroso, M. C. (2010). *Um modelo de gestão estratégica para serviços de saúde* (Tese de doutorado, Faculdade de Medicina da Universidade de São Paulo). Programa de Medicina Preventiva. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/5/5137/tde-24052011-115333/pt-br.php>.
- Portugal Trend Report. (n.d.). <https://dkf1ato8y5dsg.cloudfront.net/uploads/9/376/mergermarket-portugal-trend-report-2020.pdf>.
- Semedo, R. (2012). *Análise Empírica das Reações do Mercado ao Anúncio de Fusões e Aquisições: Um Estudo de Casos Portugueses*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais. Lisboa: Instituto Superior de Economia de Lisboa.
- Sherman, A. J. (2010). *Mergers and acquisitions from a to z*. AMACOM, American Management Association.
- Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges: An integrated and international perspective*. London: Financial Times–Prentice Hall.

Welcome to Mergermarket. Mergermarket. (n.d).
<https://www.mergermarket.com/>.

Yin, R. K. (2015). Estudo de Caso: Planejamento e métodos. 5^a. ed. Porto Alegre:
Bookman.