

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

Instituto de Economia

Monografia de Bacharelado

ESTRATÉGIA DE FUSÃO E AQUISIÇÃO PARA O CRESCIMENTO DA FIRMA:

Estudo de caso da TOTVS S.A.

João Vítor Mascarenhas Resende Teixeira

Matrícula nº: 114019965

ORIENTADOR: Prof. Dr. Luiz Martins de Melo

SETEMBRO 2019

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

Instituto de Economia

Monografia de Bacharelado

ESTRATÉGIA DE FUSÃO E AQUISIÇÃO PARA O CRESCIMENTO DA FIRMA:

Estudo de caso da TOTVS S.A.

João Vítor Mascarenhas Resende Teixeira

Matrícula nº: 114019965

ORIENTADOR: Prof. Dr. Luiz Martins de Melo

SETEMBRO 2019

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus familiares por toda persistência, apoio incondicional e exemplos que me deram desde sempre. Pai, é um prazer dizer que você pode se aposentar com tranquilidade agora. Obrigado Rosana, Júlio César e Mario Ledes, por tudo, sempre.

Agradeço à minha namorada, Eduarda, por todo o apoio que me deu, desde sempre, e por entender o desafio que foi fazer este projeto. Não teria sido o mesmo sem você do meu lado.

Não poderia deixar de registrar meus agradecimentos aos meus avós, seu Ledes e dona Ceci, seu Mário (*in memoriam*) e dona Clementina. Vocês são incríveis e obrigado por todo o amor, e por construírem a base de tudo o que sou hoje.

Agradeço ao Instituto, por tanto conhecimento guardado e a todos os excelentes professores da casa que contribuíram para minha formação como economista. Ao professor Luiz Martins, meu muito obrigado pela paciência e por topar me ajudar neste desafio.

Por fim, e não menos importante, agradeço aos meus amigos do Instituto de Economia, da Ayra Consultoria e da UFRJ que acompanharam a (nem um pouco fácil) jornada pela faculdade de economia. Todas as dificuldades seriam maiores sem vocês: Alberto Corcias, Alexandra Azevedo, Beatriz Soares, Matheus Tuche, Tiago Augusto. Obrigado por tudo e por contribuírem cada um à sua maneira, na minha formação.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar como a estratégia de fusão e aquisição é adotada para expansão da firma e como a adoção da mesma permitiu à TOTVS S.A., dedicada ao segmento de sistemas de gestão empresarial (*enterprise resource planning* – ERPs) desde sua fundação, conquistar a liderança do mercado. Este trabalho efetua um estudo de caso desta empresa com base em revisão da literatura e revisão de relatórios financeiros divulgados pela própria empresa e indicadores de desempenho. A TOTVS, segundo estudo realizado pelo IPEA (2014), apresenta uma combinação de dois fatores que contrabalançam suas desvantagens em relação aos seus concorrentes internacionais: o apoio governamental (Banco Nacional de Desenvolvimento – BNDES) e o “alcance da liderança do mercado por meio do desenvolvimento de produtos customizados e soluções para segmentos de mercado específicos – que não haviam sido devidamente atendidos pelos respectivos líderes mundiais, ao combinar competências tecnológicas e mercadológicas”. Desde o início do século XXI, a empresa tem empreendido esforços para expandir seu alcance, tanto nacionalmente como internacionalmente, principalmente via fusões e aquisições. Sendo assim, o objetivo específico é pontuar os fatores que levam as empresas adotar esta estratégia para crescimento e expansão de suas operações e como a empresa tem atuado neste sentido, e se efetivamente tem sido uma estratégia bem adotada no sentido de ter tido bons resultados de performance, e quais fatores e eventos foram determinantes para tais desempenhos.

Palavras-chave: Fusão e Aquisição, Software, ERP, Recursos, Estratégia Competitiva, Performance, TI.

ABSTRACT

The present work aims to analyze how the merger and acquisition strategy is adopted to expand the firm and how its adoption has allowed TOTVS SA, dedicated to the enterprise resource planning (ERPs) segment since its foundation, to conquer the market leadership. This paper makes a case study of this company based on literature review and review of financial reports released by the company itself and performance indicators. TOTVS, according to a study by IPEA (2014), presents a combination of two factors that offset its disadvantages in relation to its international competitors: government support (*Brazilian National Development Bank – BNDES*) and the “reach of market leadership through the development of customized products and solutions for specific market segments - that had not been properly addressed by their respective world leaders by combining technology and marketing expertise.” Since the beginning of the 21st century, the company has been making efforts to expand its reach, both nationally and internationally, mainly through mergers and acquisitions. Thus, the specific objective is to point out the factors that lead companies to adopt this strategy for growth and expansion of their operations and how the company has been acting in this direction, and if it has been effectively a well-adopted strategy towards having good results of performance, and which factors and events were determinant for such performances.

