



**UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO DA TOTVS SOB A ÓTICA DO CONTEXTO,  
CONTEÚDO E PROCESSO EM FUNÇÃO DE F&A**

**AN ANALYSIS OF TOTVS PERFORMANCE UNDER THE PERSPECTIVE OF CONTEXT,  
CONTENT AND PROCESS IN FUNCTION OF M & A**

**UN ANÁLISIS DE RENDIMIENTO DE TOTVS BAJO LA PERSPECTIVA DE CONTEXTO, EL  
CONTENIDO Y PROCESO EN FUNCIÓN DE F&A**

**Sérgio Arruda Forte, Dr.**

Universidade de Fortaleza/Brazil  
[sergioforte@unifor.br](mailto:sergioforte@unifor.br)

**Ana Karine Lima de Medeiros, MSc**

Universidade de Fortaleza/Brazil  
[anaklmedeiros@terra.com.br](mailto:anaklmedeiros@terra.com.br)

**Fabício George Sales Barbosa, MSc**

Universidade de Fortaleza/Brazil  
[fabriciogeorge@yahoo.com](mailto:fabriciogeorge@yahoo.com)

**Suiany Teixeira Barbosa Moraes, BEL**

Universidade de Fortaleza/Brazil  
[suyanytb@hotmail.com](mailto:suyanytb@hotmail.com)

**RESUMO**

Ainda não há consenso na literatura sobre os ganhos com sinergia e *performance* em estratégias de Fusões e Aquisições (F&A), tanto no caso das empresas adquirentes quanto no das adquiridas. Para contribuição à discussão, a pesquisa tem como objetivo investigar os contextos, conteúdos e processos de F&A da TOTVS S.A no período pré e pós IPO, como eles aconteceram e como cada fase contribuiu para a evolução da performance da empresa. Para tanto, foi realizado um estudo de caso por meio de uma análise qualitativa, fundamentada no método de Pettigrew. A análise aponta três fases e que, a priori, as decisões tomadas foram acertadas e a TOTVS, por meio do desenvolvimento de um modelo que tornou mais eficiente as operações de F&A, obteve ganhos operacionais, financeiros e econômicos, o que pode ser percebido mediante a evolução de 10 dos 15 indicadores de *performance*.

**Palavras-chave:** Estratégia Corporativa; F&A; Processo Estratégico; Estudo de caso, performance; TI.

**ABSTRACT**

There is no consensus in the literature about the synergy and performance gains with implementation of M&A strategies, both in the case of acquirers as in the acquired. To the contribution to this discussion, the research aims to investigate the contexts, contents and processes of M & A performed by TOTVS S.A in the period before and after its IPO, as they happened and how each phase contributed to the evolution of the company's performance. Therefore, we conducted a case study and a qualitative approach based on the Pettigrew's method. The analysis identifies three phases and that, a priori, the decisions were correct and TOTVS, through the development of a model that induced more efficient M&A operations, obtained operational, financial and economic gains, which can be perceived by evolution 10 of 15 performance indicators.

**Keywords:** Corporate Strategy; Mergers and Acquisitions; Strategic Process; Case of study, performance; IT.



## RESUMEN

No hay consenso en la literatura sobre las ganancias derivadas de las sinergias y el rendimiento en las estrategias de fusiones y adquisiciones, tanto en el caso de las empresas adquirentes y en el adquirido. Para contribución a la discusión, la investigación tiene como objetivo investigar los contextos, contenidos y procesos de F & A realizadas por TOTVS S.A en el período antes y después de IPO, tal y como sucedieron y cómo cada fase contribuyó a la evolución del rendimiento de la empresa. Para ello, se realizó un estudio de caso para a través de un análisis cualitativo, basado en el método Pettigrew. El análisis identifica tres fases y que decisiones a priori tomadas fuera correcta y TOTVS, a través del desarrollo de un modelo para ser más eficiente en las operaciones de M & A, obtenido ganancias operacionales, financieros y económicos, lo que puede ser percibido por la evolución de 10 de los 15 indicadores de desempeño.

**Palabras clave:** Estrategia Corporativa; Fusiones y Adquisiciones; Proceso estratégico; Studio de caso; Performance, TI.

## 1 INTRODUÇÃO

As empresas perceberam oportunidades de crescimento e expansão por meio da adoção de estratégias corporativas (CAMARGOS; BARBOSA, 2010), dentre as quais fusões e aquisições (F&A) estão entre as mais relevantes. Entretanto, os estudos empíricos sobre o desempenho pós F&A não apresentam ainda um resultado conclusivo dos benefícios da adoção de tal estratégia, ou seja, ainda há uma preocupação em entender os reais impactos de um processo de F&A no desempenho das firmas (ADU-DARKO, BRUCE-TWUM, 2014; ISMAIL, ABDU, ANNIS, 2011; LE; PARK; KROLL, 2014; SINGLAR, SAINI, SHARMA, 2012; VAZIRANI, 2012).

Harding e Rovit (2005) questionaram alguns executivos americanos sobre os fatores-chave de sucesso para as operações de F&A. O resultado sinalizou para: a integração cultural (83%), a seleção de líderes (81%), comunicação adequada (74%), estabelecimento e monitoramento de métricas (70%), o plano pronto, antes de concluída a transação (65%), dentre outros.

No Brasil, as operações de F&A cresceram significativamente a partir dos anos 2000 motivadas principalmente pela estabilização da economia e internacionalização das empresas (RIBEIRO ROMANO; DE SOUZA; ALMEIDA, 2015). Mesmo com o aumento do volume de operações, segundo Leal, Almeida e Bortolon (2013), o crescimento não foi espelhado na quantidade de trabalhos acadêmicos sobre o tema, visto que no período de 2000 a 2010 somente oito artigos sobre o assunto foram encontrados.

Independente da estratégia de crescimento escolhida, as empresas sempre buscam mais lucratividade, produtividade e eficiência. O alinhamento entre a tecnologia da informação e a estratégia das empresas impacta na estrutura organizacional, na alocação de recursos, no planejamento organizacional, tecnológico e, em especial, na cultura organizacional vigente (BRUHN, 2004), existindo nesse processo elementos promotores e elementos inibidores.

Nesta pesquisa, optou-se por estudar a empresa TOTVS, por ser líder no mercado brasileiro de *software* de gestão, e ter realizado vários processos de F&A recentes que resultaram no seu crescimento, liderança e consolidação de mercado. Apesar de existirem trabalhos antecessores sobre a mencionada empresa, nenhum deles se ateve a analisar a estratégia de aquisição de outras empresas da TOTVS, bem como, seu desempenho pós adoção desta estratégia.

Assim, o estudo aqui em pauta tem como questão responder: Baseado na análise do contexto, conteúdo e processo, houve evolução de *performance* após o marco do IPO da TOTVS em função das F&A?

Esta pesquisa tem como objetivo investigar os contextos, conteúdos e processos de F&A da TOTVS S.A no período pré e pós IPO, como eles aconteceram e como cada fase contribuiu para a evolução da performance da empresa.

O estudo intenta contribuir no entendimento e preenchimento de lacunas gaps no que tange ao tema e, neste sentido, pauta sua relevância:

(a) teórico-metodológico: inclusão da análise de performance no Modelo Pettigrew, bem como, estudo relacionando F&A e a performance empresarial *post facto*;

(b) contextual: análise do IPO da empresa TOTVS e de todo o contexto que antecedeu e precedeu este fato;

(c) Empírico: abordando assim a experiência de uma empresa que se tornou líder de mercado utilizando estratégias de F&A, superando as dificuldades inerentes a esse traçado estratégico.

O tema é atual, ainda pouco discutido por autores brasileiros, e visa, ainda, do ponto de vista gerencial apoiar, empiricamente os gestores que irão passar por processo de F&A.