Keywords: Merger and Acquisition, Software, ERP, Resources, Competitive Strategy, Performance, IT

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Market Share ERP	21
Figura 2 - Market Share ERP Brasil	21
Figura 3 - Trajetória TOTVS.....	50
Figura 4 - Curva de Aprendizado em transações de M&A	56
Figura 5 - Desempenho Fase 1	57
Figura 6 - Variação tamanho TOTVS (Fase 2)	59
Figura 7 - Receita x setor 4T14	61
Figura 8 - Desempenho Fase 2	69
Figura 9 - Desempenho Fase 3	72

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Tipos e Motivos de Ocorrência de F&A	38
Tabela 2 - Histórico de Aquisições TOTVS.....	52
Tabela 3 – Principais Indicadores de Desempenho	53
Tabela 7 - Desempenho 4T18.....	64

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. HISTÓRICO	12
2.1. OS SOFTWARES DE GESTÃO INTEGRADA.....	12
2.2. O SETOR DE TI E O MERCADO DE ERP	13
2.3. O SETOR DE TI NO BRASIL	20
2.4. HISTORICO DA TOTVS S.A.....	22
3. TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA E ESTRATÉGIA DE F&A	26
3.1. A FIRMA BASEADA EM RECURSOS.....	26
3.2. ESTRUTURA DE MERCADO DE OLIGOPÓLIO.....	28
3.3. EXPANSÃO VIA DIVERSIFICAÇÃO	31
3.4. FUSÃO E AQUISIÇÃO E A OBTENÇÃO DE VANTAGENS COMPETITIVAS POR MEIO DE RECURSOS	37
4. ESTUDO DE CASO – TOTVS S.A.	46
4.1. METODOLOGIA	46
4.2. JUSTIFICATIVAS.....	47
4.3. ANÁLISE DO PROCESSO DE CRESCIMENTO E DOS INDICADORES DE PERFORMANCE DA TOTVS S.A.....	54
4.3.1. FASE 1 (2005 – 2008)	54
4.3.2. FASE 2 (2009 – 2015)	57
4.3.3. FASE 3 (2015 – 2019)	62
4.3.4. ANÁLISE DO DESEMPENHO DA TOTVS.....	66
5. CONCLUSÃO	74
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	76

1. INTRODUÇÃO

Desde os anos 1990, os sistemas conhecidos como ERP (*Enterprise Resource Planning*) se tornaram muito populares entre as firmas, um fenômeno que ocorreu devido as pressões competitivas sofridas pelas empresas e que as obrigavam a buscar alternativas para a redução de custos e diferenciação de produtos e serviços (Souza; Zwicker, 2000 *apud* Bottazzini; Calado, 2011). As empresas que adotam estes sistemas buscam integrar vários departamentos de uma empresa, visando a automação e armazenamento de todas as informações de negócios, o que facilita as tomadas de decisão. A integração permite a análise e observação de todo o funcionamento da empresa, desde a venda, fabricação, controle de estoque e contabilidade até finanças e recursos humanos, evitando erros na comunicação de um sistema para outro e também reduzindo custos (BOTTAZINI; CALADO, 2011).

No Brasil, o mercado de software, segundo Bottazzini e Calado (2011) com base em dados do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, está entre os maiores do mundo, marcado pelo domínio da TOTVS S.A. Segundo dados fornecidos pela própria empresa com base no estudo “*Enterprise Application Software Worldwide*”, seu *market share* no Brasil era de 50,5% em 2017.

Com base no presente estudo, nota-se que a razão do elevado grau de concentração deste mercado foi a adoção de estratégia de fusões e aquisições realizadas pela TOTVS S.A., que antes se chamava Microsiga. Ao longo de sua história, inúmeras transações de F&A foram feitas, e seu *market share* entrou em uma trajetória crescente, até a atual configuração.

Sendo assim, o presente estudo está dividido em 5 capítulos, incluindo esta introdução. O segundo capítulo faz uma análise da história recente do setor de software ERP, a partir da 2ª Guerra Mundial e a criação do software MRP (*Materials Requirement Planning*), antecessor do ERP, até a criação da SAP por ex-funcionários da IBM, mostrando os desafios ao seu desenvolvimento e os fatores que foram decisivos em seu processo de consolidação e concentração industrial, e como o software impacta o mundo dos negócios. No Brasil, apresenta-se o período a partir de 1980, tendo como marco a criação da Microsiga. Tem-se como objetivo expor as principais aquisições realizadas pela Microsiga, que após a aquisição da Logocenter em 2005 passou se chamar TOTVS S.A., os principais aspectos de cada uma delas e como a empresa desenvolveu um método eficiente de desenvolver essas operações, que permitiu adquirir vantagens competitivas em relação aos concorrentes, até a atual configuração de mercado.