## **2 ENTENDENDO AS OPERAÇÕES DE F&A**

### **2.1 F&A como estratégia corporativa**

Nos estudos de Kloeckner (1994) e Scherer e Ross (1990), os principais fatores motivacionais para a realização de F&A são expansão ou internacionalização empresarial, expectativas assimétricas, racionalidade limitada nas decisões de dirigentes, utilização de fluxo de caixa excedente, motivos fiscais, oportunidade de investimento, busca do poder de monopólio, razões Gerenciais e ou razões financeiras. Já Bena e Li (2014) mencionam que uma das razões para as F&A é a conquista de ativos estratégicos. Os autores concluíram que as sinergias ganhas por meio da combinação de capacidades de inovação estratégica são importantes direcionadores da aquisição.

Atualmente operações de F&A são usadas de forma corriqueira F&A, o que pode ser um diferencial para empresas e, em algumas situações, pode ser fonte de vantagem competitiva. Para Porter (1989), vantagens competitivas se constroem. Portanto, os processos de F&A, os quais refletem desde uma simples mudança de controle até reformulações de estratégias, se bem conduzidos, podem ser tidos como um diferencial competitivo.

Hendrickson (2003) observou que as empresas estão utilizando estratégias de F&A como forma de se reposicionarem em um mercado em constante mudança, ou seja, cada vez mais, a decisão por adotar esta estratégia se relaciona à capacidade das empresas em mobilizar conhecimento, habilidades tecnológicas e experiência para criar novos produtos e serviços e novas formas de distribuição.

Por outro lado, não há consenso sobre as motivações que levam empresas a enveredarem por estratégias de F&A, ou ainda, se existem vantagens econômicas e ou mercadológicas neste tipo de operação (NGUYEN; YUNG; SUN, 2012). A decisão de fazer F&A tem, a princípio, o propósito de criar valor econômico para os acionistas das empresas envolvidas, mediante uma combinação de competências, recursos e capacidades das empresas. Nessas transações espera-se que os ganhos obtidos pós F&A sejam maiores que os custos do processo, no entanto, envolvem um volume alto de capital e impactam direta ou indiretamente em um grande número de agentes, principalmente o quadro gerencial das empresas envolvidas.

Para Barros (2003), a maior parte das operações de F&A possui três etapas: *due dilligence*, negociação e integração. Na etapa de *due dilligence* são realizados levantamentos e análises sistematizadas sobre a empresa a ser adquirida, no intuito de avaliar a viabilidade da aquisição. A etapa de negociação é a mais longa e acontece sob muita pressão, pois se refere à fase de acertos de valores e condições da negociação. A fase de integração ocorre após a negociação concluída e apesar do caráter participativo, trata-se de um processo geralmente mais lento e conflituoso, pois envolve choque de cultura.

A adoção de estratégia de F&A é um investimento feito em condições de incerteza, pois se mal conduzida, pode resultar na degradação do patrimônio dos acionistas devido a falhas de avaliação provocadas pelo excesso de confiança, prêmios pelo controle e custos de transação muito elevados, além de itens relacionados à teoria da agência, dentre outros (NGUYEN; YUNG; SUNG, 2012).

Um dos principais riscos é o de má alocação do capital. Os administradores podem achar difícil promover cortes de maneira otimizada em divisões que geram prejuízo, quanto podem subsidiar essas divisões com os lucros das divisões que geram resultados positivos (GRINBLATT; TITMAN, 2005). Outro risco relevante, principalmente nos casos de F&A internacionais, é o de choque cultural entre a empresa adquirida e a empresa adquirente.

Barros (2003) reforça que diante da escassez de estudos sistemáticos sobre F&A no Brasil, a etapa da integração ainda não foi convenientemente analisada. Em uma pesquisa realizada com cerca de 170 empresas brasileiras, constatou-se que os principais fatores para o fracasso são as falhas no processo de integração, falhas na análise das diferenças culturais e falhas nas transferências de conhecimento. Os autores são enfáticos em relatar que nenhum caso de F&A é igual e, nenhum caso se repetirá o que já foi vivido.

## 2.2 Cenário de Ganhos, Sinergias e Aumento de Performance pós-fusões

Não há consenso entre os estudiosos sobre os ganhos com sinergia e *performance* nos cenários pós F&A (NGUYEN; YUNG; SUNG, 2012). As abordagens para análise do tema variam em muitos aspectos, desde subjetivos, como eficácia da integração, como relativo a metodologias de medição de *performance* econômica e financeira em curto e longo prazos. Alguns autores desenvolvem seus estudos sobre o assunto com análises em níveis organizacional e mercadológico, verificando o aumento do *market share* da empresa, no geral ou em determinado nicho de mercado (ZOLLO; MEIER, 2008).

Para Ribeiro Romano; De Souza e Almeida (2015) os estudos empíricos usualmente analisam os benefícios econômicos gerados pelas F&A por meio do aumento ou redução do valor de mercado das ações, isto por que, a variação no preço das ações das empresas demonstra a expectativa do mercado no valor criado pela operação.

Dentre outros autores nacionais, Camargos e Barbosa (2010) desenvolveram estudos cujo foco foi analisar se as F&As realizadas no Brasil geraram sinergias operacionais, gerenciais e aumento de rentabilidade. Foram avaliadas, entre os anos de 1996 e 2004, 76 empresas de capital aberto. Utilizando-se de análises estatísticas, foram testadas 19 variáveis nos dois anos anteriores e posteriores às operações de F&A e os autores chegaram à conclusão de que as F&A levaram as empresas a sinergias operacionais e gerenciais, no entanto em termos de rentabilidade, esta só foi positiva para os acionistas e não para as empresas.

Orsi (2006) parte para outro aspecto a ser tratado no *Day after* das F&A: Gestão do Conhecimento adquirido. Para este autor “a incorporação não se encerra, mas se inicia no momento da aquisição”. Orsi (2006) ressalta a importância do processo pós-fusão, ou seja, o momento em que se adéqua a cultura da empresa adquirida à empresa adquirente. Alerta ainda que a gestão do conhecimento possa ser um dos grandes ganhos deste tipo de operação, mas que pode ser prejudicada caso não seja dada a devida importância aos aspectos de integração e cita algumas condicionantes de êxito deste processo: coerência institucional da adquirente com o negócio que está sendo adquirido, modelo de organização e gestão claramente definidos, adoção de políticas e práticas de gestão de pessoas, compatibilização das diferentes culturas organizacionais que serão contrapostas.

Em relação aos fatores apontados como determinantes no insucesso de operações de F&A, Barros (2003) afirma que os principais motivadores estariam vinculados à não convergência cultural entre as empresas, à gestão de pessoas e à gestão do conhecimento. Para Nunes e Vieira (2008), questões ligadas à cultura não estão na lista de eventos a serem analisados nos cenários pré-fusões. Para estes autores, os executivos brasileiros preocupam-se eminentemente com aspectos financeiros de forma direta ou indireta. Segundo Lemes Jr.; Rigo e Cherobim (2010), as fontes de sinergia em F&A são: economias de escala operacionais, economias financeiras, ganhos com eficiência gerencial, poder de mercado e economias Fiscais. Zollo e Meier (2008) fizeram revisão dos artigos publicados sobre F&A entre 1970 e 2006 nos Estados Unidos, especificamente aqueles que procuram explicar a variação no desempenho após aquisição e consolidaram os critérios abordados nas avaliações efetuadas pelos diversos pesquisadores no Quadro 1, a seguir:

Quadro 1 – Classificação das medidas de desempenho pós F&A

Nível de análise	Horizonte de Tempo	
	Curto Prazo	Longo Prazo
Tarefa	Integração do processo de <i>performance</i> Transferência de conhecimento Conversão de sistemas e rotinas	Retenção de clientes Retenção de empregados
Aquisição	<i>Performance</i> financeira em curto prazo	Desempenho geral da aquisição Sobrevivência/manutenção da aquisição
Empresa		<i>Performance</i> contábil <i>Performance</i> financeira em longo prazo <i>Performance</i> de Inovação Variação no <i>market share</i>

Fonte: Adaptado de Zollo e Meier (2008)

Para Zollo e Meier (2008), os três níveis de análise estão ligados por uma cadeia lógica causal, ou seja, cada nível é uma condição necessária, mas não suficiente, para o seguinte.

Vazirani (2012) entende que é papel da gestão estratégica medir o sucesso ou fracasso da empresa em transações de F&A, para atingir seus objetivos estratégicos, econômicos, financeiros e organizacionais, utilizando ferramentas como informações contábeis e do mercado de ações, pesquisas de mercado e pesquisas organizacionais com foco na avaliação da integração dos processos e recursos humanos pós-fusão.

### 3 METODOLOGIA

Esta pesquisa é descritiva, de natureza qualitativa e bibliográfica, com o uso da técnica de análise de conteúdo baseado nas categorias da metodologia de Pettigrew (1989). O método escolhido para pesquisa foi o estudo de caso (YIN, 1989, p.23). De modo específico, este método é adequado para responder às questões explicativas "como" e "por que" e tratam de relações operacionais que ocorrem ao longo do tempo mais do que frequências ou incidências.

Inicialmente foi realizado levantamento bibliográfico para se verificar a pertinência do tema e as reais possibilidades de se realizar esta pesquisa. Na fundamentação teórica utilizaram-se livros, dissertações, teses e artigos relacionados à história de F&A no Brasil e no mundo para entendimento dos contextos externo e interno. Em seguida, coletou-se uma grande quantidade de material da TOTVS (ações, objetivos e resultados, desempenho financeiro, receitas, histórico de sucesso, atas e outros documentos) por meio do *site* da própria empresa, e também informações de *ranking* da área de TI relacionadas à F&A no *site* da KPMG (2013), uma empresa especialista em auditoria, taxas, impostos e assessoria.

A análise do processo de F&A da TOTVS fundamentou-se no método de Pettigrew (1989), que postula que se deve examinar o conteúdo, o contexto e o processo da mudança como as interconexões entre eles, e foi caracterizada pela:

- a) Definição objetiva, teórica e empírica dos níveis de análise e de suas interconexões;
- b) Clara descrição do processo sob análise, dentro de uma perspectiva histórica;
- c) Caracterização das motivações políticas dos envolvidos no processo; e
- d) Entendimento de que o contexto deve ser entendido não como um obstáculo à mudança, mas como parte fundamental na sua produção.

O autor explica que ao utilizar esse procedimento, *o conteúdo* é estudado por meio de documentos e ou entrevistas, identificando-se a modificação, ao longo do tempo, do sistema de poder na organização. O *processo* visa explicar a forma de modificação do sistema de poder na organização, relacionando a atuação dos envolvidos na mudança com o contexto e o conteúdo. Os contextos *interno e externo* mostrarão os motivos para a mudança, e são estudados por meio de artigos científicos e jornalísticos, livros, relatórios técnicos, atas de reuniões e outros, como também entrevistas com elementos da organização.

Além do método de análise de Pettigrew (1989), também foi utilizada a metodologia de análise de indicadores de desempenho para objetivar os resultados deste estudo. Dentre as diversas técnicas disponíveis na literatura para essa análise, segundo Camargos e Barbosa (2005), destaca-se a Análise de Índices Econômico-Financeiros, definida como uma técnica que se baseia em demonstrativos contábeis, relatórios gerenciais, dentre outros, como fonte de dados e informações, os quais têm os seus registros compilados em índices e indicadores, cuja análise histórica possibilita identificar a evolução do desempenho da empresa.

Para execução da análise, os itens foram divididos em grupos, que demonstram basicamente as situações financeira, mercadológica, econômica/operacional e o retorno proporcionado pelos investimentos da empresa. Na análise dos indicadores, os de liquidez e de endividamento/estrutura identificam a situação financeira da empresa. Os índices de liquidez fornecem uma medida da capacidade da empresa de pagar suas dívidas, enquanto os de estrutura evidenciam a composição dos capitais próprios e de terceiros que financiam os investimentos da empresa, refletindo sua estrutura de capital e suas decisões de investimento e financiamento. Os

indicadores de rentabilidade identificam o retorno proporcionado por suas atividades, enquanto os indicadores econômicos/operacionais refletem a eficiência produtiva e administrativa da empresa (CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

Em síntese, a presente pesquisa utilizou-se de dois métodos no estudo de casos da TOTVS:

Quadro 2 – Metodologia utilizada

Método	Objetivo
Pettigrew	Avaliação do contexto, conteúdo e processo utilizado na fase que precedeu o IPO, durante a abertura de capital e pós IPO
Indicadores de desempenho	Objetivar no que tange a medidas de desempenho a comparação das fases vivenciadas pela TOTVS

Fonte: Adaptado pelos autores

Este artigo tem como foco temporal os exercícios compreendidos entre 2005 a 2011. O citado período foi escolhido por representar uma fase de mudanças na TOTVS, devido ao seu IPO e estratégia de aquisição de empresas.

#### 4 ESTUDO DE CASO – TOTVS

A TOTVS é na atualidade a empresa de *software* ERP com o maior *market share* no Brasil. No entanto, apesar de algum tempo figurar como uma das líderes deste segmento de mercado, a liderança somente foi conquistada após a busca incessante da realização de seus objetivos estratégicos e se viabilizou a partir de seu IPO (*Initial Public Offering*).

Na sequência deste trabalho será apresentado o histórico da TOTVS, o contexto econômico, mercadológico e organizacional à época que esta empresa começou a traçar seu futuro de liderança, os objetivos estratégicos que nortearam suas ações, como foi estabelecido o processo de F&A, as principais aquisições e os indicadores de resultado pós-aquisições.