No terceiro capítulo, estuda-se a estrutura de oligopólios segundo a teoria econômica e as estratégias de crescimento da firma, focando na estratégia de diversificação concêntrica, em que a F&A se destaca como um dos mais relevantes métodos de crescimento da firma (PENROSE, 1959). Procura-se neste capítulo discutir os motivos que levam as firmas a adotar esta estratégia e quais fatores devem ser levados em consideração.

O quarto capítulo tem como objetivo realizar um estudo de caso no setor de TI com enfoque na TOTVS S.A. e realizar uma análise histórica desde 2005 com base nos principais acontecimentos, no modelo de negócios adotado e nos indicadores de desempenho. No final deste capítulo, foi feita uma análise final deste processo e o impacto financeiro e na performance da empresa.

Por fim, têm-se a conclusão do estudo e as projeções estratégicas que podem ser tomadas pela TOTVS nos próximos anos e seus desafios.

2. HISTÓRICO

2.1. OS SOFTWARES DE GESTÃO INTEGRADA¹

Os sistemas integrados de gestão de recursos, conhecidos como ERPs (Enterprise Resource Planning) são, segundo a TOTVS (2019), é uma tecnologia que auxilia o gestor da empresa a melhorar os processos internos e integrar as atividades de diferentes setores como finanças, estoque e recursos humanos. A partir da centralização das informações em uma plataforma única, o fluxo de dados corporativos se torna mais fluido e é compartilhado com facilidade. Ao mesmo tempo, essas soluções eliminam a duplicidade de informações. Com isso, a solução se mantém como uma base única e íntegra. O resultado é o acesso a insights valiosos, que contribuem para uma tomada de decisão acertada.

Ou seja, ERPs automatizam estas atividades com aplicação de software integrado, facilitando o fluxo de informações entre todas as funções de negócios nos limites da organização e gerenciam as conexões com agentes externos interessados, incluindo-se, por exemplo, os fornecedores e a gestão da cadeia de suprimentos (IPEA, 2014). Segundo este mesmo estudo, os softwares ERP se diferenciam pelo preço, pela facilidade de uso, pela confiabilidade do sistema e a adequação à legislação vigente, a compatibilidade com outros sistemas de ERPs e “bom diálogo” com a internet e recursos de computação em nuvem.

Atualmente, conforme veremos mais a frente, os modelos de negócios em ERPs são baseados, em grande parte e mais especificamente, pela TOTVS, em modelos de subscrição de software como serviço (SaaS), ou seja, os clientes já não realizam uma compra definitiva de uma licença, e sempre demandam *updates*, e os clientes em geral sempre estão com aplicativos atualizados tecnológica e legalmente e, do ponto de vista do provedor, há uma estabilidade de receita.

Segundo o estudo realizado pelo Ipea (2014), o mercado de ERPs é segmentado de acordo com o tamanho das empresas clientes, onde estes exigem soluções específicas de ERPs, sendo necessária a integração com sistemas dos fornecedores; e de acordo com as peculiaridades setoriais

¹ IPEA (2014)

das empresas clientes. Quando se trata de clientes menores, a preocupação maior é o *trade-off* entre preço e o “pacote”.

Entende-se, portanto, que as soluções serão desenvolvidas de forma bastante distinta também de acordo com os segmentos. Ainda envolvendo a variável tamanho da firma, a personalização será importante, ao passo que entender as características e peculiaridades é fundamental também, sendo esta capacidade de concretizar isso um recurso que irá conferir à empresa vantagem competitiva.

O estudo do Ipea (2014) comenta, ainda, que a competitividade de preço pode ser conseguida com a escala, isto é, se a empresa que desenvolve softwares ERP criar soluções que encaixem no contexto de muitas empresas, o preço final poderá ser menor. Conforme mencionado mais acima, no caso de empresas pequenas e médias (PME), uma solução ERP completa não é o objetivo principal, assim que apenas módulos são suficientes, destacando o benefício da funcionalidade dos softwares de ter boa comunicação com a internet e computação em nuvem, sendo possível oferecer à essas empresas soluções de forma mais flexível e barata.

Por fim, o estudo do Ipea (2014) destaca que o setor das empresas clientes é também uma segmentação importante, devido às peculiaridades setoriais ao passo que entender as características pode fazer com a que empresa se torne líder ou, ao menos, referencia no mercado de ERP (top-of-mind), possibilitando escala e redução de custos. Define-se, ainda, que “soluções de ERPs que se adequem às necessidades específicas de cada setor são denominadas de verticais. O desenvolvimento de verticais é o meio do caminho entre personalização e desenvolvimento de software em larga escala, e requer algum conhecimento específico de segmentos distintos, que vão desde clínicas odontológicas até grandes escritórios de advocacia, por exemplo” (IPEA, 2014, p.15)

2.2. O SETOR DE TI E O MERCADO DE ERP

A importância de se conhecer a história do setor de TI e o desenvolvimento do setor até a atual configuração de mercado, se deve a que é caracterizado como um setor em constante mudança, onde os *players* que hoje dominam o mercado, não são os mesmos que dominavam o setor há 40 anos atrás, percebendo o impacto que os movimentos de fusão e aquisição tiveram sobre o mercado, desde o final do século XX.

Dessa forma, a história pode ser dividida em 3 partes: a primeira parte sendo o período da 2ª Guerra Mundial até 1972, quando foi criada a SAP, apresentando o conceito de sistemas integrados de gestão, suas funcionalidades e como surgiu o ERP. A segunda parte abrange o período partir de 1972 até o final do século XX, visando estudar o processo de crescimento da líder global de ERP, a SAP; a criação da Microsiga, que atualmente se chama TOTVS S.A., e como foram criadas as bases para o movimento intenso de fusões e aquisições. Posteriormente, busca-se apresentar a consolidação da TOTVS e o papel das operações de F&A realizadas pelas TOTVS neste processo.

Para os fins propostos deste trabalho, a análise histórica será focada na última fase, uma vez que este é o período que merece destaque quando se observa o desenvolvimento de inovações técnicas e os primeiros movimentos de F&A.

Na primeira fase do software ERP, temos inicialmente o período pós-2ª Guerra Mundial.

Logo após a guerra, as fábricas modernas estavam tendo um maior volume de demanda, fruto da retomada da acumulação pós-crise de 1929, um período que ficou conhecido como Era de Ouro do Capitalismo, uma consequência direta do *New Deal*, que inaugurou uma nova macroestrutura socioeconômica capitalista marcada pela presença estatal e controle social assentado no *Welfare State* (BALANCO; PINTO, 2007, p.35). Apesar de muitos de seus clientes chegarem a receber seus pedidos até 1 ano depois, a preocupação das firmas era somente com a produção e com produzir sempre mais. Era, pois, um período de bonança, e havia a necessidade de controle de estoque. Neste contexto, destaca-se que foi implementado também o Plano Marshall² e as economias ocidentais estavam se recuperando gradualmente.

Os anos 1960, então, foram marcados pela busca de eficiência, surgindo então o software conhecido como *Materials Requirements Planning* (MRP) ou Planejamento de Requisitos de

² Para mais detalhes, ler Simon (2011). Segundo a autora, “consistia em uma política de estabilização dos países da parte Ocidental da Europa. Dentre os objetivos estava: a expansão do comércio internacional, a garantia da estabilidade financeira interna, o desenvolvimento da cooperação econômica europeia, a ampliação da margem de manobra dos Estados Unidos, que se via reduzida dentro das instituições de Bretton Woods. Este plano garantiu ao governo norte-americano acesso aos mercados europeus. O Plano Marshall, de forma mais específica, previa a concessão de empréstimos a juros baixos aos governos europeus, para que adquirissem mercadorias dos Estados Unidos. Os países que aceitavam o Plano deveriam, em contrapartida, abrir suas economias aos investimentos estadunidenses. Assim, além de permitir a manutenção do nível de produção conseguido com a guerra, serviria como estímulo aos negócios privados e ao crescimento econômico dos EUA. Nesse tocante, as grandes empresas exportadoras norte-americanas deram suporte à massiva ajuda fornecida aos europeus, com vistas a estimular reformas financeiras e investimentos econômicos internacionais (MACGLADE, 2001, p. 186 *apud* Simon, 2002, p.34-35).

Materiais. O software foi desenvolvido em conjunto pela JI Case, fabricante de tratores e outras máquinas de construção, em parceria com a IBM. Na época, esse software de aplicativo MRP inicial era o método de última geração para planejamento e programação de materiais para produtos manufaturados complexos (JACOBS; WESTON JR, 2007). O objetivo era ter uma ferramenta que gerenciasse o processo como um todo, ou seja, considerando a capacidade produtiva, as ordens de produção e um rigoroso controle de inventário, o sistema consegue planejar a produção de maneira muito mais eficiente. Ao manter baixos os níveis de estoque, por sua vez, fizeram com que reduzisse a quantidade de dinheiro atrelada ao estoque, tendo em vista que o principal impulso competitivo da época era o custo.

A partir dos anos 1970, uma mudança no cenário mundial, marcado pela Guerra Fria (desde o fim da 2ª Guerra Mundial), a batalha entre o capitalismo e o socialismo, o consumo de massa e produção padronizada das indústrias, e a promoção do que ficou conhecido como “*American Way of Life*”. Neste período, em busca de uma maior eficiência, não bastava apenas planejar a produção, criando a necessidade de os sistemas anteciparem e prever a produção em si, envolvendo o processo de compras que precisa adquirir os insumos necessários e, para pagar as compras, era preciso que o processo de pagamentos também fosse integrado. Os processos passaram a ser cada vez mais “amarrados” ao todo. A integração era inevitável para se manter competitivo. Além disso, ao final da década de 1970 o principal impulso competitivo foi mudando para o marketing, o que resultou na adoção de estratégias de mercado-alvo com ênfase em maior integração e planejamento de produção, requisitos nos quais os sistemas MRP se encaixavam muito bem por causa da integração entre previsão, programação, aquisição e controle de chão de fábrica. Porém, somente grandes empresas podiam arcar com os custos que a estrutura do *mainframe* gerava – as soluções iniciais de MRP eram grandes, desajeitadas e caras, exigindo que houvesse uma grande equipe técnica para apoiar os computadores mainframe (JACOBS, WESTON JR, 2007).