##### 4.1 Breve Histórico da TOTVS

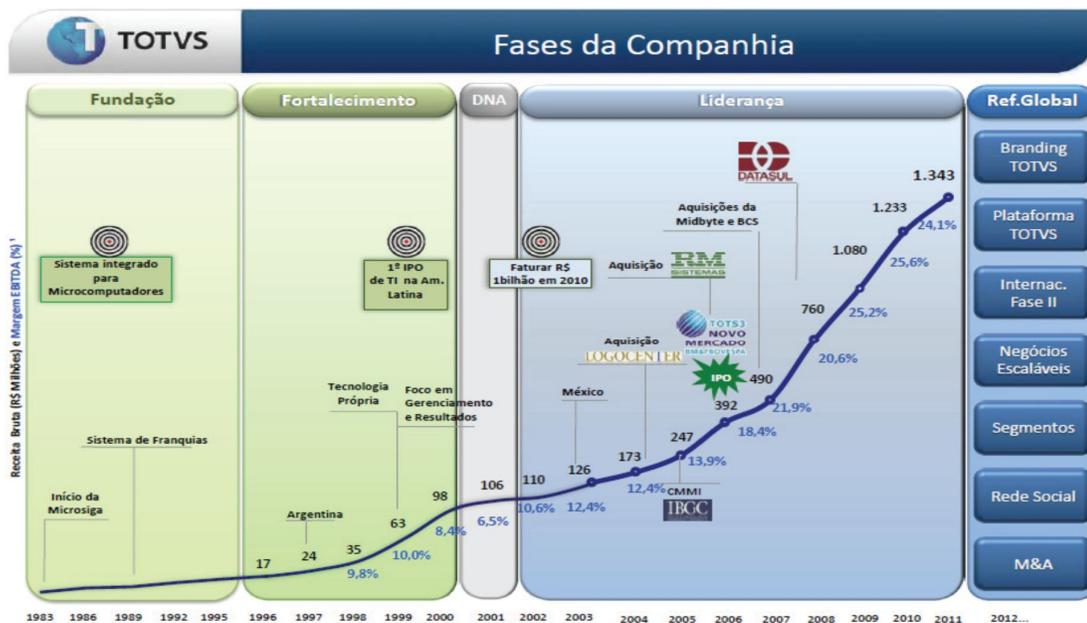
Conforme informações coletadas no *site* da empresa (TOTVS, 2013b), ela iniciou suas atividades há 44 anos, denominado SIGA. A empresa prestava serviços gerais na área de informática e desenvolveu um sistema que permitia o gerenciamento empresarial centralizado, cuja finalidade principal era a automação de processos administrativos. Em 1983, com o surgimento dos microcomputadores, foi fundada a Companhia, sob a denominação social de Microsiga Software S.A., unindo os sócios Sr. Haberkorn e Laércio Cosentino. O objetivo da empresa era de elaborar *softwares* para computadores pessoais e, posteriormente, passou a atuar no mercado de *softwares* de gestão empresarial integrada, acessíveis às empresas de pequeno e médio portes. Segundo informações de Machado, Jesus e Rodrigues(2012), o nome Totvs, cujo significado é tudo ou todos em latim, somente surgiu em 2008 como parte da estratégia de posicionamento da empresa em fornecer soluções para todos os portes de empresa que atuem em algum dos diversos segmentos atendidos, bem como, a escolha está ligada à ideia de união das diversas marcas adquiridas.

Em 2006, a TOTVS fez seu IPO com o lançamento de ações na BOVESPA. Com este ato, a empresa teve um aporte estimado de capital de R\$ 266,8 milhões. A TOTVS foi a primeira empresa brasileira deste

segmento a abrir capital e com isto teve que se adequar às práticas de governança corporativa exigidas pela BOVESPA, iniciando assim um processo de consolidação no mercado nacional e internacional (MACHADO; JESUS; RODRIGUES, 2012).

Revisitando sua história em uma apresentação sobre F&A datada de maio/10, a TOTVS distingue cinco fases com durações e características distintas:

Figura 1 –Fases do crescimento da TOTVS



(1) Margem EBITDA não inclui despesas extraordinárias

Fonte: Divulgação de Resultados de 2011 (TOTVS,2013a).

Este estudo tratará especificamente da 4ª etapa da História da TOTVS, a partir de seu IPO. A citada etapa será dividida em três fases: Fase inicial correspondendo ao ano de 2005, chamada de fase pré-IPO. A segunda fase será de 2006 a 2008 e será nomeada de Fase de Aquisições. A terceira fase compreendida de 2009 a 2011 será nomeada como Fase de Consolidação do Negócio.

#### 4.2 Contexto econômico, mercadológico, conteúdo e processo de mudança segundo a metodologia de Pettigrew no estudo da TOTVS

Com o objetivo de apresentar de forma clara a metodologia de análise utilizada neste estudo, reuniram-se no Quadro 3 a seguir os principais aspectos característicos deste método e aplicados ao caso da TOTVS:

Quadro 3 – Contexto, Conteúdo, Processo de F&A por Fases

Descrição	F1– Pré IPO (2005)	F2 – Aquisições (2006 – 2008)	F3 – Consolidação (2009 – 2011)
Conteúdo da Mudança	Preparar a empresa estrutural e financeiramente para assumir a liderança de mercado no segmento de ERP brasileiro	Assumir a liderança do segmento de ERP brasileiro e alavancar seu <i>market share</i> em empresas de grande porte.	Consolidar a liderança no segmento de ERP brasileiro, dado ao impacto da crise financeira no mercado internacional, bem como, as operações decorrentes das aquisições de empresas efetuadas.
Contexto Econômico e Político	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inflação (IGP-M) tendendo a queda: 8,7% em 2003, 12,4% em 2004 e 1,2% em 2005 (;</li> <li>- PIB 3,2% no ano</li> <li>- Taxa de câmbio média US\$: R\$ 2,43</li> <li>- SELIC acumulada: 19,13% a.a.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Em 2008, o Brasil obteve o “grau de investimento” por meio da Standard and Poor’s, favorecendo a entrada de recursos no país e alavancando a economia;</li> <li>- Inflação (IGP-M): 3,84% a.a., 7,74% a.a. e 9,80% a.a. respectivamente neste período.</li> <li>- PIB 4,0%, 6,1%, 5,2% respectivamente no período de 2006 a 2008;</li> <li>- Taxa de câmbio média US\$: R\$ 2,17, R\$ 1,95 e R\$ 1,84, respectivamente;</li> <li>- SELIC efetiva acumulada: 14,91% a.a, 12,04% a.a. e 12,45% a.a., respectivamente;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Novas exigências tributárias para os contribuintes: SPED Contábil, Fiscal, Nota Fiscal Eletrônica, dentre outros;</li> <li>- Crise mundial de 2008-2009 e o aprofundamento dos problemas econômicos na Europa afetaram a possibilidade de ganhos no exterior;</li> <li>- Inflação (IGP-M): -1,71% a.a., 11,32% a.a. e 5,09% a.a., respectivamente no período;</li> <li>- PIB -0,3%, 7,5%, 2,7% respectivamente no período de 2009 a 2011;</li> <li>- Taxa de câmbio média US\$:R\$1,99, R\$ 1,76 e R\$ 1,67, respectivamente;</li> <li>- SELIC efetiva acumulada: 10,13% a.a., 9,9% a.a e 11,7% a.a, respectivamente;</li> </ul>
Contexto Mercadológico	<i>Market Share</i> brasileiro: SAP (23%), Datasul (16%), Microsiga/TOTVS (14%), Oracle (8%), RM, Peoplesoft e SSA (7%) de <i>share</i> . A TOTVS é a 14ª maior empresa de <i>gestão integrada</i> do mundo.	<i>Market Share</i> brasileiro: TOTVS (24%), SAP (23%), Oracle (17%) e Datasul (16%). A TOTVS é a 9ª maior empresa de <i>gestão integrada</i> do mundo.	<i>Market Share</i> brasileiro: TOTVS (38%), SAP (27%) e Oracle (17%). A TOTVS é a 6ª maior empresa de <i>gestão integrada</i> do mundo.
Contexto Estratégico/Interno	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Liderança de mercado em <i>Small Business(SMB)</i>.</li> <li>-Distribuição abrangente pautada em um modelo híbrido: Sistema de franquias e unidades próprias, o que possibilitava cobertura em todo o Brasil;</li> <li>- Franquias TOTVS operadas por meio de</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ampla base de clientes (mais de 21 mil clientes ativos) concentrados no segmento de médias e pequenas empresas, as quais têm demanda contínua de reavaliação de processos e estratégia, com necessidade de prestação de serviços de consultoria;</li> <li>- Práticas de Governança Corporativa:</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Processo de Integração Datasul</li> <li>- <i>Portfolio</i> de clientes da Datasul propiciou diversificação da base de clientes, pois esta possuía uma atuação focada em grandes empresas;</li> <li>- Concorrência de canais de distribuição após aquisições;</li> </ul>

UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO DA TOTVS SOB A ÓTICA DO CONTEXTO, CONTEÚDO E PROCESSO EM FUNÇÃO DE F&A

	empreendedores locais, o que agregava maior rapidez e conhecimento regional.	Adesão às práticas do Novo Mercado da BOVESPA;	
Descrição	F1- Pré IPO (2005)	F2 – Aquisições (2006 – 2008)	F3 – Consolidação (2009 – 2011)
Contexto Estratégico/Interno	<p>- Capilaridade regional;</p> <p>- Estrutura de negócios composta por: (i) um único centro responsável pelas decisões estratégicas, (ii) um núcleo administrativo, (iii) um departamento de pesquisa e desenvolvimento, e (iv) um departamento de marketing. A empresa ainda contava com as divisões Microsiga e Logocenter para as atividades de <i>software</i>, com esta última também para a atividade de outsourcing.</p> <p>- Base sólida e diversificada de clientes;</p>		<p>- Elevada dívida decorrente da contratação de financiamento da linha PROSOFT obtida junto ao BNDES e pelas debêntures emitidas no 3T08 na aquisição da Datasul;</p> <p>- As operações em países estrangeiros se mostraram deficitárias e sem perspectivas de melhora, especialmente a subsidiária em Portugal. Além disso, houve pressão por parte dos acionistas com relação à sequência de resultados negativos nas operações internacionais, apesar do bom desempenho da TOTVS no mercado nacional brasileiro;</p> <p>- Adoção de estratégia de fortalecimento com base em três pilares: crescimento, expansão de margens e fidelização dos clientes;</p>
Processo de Mudança	<p>A TOTVS optou pela estratégia agressiva de F&amp;A para viabilização de seu crescimento. Para tanto, captou recursos através de seu IPO, cujos valores estimados foram assim destinados (em R\$ milhões):</p> <p>- Aquisição de empresas (66%) - R\$ 176</p> <p>- Pesquisa e Desenvolvimento (10%) - R\$ 27</p> <p>- Treinamento (10%) - R\$ 27</p> <p>- Crescimento Estrutura Comercial (7%) - R\$ 19</p> <p>- Capital de Giro (7%) - R\$ 19</p> <p>- Total: R\$ 268</p>	<p><u>Ação principal:</u></p> <p>- Utilizando o método de F&amp;A desenvolvido pela TOTVS, adquirir empresas com bases de clientes fortes, desenvolvedoras de ERP ou módulos verticais e possam ser inseridas no modelo expandido de negócios da Companhia;</p> <p><u>Ações Secundárias:</u> Como consequência da aquisição de empresas a TOTVS precisou efetuar outras ações para viabilizar estas operações:</p> <p>- Adequar a estrutura de vendas para atendimento a diferentes públicos,</p>	<p><u>Ação principal:</u></p> <p>- Identificar e implantar sinergias e ganhos de eficiência/escala na consolidação das empresas adquiridas, buscando reduzir custos e aumentar <i>performance</i>;</p> <p>- Criar bases financeiras para lastrear à estratégia de se tornar referência global no segmento de ERP a partir de 2012;</p> <p><u>Ações Secundárias:</u> A TOTVS precisou dar continuidade a algumas ações iniciadas na etapa anterior, dada a importância em seu negócio, e ainda resolver questões oriundas do cenário pós-grandes aquisições:</p> <p>- Reformular os canais de distribuição para</p>

UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO DA TOTVS SOB A ÓTICA DO CONTEXTO, CONTEÚDO E PROCESSO EM FUNÇÃO DE F&A

		segmentos e ofertas de produtos; - Implementar Modelo Expandido de Negócios, por meio do desenvolvimento de atividades de consultoria e <i>outsourcing</i> , que são sinérgicas aos <i>softwares</i> de gestão empresarial integrada e relacionamento;	eliminar a concorrência entre marcas oriundas do cenário pós-aquisição; - Criar franquias <i>Full</i> TOTVS envolvendo as franquias TOTVS e Datasul; e criar ofertas de <i>software</i> segmentadas, tanto por tamanho de cliente, quanto por setor de atividade;
Descrição	F1– Pré IPO (2005)	F2 – Aquisições (2006 – 2008)	F3 – Consolidação (2009 – 2011)
Processo de Mudança		- Investir em pesquisa, desenvolvimento e na qualidade de seus produtos e serviços, bem como na contínua adaptação de seus produtos às necessidades dos clientes; - Consolidar os canais de distribuição das marcas adquiridas em Franquias TOTVS; - Adotar ações específicas de marketing e desenvolvimento de estrutura de vendas dedicada ao segmento de grandes empresas, bem como, aos novos produtos oferecidos.	- Manter modelo de expansão, porém focando em empresas de menor porte que ofereçam <i>softwares</i> específicos que possam ser incorporadas ao seu <i>middleware</i> ; - Investir em pesquisa, desenvolvimento e na qualidade de seus produtos e serviços, bem como na contínua adaptação de seus produtos às necessidades dos clientes;
Empresas Adquiridas	- Logocenter	- RM Sistemas S/A; - IOSSTS Inteligência Organizacional, Serviços, Sistemas e Tecnologias em Software LTDA; - Midbyte Informática S/A; - Grupo BCS; - Setware Informática Ltda - Datasul S/A	- YMF; - Tools; - Total BancoConsultoria e Sistemas S/A; - Hery Software Ltda; - TQTVD; - M2I e M2S; - SRC Serviços de Informática Ltda; - Mafipa Serviços de Informática Ltda; - Gens Tecnologia e Informática Ltda
Montante Envolvido nas Aquisições	R\$ 35 Milhões (Trinta e Cinco Milhões de Reais)	R\$ 969 Milhões (Novecentos e Sessenta e Nove Milhões de Reais)	R\$ 230 Milhões (Duzentos e Trinta Milhões de Reais)
<i>Performance:</i> - Retorno s/Ativo (ROA): - Retorno s/ PL (ROE): - Ebit (R\$ Milhões)-	25% 28% 22.978	7% 12% 40.634	17% 24% 205.738

UMA ANÁLISE DO DESEMPENHO DA TOTVS SOB A ÓTICA DO CONTEXTO, CONTEÚDO E PROCESSO EM FUNÇÃO DE F&A

Média Anual: - Ebitda (R\$ Milhões)- Média Anual: - LL (R\$ Milhões)- Média Anual: - Lucro por ação (lote 1000 ações) - % Margem Bruta: - % Margem Ebit: - % Margem Ebitda:	30.437 15.325 0,09 65% 10% 14%	100.189 40.509 1,43 67,1% 8,3% 20,5%	283.456 142.354 1,93 67,4% 18,2% 25%
<b>Descrição</b>	<b>F1– Pré IPO (2005)</b>	<b>F2 – Aquisições (2006 – 2008)</b>	<b>F3 – Consolidação (2009 – 2011)</b>
<i>Performance:</i> - % Margem Líquida: - Liquidez Corrente: - Liquidez Geral: - Composição do Endividamento: - Grau de endividamento: - Participação Cap de terceiros - Base de Clientes:	7% 2,04 1,89 82% 61% 38% 8.300	8,3% 2,06 0,69 29% 127% 56% 22.900	12,6% 1,97 1,26 54% 78% 36% 26.000

Fonte: F&A Adaptado de MEIRELES (2011), TOTVS (2013a), TOTVS (2013b), TOTVS(2013c), TOTVS (2013d) e PORTAL DE FINANÇAS. (2013)

### 4.3 Análise do processo de mudança e dos indicadores de Performance da TOTVS

#### 4.3.1 Análise do contexto e conteúdo do caso TOTVS

Apesar do cenário econômico nacional otimista no período analisado, o Brasil sempre foi visto com ressalvas, tendo em vista a frequente intervenção governamental na economia nacional e, em algumas situações, grandes modificações em sua política para controle e alcance de suas metas. Os indicadores de inflação e PIB sofreram grandes oscilações entre 2005 e 2011, gerando ciclos de alta e baixa de inflação, da mesma forma para o PIB. O ano de 2009 foi marcado pelo advento da crise financeira mundial que ocasionou grande recessão mundial, o que não foi sentido de forma tão agressiva no Brasil, visto que o decréscimo no PIB foi de apenas 0,3%. No tocante à taxa de câmbio do dólar americano e Selic, apresentaram queda em relação a 2005 em todos os períodos analisados.