O ano de 1972 foi um marco na história do setor de TI. Primeiramente, pela criação do que ficou conhecido como MRP II ou *Manufacturing Resource Planning* (Planejamento de Recursos de Manufatura), com a introdução de um software da IBM que tinha objetivos parecidos (COPICS – informação de produção orientada para comunicações e sistema de controle). Temos também, o nascimento da SAP na Alemanha, fundada por cinco ex-funcionários da IBM. Seu principal objetivo era produzir e comercializar software padrão para soluções empresariais integradas, que

funcionasse em tempo real (JACOBS, WESTON JR, 2007). Em uma era de fitas e cartões perfurados, o trabalho em tempo real era algo que não tinha sido feito antes. O software de gerenciamento financeiro também estava sendo desenvolvido neste momento, embora isoladamente de outros sistemas. Ao longo da década de 1970, temos também o surgimento das empresas JD Edwards (1977), Oracle (1979) e Baan Corporation (1978).

Neste período, a IBM era considerada *top of mind* e teve muitos avanços tecnológicos. Os desenvolvimentos em hardware e software fizeram os primeiros sistemas MRP parecerem obsoletos e até grosseiros. Com as constantes melhorias, o hardware sendo vendido a preços mais acessíveis e os softwares se desenvolvendo num ritmo crescente, foi possível adicionar funções que poderiam acessar a um banco de dados centralizado, permitindo a expansão do sistema para suportar um número crescente de funções e oferecendo a vantagem da integração. É importante ter em mente que a tendência de uso de computadores pessoais e hardware a um custo mais barato foi percebida pelos sócios que fundaram a TOTVS e fez que fizessem um movimento que seria definitivo no seu desenvolvimento e estabelecimento no mercado.

Com recursos mais novos, foi estabelecido na história o termo MRP II, mas ainda prevalecendo a lógica da MRP original, agora reescrito em códigos mais modernos. Aqui, a inovação foi uma inovação: os sistemas *stand-alone*³ que muitas empresas menores usavam na época foram substituídos pelos sistemas MRP II.

Até aqui, os principais players eram: SAP, IBM, JD Edwards, Baan, PeopleSoft e Oracle. Todos estes tiveram impacto no desenvolvimento do futuro software ERP.

Antes de naturalmente evoluir ao ERP, se teve como intermediário o software CIM (*Computer Integrated Manufacturing*), lançado pela IBM, que visava integrar informações de forma consistente e eficaz em toda a empresa, em três níveis de apoio: o superior (marketing, engenharia e pesquisa, planejamento de produção, distribuição física, administração de negócios); camada de apoio (apoio administrativo, desenvolvimento de aplicativos e decisão) e, camada inferior (camada central de aplicações, incluindo banco de dados, comunicações, etc.).

³ São programas completamente autossuficientes e, para seu funcionamento, não necessitam de um software auxiliar, como um interpretador, sob o qual terão de ser executados.

Apesar de nos anos 1980 a IBM ter tido maior protagonismo, nos anos 1990 o cenário se inverteu. O software MAPICS (*Manufacturing Accounting and Production Information Control System*) desenvolvido naquele período não atendeu as expectativas e não provia interfaces automáticas entre as atividades operacionais e as transações contábeis correspondentes (JACOBS, WESTON JR, 2007). Além do mais, a tendência da globalização fez com que os demais concorrentes expandissem seus mercados, seja via canais de vendas indiretas ou com a expansão de suas operações, abrindo escritórios em outros países. O caso mais notório foi o da SAP, que desenvolveu, em 1992, o software R/3 que se diferenciava pela arquitetura de hardware cliente-servidor, permitindo que o sistema fosse executado em uma variedade de plataformas de computador e que empresas terceirizadas que desenvolviam softwares também se integrassem ao R/3. A capacidade de distribuir carga do computador para vários pequenos computadores foi particularmente atraente devido ao custo relativamente baixo do hardware empregado. Sendo assim, em 1999 a SAP controlava grande parte do mercado de software ERP (JACOBS, WESTON JR, 2007).

Segundo o estudo de Jacobs e Weston Jr (2007), as estatísticas de 1999 eram as seguintes:

- J.D. Edwards: mais de 4.700 clientes com escritórios em mais de 100 países.
- Oracle: 41.000 clientes em todo o mundo, com 16.000 nos Estados Unidos.
- Software PeopleSoft usado por mais de 50% dos mercados de recursos humanos.
- A SAP já era o maior software entre empresas do mundo empresa e quarta maior empresa independente do mundo fornecedor de software em geral. SAP emprega mais de 20.500 pessoas em mais de 50 países.
- Mais de 2800 dos sistemas empresariais da Baan foi implementado em aproximadamente 4800 locais ao redor do mundo.