Diante deste contexto econômico e político e para alcançar seus objetivos de longo prazo, a TOTVS escolheu adquirir empresas para crescer, obtendo assim ativos que consolidaram seu portfólio no que tange a soluções tecnológicas e *full*, e apesar de ter iniciativas para crescimento no exterior, o grande foco foi o Brasil. A decisão da TOTVS corrobora o mencionado por Bena e Li (2014) que relatam que uma das razões para as F&A é a conquista de ativos estratégicos e obtenção de sinergias ganhas por meio da combinação de capacidades de inovação estratégica.

Conforme o Quadro 3, verifica-se que foi investido mais de R\$ 1 bilhão na aquisição de empresas entre os exercícios de 2006 e 2011, tendo sido o grande volume no triênio de 2006 a 2008.

Mesmo com tantas aquisições, o grande divisor de águas da empresa no processo de crescimento foi a Datasul, empresa que era sua maior concorrente nacional. Com esta aquisição a TOTVS aumentou sua participação de mercado em 12 pontos percentuais, saindo de um *share* de 24% para 38% de participação.

Segundo Fusco (2010), a TOTVS enfrentou alguns problemas após a aquisição da Datasul. Dentre outros, um deles foi um grande desafio: após as aquisições, em uma mesma localidade a empresa se viu com mais de um canal de distribuição, que antes agiam como concorrentes e naquele momento eram “convidados” a se juntar. Enfrentar este desafio exigiu do grupo de pós-fusão grande habilidade para analisar em que situações a junção era viável, em que situação não era e quem ficaria em cada região. A TOTVS fez um trabalho de reestruturação de seus canais de distribuição e ao fim de 2010 havia reduzido em quase 50% a quantidade de franquias.

Apesar da escassez teórica mencionada por Barros (2003) em relação a estudos sistemáticos sobre F&A no Brasil e a integração de culturas pós-fusão, a TOTVS é um exemplo claro de *sucess case* e isto pode ser demonstrado objetivamente por meio da comparação de seus indicadores de desempenho no período anterior e posterior aos processos de F&A.

Devido ao seu ritmo de aquisições, segundo Machado, Jesus e Rodrigues (2012), ao final de 2011 a TOTVS era a líder de mercado no segmento em que atuava e estava presente em 23 países, tinha aproximadamente 9 mil funcionários, sendo 2,7 mil no P&D e mais de 26 mil clientes em sua carteira. Com isto, a empresa pôde se aproximar de grandes grupos empresariais e oferecer soluções nas categorias *software*, consultoria e serviços de valor agregado.

Todo esse processo de aquisição, consolidação e integração criou as bases para a quarta fase, na qual a TOTVS busca se tornar uma referência global, sendo a opção natural das empresas estrangeiras que se instalem no Brasil e, ao mesmo tempo, das empresas brasileiras que se internacionalizam.

#### **4.3.2 A Decisão de assumir a liderança de mercado e o processo de mudança da TOTVS**

O mercado de *software* mundial cresceu muito nos últimos anos e para a TOTVS, a tendência não foi diferente. Segundo Bottazzini e Calado (2011, p.15), “o mercado brasileiro de *software* está entre os maiores do mundo”. Em análise aos dados consolidados do IBGE para 2009, estes autores constataram que as duas mil maiores empresas de tecnologia da informação brasileiras movimentaram 39,4 bilhões de reais no ano, dos quais 13 bilhões de reais foram oriundos da produção nacional de *software*.

A indústria de *software* é altamente competitiva. A Totvs compete com empresas de *software* brasileiras e estrangeiras. O mercado de ERP pode ser dividido nos segmentos grande, médio e pequeno porte, de acordo com a quantidade de usuários de computador das empresas conectados simultaneamente. Os maiores concorrentes da TOTVS em 2005 eram a SAP e a Datasul (Anderson; Rhodes; Davis, 2009), sendo a Datasul a de maior *market share* (16%).

A grande virada na história da TOTVS iniciou quando ela intensificou sua estratégia de crescimento com aquisições de empresas, alcançando assim a musculatura financeira e técnica que o mercado exigia para ter competitividade neste segmento de negócios. Para Camargos e Barbosa (2005), uma das maneiras mais rápidas de uma empresa crescer e se consolidar no mercado é por meio de processos de estratégia corporativa denominados de F&A.

A TOTVS criou seu próprio método, em 2000, quando, para crescer, a empresa optou pela estratégia de ser a grande consolidadora do mercado de TI brasileiro. Conforme citado por Namour (2009 apud MACHADO et al., 2012), a TOTVS possui em seu processo de aquisição de empresas oito premissas básicas indissociáveis e já inseridas de forma sistêmica em seu ambiente organizacional: a) mapeamento das oportunidades do mercado por parte de uma equipe especialista; b) avaliação do negócio em termos de relacionamento (quem é quem na empresa), DNA da empresa (o que pode agregar à Totvs) e mapa de talento (pessoas-chave que devem permanecer); c) discussão de valores por parte da equipe de negociação; d) empatia com o dono/empreendedor (verificar se aceitará tornar-se um executivo); e) definição da coordenação (nova estrutura organizacional); f) avaliação dos produtos e dos canais de distribuição (definir o que será mantido); g) elaboração do contrato e do pré-plano de implementação; e h) execução do plano e comunicação ao mercado.

Todas as aquisições efetuadas tiveram como orientador os onze segmentos estratégicos em que a TOTVS atua: Agroindústria, Construção e Projetos, Distribuição e Logística, Educacional, *Financial Services*, Jurídico, Manufatura, Saúde, Serviços, Varejo e *Small Business*.

Segundo Sabino (2011), o modelo de avaliação e aquisição de empresas da TOTVS foi aprimorado ao longo tempo e com isto, enquanto na Logocenter a integração demorou dois anos, a RM Sistemas levou um ano e a Datasul, 73 dias.

#### 4.3.3 *Análise de Indicadores de Performance*

Apesar de não existir consenso entre os estudiosos sobre os ganhos com sinergia e *performance* nos cenários pós F&A (NGUYEN; YUNG; SUNG, 2012), nesta pesquisa, buscou-se analisar o retorno aos acionistas (RIBEIRO ROMANO; DE SOUZA E ALMEIDA, 2015), indicadores de lucratividade, endividamento, carteira de clientes e *market share* (ZOLLO; MEIER, 2008). Referente aos indicadores de *performance* buscaram-se os dados históricos da TOTVS S.A. de 2005 a 2011, com periodicidade anual. Tais dados foram obtidos no *site* da própria empresa. Assim, foi possível obter os valores finais do balanço patrimonial e das demonstrações de resultados, bem como, seus dados mercadológicos.

O resultado dos indicadores da TOTVS evidencia a evolução dos aspectos relacionados à gestão, visão e dos objetivos dos seus administradores, pois dos quinze indicadores analisados, dez melhoraram. A seguir, serão apresentadas análises referentes aos indicadores que não melhoraram a *performance* em relação a 2005, nos triênios de 2006-2008 e 2009-2011.

A piora dos dois indicadores de retorno sobre o ativo e sobre o PL no triênio 2006-2008 e 2009-2011 em relação a 2005 decorre de dois aspectos: (i) Apesar do resultado final de 2008 e 2011, último ano de cada triênio, ser percentualmente inferior a 2005, nota-se a tendência consistente de melhora dos indicadores ao longo do tempo, estando o retorno sobre o PL em um patamar próximo ao resultado de 2005; (ii) Se o valor dos indicadores forem comparados os índices macroeconômicos apresentado no Quadro 3, verifica-se que o resultado daqueles é notadamente superior ao crescimento da economia do país, à taxa de juros e inflação, por isto, em termos relativos geraram retornos superiores ao de mercado.