Jacobs e Weston Jr (2007) afirmam, ainda, que um dos fatores principais para o crescimento dramático do software ERP a partir dos anos 1990 foi a antecipação do principal problema da virada do século (Bug Y2K⁴). Tanto as 1000 maiores empresas, como as pequenas e médias

⁴ Na época, haviam vários sistemas operacionais e havia necessidade de padronizar e compatibilizar os tipos de hardware e softwares escritos para eles. Antes da virada do milênio, as datas eram representadas DDMMAA, utilizando apenas 6 bytes. Quando o calendário mudasse de 1999 para 2000 o computador iria entender que estava no ano de "19" + "00", ou seja, 1900. Apesar de existirem softwares mais modernos que já utilizavam padrões mais atuais, não teriam problemas em lidar com isso e passariam corretamente para o ano 2000, mas muitas empresas ainda usavam programas antigos. O Bug Y2K é utilizado para se referir à renovação em massa dos recursos de informática (tanto de software

empresas (PME), foram rápidas em adotar as novas ofertas de ERP como forma de endereçar os ajustes necessários no software, que não seria compatível com os desafios da virada do século. Em outras palavras, a passagem bem-sucedida do problema Y2K, juntamente com avanços tecnológicos, insinuou a consolidação da indústria que estava prestes a começar. Foi um evento que sinalizou o amadurecimento da indústria de ERP e a consolidação de grandes e pequenos fornecedores de ERP.

A partir dos anos 2000, houve 2 eventos que provocaram a mudança no comportamento dos principais players: a Bolha da Internet e a transição Y2K (virada do milênio).

O primeiro foi uma crise que se deu devido aos privilégios que empresas de mídia ligadas à internet tinham com o governo norte-americano, fazendo o índice Nasdaq⁵⁶ chegar a mais de 5.000 pontos. Ao longo de 1995 até 2000, as bolsas de valores de países industrializados viram a ascensão rápida do preço das ações das empresas de comércio eletrônico e áreas afins. A combinação do rápido aumento dos preços das ações, confiança de mercado que as empresas depositaram em lucros futuros, especulação em ações individuais e ampla disponibilidade de capital de risco (devido às baixas taxas de juros entre 1998 e 1999), criou um ambiente em que muitos investidores ignorassem as métricas tradicionais em favor da confiança dos avanços tecnológicos. Análises de mercado indicam que um possível motivo da bolha ter estourado foi a decisão do *Federal Reserve* (Fed) de aumentar as taxas de juros em seis vezes assim como o fato de que houve uma venda maciça de dólares para as maiores empresas de alta tecnologia (IBM, Cisco, SAP, Dell, etc). A consequência desses eventos foi o que é conhecido por “efeito manada”, onde ao perceber que houve um aumento do preço das ações sem fundamento, muitos entraram em pânico e houve um enorme volume de vendas, levando a Nasdaq absorver uma desvalorização em

como de hardware) e houve uma louca corrida para corrigir, atualizar e testar os sistemas antes que ocorresse a mudança do milênio. Caso as datas realmente "voltassem" para 1900, clientes de bancos veriam suas aplicações dando juros negativos, credores passariam a ser devedores, e boletos de cobrança para o próximo mês seriam emitidos com cem anos de atraso. A corrida fez com que as empresas de informática percebam grandes lucros.

⁵ A Nasdaq (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) é a segunda maior bolsa de valores do mundo, em valor de mercado, atrás da NYSE (Bolsa de Nova York). São parte desta bolsa empresas pertencentes a Nova Economia (empresas que produzem aparelhos e componentes eletrônicos, e que trabalham com tecnologia de telecomunicação e desenvolvimento de software), que desenvolvem e fabricam produtos de alta tecnologia. O mercado tende a considerar as empresas da Nova Economia como de maior risco, em relação às empresas da Velha Economia, que são listadas na Bolsa de Valores de Nova York. Cabe ressaltar também que não estão listadas só empresas americanas, mas não americanas também.

⁶ O índice NASDAQ reflete o valor de mercado de todas as ações negociadas na NASDAQ e é amplamente usado como indicador de performance das empresas do setor de tecnologia.

torno de 76% no final de 2001. Muitas empresas foram à falência e as que sobreviveram, amargaram com um preço baixo de suas ações.

Conforme mencionado anteriormente, temos também o fator transição para Y2K, onde as empresas investiram muito para ter a estrutura necessária para a virada do século, e então seus gastos declinaram rapidamente, aumentando o preço das ações.