Em relação à liquidez corrente e liquidez geral, apesar de terem reduzido nos dois triênios se comparados com 2005, ainda apresentam excelentes resultados, pois em uma situação de equilíbrio, deveriam ser 1,00. O primeiro indicador representa quantos reais de ativo circulante existe na empresa para cobrir os valores existentes no passivo circulante. Os valores referentes a este item em 2005, 2006-2008 e 2009-2011 eram respectivamente R\$ 2,04, R\$ 2,06 e R\$ 1,97, ou seja, houve uma leve queda. Já a liquidez geral representa quantos reais de ativo circulante e não circulante existem na empresa para bancar as obrigações no passivo circulante e não circulante. Nota-se que a empresa possuía R\$ 1,89, R\$ 0,69 e R\$ 1,26 de ativo para cada R\$ 1,00 de passivo em 2005, 2006-2008 e 2009-2011, respectivamente. A queda no triênio de 2006-2008 para 1/3 (um terço) da liquidez de 2005 decorre do endividamento da TOTVS para fazer jus ao investimento necessário na aquisição da Datasul. Um fato que merece menção refere-se à elevada liquidez da empresa em 2005. Este aparente excesso de liquidez foi necessário para habilitar a TOTVS com os recursos financeiros que iriam ser despendidos nos períodos subsequentes com a aquisição de empresas.

Conforme mencionado no parágrafo anterior, o grau de endividamento da empresa mudou de forma significativa entre os períodos analisados. Este indicador refere-se à representatividade do capital de terceiros no financiamento das operações da empresa em relação ao capital próprio dos acionistas. Seus valores montavam 61%, 127% e 78% em 2005, 2006-2008 e 2009-2011 respectivamente e seus resultados, neste contexto de análise, da mesma forma que os indicadores de liquidez, sofreram o impacto do financiamento da operação de aquisição da Datasul.

Ainda que tenham melhorado, alguns indicadores merecem menção:

a) Ebit, Ebitda, Lucro Líquido e suas margens – Todos estes indicadores evoluíram de forma expressiva entre os períodos analisados, exceto pela margem Ebit no triênio 2006-2008, que saiu de um patamar de 10% em 2005 e passou para a média anual do período de 8,3%. Isto ocorreu por que em 2006 a TOTVS fez seu IPO e para tanto gastou R\$ 25 MM com custos extraordinários inerentes a este processo. Importante notar que o Lucro líquido médio do triênio de 2006-2008 e 2009-2001 representam respectivamente 2,6 e 9,3 vezes o lucro líquido de 2005. Este resultado demonstra de forma muito clara o alcance do objetivo estratégico de consolidação para fomentar a base financeira da empresa para a fase seguinte de ser a referencial global no segmento.

b) Liquidez corrente e geral – O nível de liquidez que a TOTVS possui, pode ser um indicativo de novas aquisições, visto que, para estes casos, se não buscar captações com terceiros, provavelmente bancará com recursos próprios.

c) Endividamento – Os três itens que representam o endividamento indicam que apesar da TOTVS ter se financiado com capital de terceiros na aquisição da Datasul, sua operação é financiada de forma intensa com capital próprio e isto pode ser constatado por meio do indicador “participação de capital de terceiros”. Isto também indica a tendência conservadora da empresa em relação a sua gestão de caixa e dívida.

Segundo Lemes Jr., Rigo e Cherobim (2010), existem cinco fontes de sinergia em F&A: Economias de escala operacional, economias financeiras, ganhos com eficiência gerencial, ganho de poder de mercado e economias fiscais. Sobre os ganhos com eficiência gerencial e economias fiscais, os documentos analisados não tinham informações suficientemente esclarecedoras para que fosse possível uma conclusão sobre estes aspectos. Já em relação aos demais itens, pode-se constatar que: (a) Se a margem Ebit, Ebitda e LL aumentaram na comparação das fases analisadas, conforme demonstrado, houve economia de escala em custos e, fortemente, em despesas; (b) Os indicadores de liquidez e endividamento não tiveram uma melhora expressiva, no entanto, já tinham *performances* excelentes, por isto, não se pode afirmar que são aspectos preponderantes na análise do sucesso das operações de F&A da TOTVS; e (c) No quesito ganho de poder de mercado, este é um item incontestável, visto o aumento do *market share* da TOTVS no período analisado.

## 5 CONCLUSÃO

Constatou-se que após as inúmeras aquisições efetuadas pela TOTVS, o *market share* da empresa triplicou e fez com que a TOTVS se tornasse a 1ª no Brasil no segmento de ERP, sendo detentora da musculatura financeira e técnica que o mercado exigia para ter competitividade neste segmento de negócios, e ainda, que o sucesso da empresa analisada pautou-se principalmente no desenvolvimento de um modelo de negócios no qual fusões e aquisições tornou-se uma atividade estratégica inserida de forma sistêmica em seu ambiente organizacional, tornando a decisão por adquirir novos negócios mais padronizada, bem como, habilitando o processo pós fusão em rapidez e eficiência.

Por fim, pôde-se concluir que por se tratar de uma estratégia complexa, os resultados da TOTVS precisam ser analisados sob diversos pontos de vista. Entretanto, aparentemente, a conclusão a que se chegou nesta pesquisa foi de que a TOTVS conseguiu por meio de um processo bem formatado e definido tornar suas aquisições de empresas eficientes, proporcionando sinergias operacionais, financeiras e ganhos mercadológicos e levaram à maximização do seu valor de mercado.

Em termos de contribuição, esta pesquisa associou ao modelo Pettigrew à visão objetiva da análise de indicadores de resultado, contribuindo no desenvolvimento teórico-metodológico do tema em análise. Além disto, também foi possível evoluir no gap contextual/empírico em relação aos processos de F&A da TOTVS.

O estudo apresenta algumas limitações que poderão ser superadas por meio de outras pesquisas com a ampliação das análises dos fatores que impactam sobre os indicadores de *performance* neste segmento. Desta forma, sugere-se a complementação do estudo utilizando-se de métodos quantitativos por meio de regressão de análise multivariada objetivando investigar os fatores determinantes da *performance* da empresa.

---

Artigo submetido para avaliação em 04/04/2016 e aceito para publicação em 31/10/2016

---

## REFERÊNCIAS

- ANDERSON, G. W.; RHODES, T.; DAVIS, J. **Aprenda SAP em 24 horas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Alta Books, 2009. 372 p.
- ADU-DARKO, E.; BRUCE-TWUM, E. The Pre and Post Marger Performance of Firms in Ghana: The Experience of Guinness Ghana Breweries Limited. **Journal of Finance and Accounting**, v.2, n.1, p.8-18, 2014.
- BARROS, Betânia T. **F&A no Brasil – Entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. São Paulo: Atlas, 2003.
- Bena, J., & Li, K. Corporate innovations and mergers and acquisitions. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 5, p. 1923-1960, 2014.
- BOLETIM Assespro em destaque – Ed. 54 – 2012/01 – **F&A movimentam o Setor de TI no Brasil** . São Paulo, 2012.
- BOTTAZZINI, M. L.; CALADO, R. D.. Concentração do mercado ERP no Brasil. **Revista de Informática Aplicada**, São Caetano do Sul, v. 7, n. 2, jul./dez. 2011, p. 15-23.
- BRUHN, P. R. L. Alinhamento estratégico de TI: importância, modelos e relações. In: CONGRESSO ANUAL DE TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO - CATI, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo-SP, 2004.
- CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. Da Fusão Antártica/Brahma à Fusão com a Interbrew: Uma Análise da Trajetória Econômico-financeira e Estratégica da Ambev. **Revista de Gestão Usp**, São Paulo, v. 12, n. 3, p.47-63, set. 2005.
- CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. F&A de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte, v. 21, n.1, p. 69-99, 2010.
- DAL-SOTO, Fabio et al. Análise da estratégia de investimento direto no exterior da TOTVS. **RACE- Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba, Unoesc, v. 13, n. 3, p. 1031-1060, set./dez. 2014. Disponível em: <<http://www.editora.unoesc.edu.br/index.php/race>>. Acesso em: 03 dez. 2014
- DUNNING, J. The eclectic paradigm of international productions: a restatement and some possible extensions. **Journal of International Business Studies**, Birmingham, AL, v. 19, n. 1, p. 1-31, 1988.
- FUSCO, C. Com a TOTVS, os inimigos viraram sócios. **Exame.com**, São Paulo, p.1-3, 10 maio 2010. Disponível em: <[www.exame.abril.com.br/noticia](http://www.exame.abril.com.br/noticia)>. Acesso em: 31 maio 2013.
- GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados Financeiros e Estratégias Corporativas**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARDING, D.; ROVIT, S. **Garantindo o sucesso em F&A: quatro decisões-chave para a sua próxima negociação**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

HENDRICKSON, James. Mergers and acquisitions as a vehicle to create value in uncertain times. **The electricity journal**. v.16, I.6, p. 66-75, July 2003.

ISMAIL, T. H.; ABDU, A. A.; ANNIS, R. M. Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions. **The Review of Financial and Accounting Studies**, p. 89-104, 2011.

JOHANSON, J.; VAHLNE, J. E. The internationalization process of the firm - a model of knowledge development and increasing foreign market commitment. **Journal of International Business Studies**, United Kingdom, Spring/Summer, v.8, n.1, p. 23-32, 1977.

KLOECKNER, Gilberto de Oliveira, F&A: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**. São Paulo: FEA/USP, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan/mar 1994.

KPMG, CORPORATE FINANCE. **Pesquisa de F&A. 2002-2012** (por trimestre). Disponível em <[http://www.kpmg.com.br/publicacoes\\_fas.asp?ft=5&fx=16](http://www.kpmg.com.br/publicacoes_fas.asp?ft=5&fx=16)>. Acesso em 31 maio 2013.

LE, S. A.; PARK, J. C.; KROLL, M. Differential Effects of pre- and post-acquisition R&D Expenditures on post-acquisition Performance. **Journal of Business Research**, v.67, n. 2, p.92-99, 2014.

LEAL, R., ALMEIDA, V., & BORTOLON, P. A produção científica brasileira em finanças no período 2000-2010. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 1, p. 46-55, 2013.

LEMES JR., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. São Paulo: Harbra, 2010.

MACHADO, L. H. M.; JESUS, M. A. S.; RODRIGUES, L. C. A Descontinuidade Tecnológica numa Perspectiva Estratégica: O caso da TOTVS. In: ENCONTRO ANUAL DE PROGRAMAS DE POSGRADUAÇÃO- ANPAD, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...**, Rio de Janeiro: 2012 .

MEIRELLES, F.S. et al (Org.). Pesquisa Anual do Uso de TI. 2011. Disponível em: <<http://eaesp.fgvsp.br/ensinoeconhecimento/centros/cia/pesquisa>>. Acesso em: 24 jan. 2016

MORAES, S. T. A. **A Internacionalização da Totvs**. In: ENCONTRO ANUAL DE PROGRAMAS DE POSGRADUAÇÃO - ANPAD, 36., Rio de Janeiro, 2012. **Anais...** Rio de Janeiro, 2012.

NGUYEN H. T.; YUNG K.; SUN Q. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 39, n. 9-10, p. 1357-1375, Nov/Dec, 2012. Disponível em <<https://www.deepdyve.com/lp/wiley/motives-for-mergers-and-acquisitions-ex-post-market-evidence-from-the-AGjcEmIm0h>>. Acessado em: 9 set. 2014.

NUNES, E. P.; VIEIRA, O. V. F&A de empresas no Brasil: administrando o choque entre culturas organizacionais distintas. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA – SEGeT, 5., Rio de Janeiro, 2008. **Anais...** Resende (RJ), 2008.

ORSI, A. Gestão do conhecimento em F&A: fatores críticos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v.8, n. 22, p. 46-56, set./dez. 2006.

OVIATT, B.M.; MCDUGALL, P.P. International entrepreneurship: the intersection of two research paths. **Academy of Management Journal**, Birmingham, v. 43, n. 5, p. 902-906, 2000.

PETTIGREW, A.M. A Cultura das Organizações é Administrável? In: FLEURY, Maria T.L.; FISCHER, Rosa M. (Coord.). **Poder e Cultura nas Organizações**. São Paulo: Atlas, 1989.

PORTAL DE FINANÇAS, **Inflação calculada por**: FGV, FIPE, IBGE, DIEESE, SINDUSCON, 2013. Disponível em: <<http://www.portaldefinancas.com/>>. Acesso em: 05 maio 2013.

PORTER, M. E. **Vantagem Competitiva**. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

RIBEIRO ROMANO, P; DE SOUZA E. ALMEIDA, V. Análise dos Efeitos em Mercado de Capitais Decorrentes de Fusões: O Caso BRF S.A. (Portuguese). : Analysis of Effects in Capital Markets Resulting from Mergers: The BRF Case. (English). **RAC - Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. 5, p. 606-625, sep.. 2015.

SABINO, A. TOTVS - Nosso sinônimo de TI. **HSM Management**, São Paulo, Edição Especial , p. 46-50, mar. 2011.

SAYÃO, Anna Carolina Maia. **Mudanças pós-aquisição na cultura de uma empresa**. 2005. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração) - Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais Belo Horizonte, 2005.

SCHERER, F. M; ROSS, D. **Industrial market structure and economic performance**. 3rd ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990. 713 p.

SINGLA, R.; SAINI, A.; SHARMA, R. Cross-border Mergers and Acquisitions: A Performance Evaluation of Indian Acquiring Companies. **Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation**, v.8, n.2, p.127-132, 2012.

TOTVS S.A. **Demonstrações Financeiras 2005 a 2012, Relatórios Gerenciais e Apresentações**. Disponível em: <<http://ri.totvs.com/>>. Acesso em: 31 maio 2013a.

TOTVS S.A. **Prospecto Definitivo de Distribuição Pública Primária e Secundária de Ações Ordinárias de Emissão da TOTVS**, 2006. Disponível em: <<http://www.totvs.com.br>>. Acessado em: 05 2013b.

TOTVS S.A. **Apresentação de Unificação das Companhias TOTVS e DATASUL**. Disponível em: <<http://www.totvs.com.br>>. Acessado em: 05 2013c.

TOTVS S.A **Apresentação F&A** – maio 10. Disponível em: <<http://www.totvs.com.br>>. Acessado em: 05 2013d

VAZIRANI, N. Mergers and Acquisitions Performance Evaluation- A Literature Review. **SIES Journal of Management**, v. 8, I. 2, p. 37-42, Sep 2012; Disponível em: < [www.ebscohost.com/academic/business-source-elite](http://www.ebscohost.com/academic/business-source-elite)> Acessado em: 22 ago. 2013.

YIN, R. K. **Case Study Research – Design and Methods**. California: Sage Publications, 1989.

ZOLLO M.; MEIER, D. What Is M&A Performance?. **Academy Of Management Perspectives, serie online**. Agosto 2008. Disponível em: < [www.ebscohost.com/academic/business-source-elite](http://www.ebscohost.com/academic/business-source-elite)> Acessado em: 22 ago. 2013.