Após a Bolha da Internet e passada a instabilidade a partir de 2002 as empresas de software passaram a buscar maneiras de melhorar suas ofertas de produtos e aumentar suas participações de mercado, tendo em vista que a partir de 2000 muitas empresas sofreram muita pressão para reduzir o incrível ritmo de crescimento que estavam tendo até então.

Em 2002, os principais atores em ordem de tamanho eram: SAP, Oracle, PeopleSoft e JD Edwards. A partir de então, várias opções de expandir o negócio estavam sendo estudadas, incluindo a fusão com empresas concorrentes ou garantias de financiamento adicional para o desenvolvimento de novos produtos.

Neste mesmo ano, houve a fusão da JD Edwards com a PeopleSoft, partindo de que os produtos de software de ambas as empresas eram complementares: os produtos da JD Edwards eram mais fortes na fabricação, contabilidade e finanças, enquanto PeopleSoft era muito forte em produtos de recursos humanos. Sendo assim, a empresa resultante passaria a ter um portfólio mais completo para o conjunto combinado de clientes, e um tamanho maior que a Oracle, sua maior concorrente junto com a SAP. Em 2 junho de 2003 a fusão foi anunciada.

Porém, tendo em vista que a empresa resultante teria um poder de mercado muito grande, na mesma semana, em 6 de junho de 2003 a Oracle anunciou uma oferta hostil de aquisição da PeopleSoft. Apesar de chamar atenção das agências antitruste dos EUA e da Europa, tanto a fusão da JD Edwards com a PeopleSoft como a da empresa resultante com a Oracle, foram consumadas. Esses processos movimentaram a indústria de forma que no mesmo ano, deixasse de ter 4 originais players para 2 grandes players (Oracle e SAP), com recursos de todas as empresas originais que tiveram papel de destaque desde os anos 80.

2.3. O SETOR DE TI NO BRASIL

Segundo o relatório anual da Associação Brasileira de Empresas de Software (ABES, 2018), que analisou o comportamento do setor em 2017, e tendo em vista a melhora dos indicadores econômicos, o ano de 2017 foi marcado pela retomada do crescimento do setor, com um aumento de 4,5% em relação à 2016. Em 2017, representou cerca de 1,9% do PIB, movimentando U\$S 39,5 bilhões e 1,8% do total de investimentos de TI no mundo, um pouco abaixo do resultado apresentado em 2016. Tratando do mercado interno, sem considerar a exportação, o mercado total de TI foi de cerca de 38,5 bilhões de dólares. Deste valor, o mercado de software movimentou 8,1 bilhões e o mercado de serviços, 10,4 bilhões de dólares, sendo que a soma destes dois segmentos representou 48,8% do mercado total de TI, um crescimento de 3,7% em relação ao ano anterior. Dado este contexto, o estudo aponta que o mercado brasileiro é o 9º maior do mundo e o número 1 na América Latina.

No Brasil, foram identificadas 17 mil empresas atuando no setor de software e serviços e, destas, menos de ¼ são empresas dedicadas ao Desenvolvimento e Produção, sendo a maioria envolvida em atividades de distribuição e comercialização. Analisando pelo porte, apenas 0,5% das empresas possuem mais de 500 funcionários, enquanto as microempresas (<10 funcionários) e pequenas empresas (de 10 a 99 funcionários) representam 49,3% e 46,2% deste mercado, respectivamente. Já as médias empresas, que têm de 100 a 500 funcionários, representam 4% do mercado. Ou seja, mais de 95% do mercado brasileiro de software é de pequenas e médias empresas (PMEs).

Segundo Batista *et al.* (2014), a indústria mundial de software é caracterizada pelo elevado grau de concentração econômica, mesmo sendo conhecida por abrir oportunidades para pequenas e médias empresas, afirmação esta que pode ser observada com base nos índices apresentados no estudo da ABES (2018). Segundo as figuras 1 e 2, podemos ver que o mercado brasileiro é basicamente dominado por 3 grandes empresas:

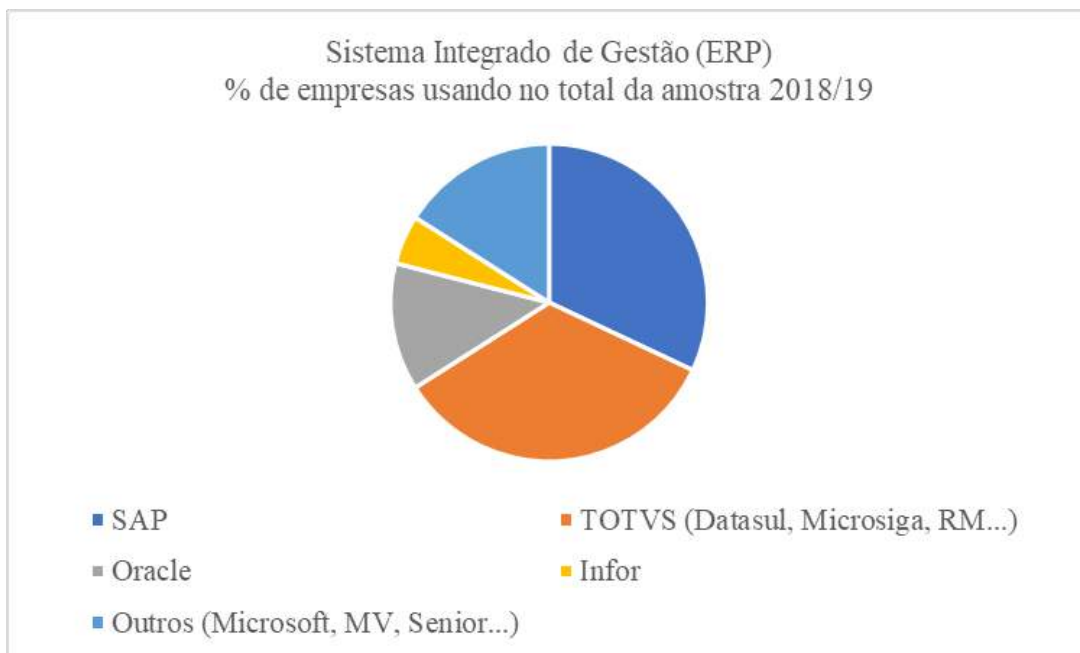


Figura 1 - Market Share ERP

Fonte: Adaptado da 30ª Pesquisa Anual do Uso de TI nas empresas (FGV, 2019)

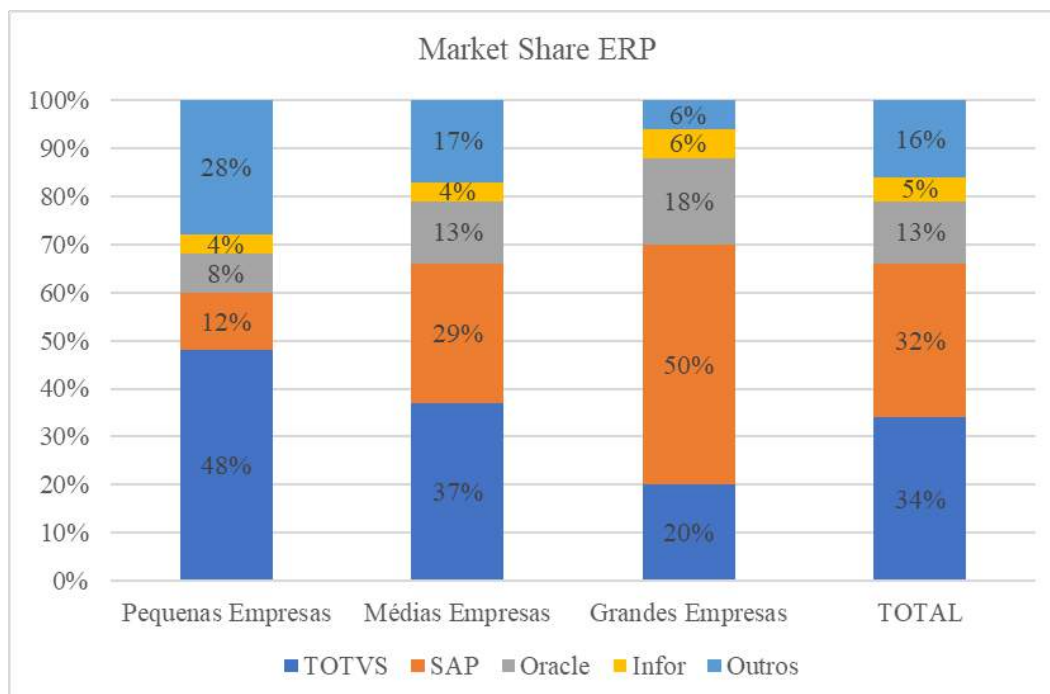


Figura 2 - Market Share ERP Brasil

Fonte: Adaptado da 30ª Pesquisa Anual do Uso de TI nas empresas (FGV, 2019)

Dado este contexto, temos que o Brasil é um dos mercados onde mais ocorreram transações de fusão e aquisição nos últimos anos, com o objetivo de aproveitar as oportunidades das economias de escala e de demanda. Somente no setor de TI, até abril de 2019, foram anunciadas 74 transações (PWC, 2019) e em 2018, um total de 117 transações (KPMG, 2019). Segundo este mesmo relatório divulgado pela KPMG, o acumulado do setor de TI, entre 1999 e 2018, são de 1.397 transações registradas.

2.4. HISTÓRICO DA TOTVS S.A.

Dado o contexto brasileiro, temos a TOTVS S.A. como líder de mercado de software ERP, seu carro-chefe, com 50,5% de *market-share* (TOTVS, 2019a).

Temos, num primeiro momento, a SIGA (Sistemas Integrados de Gerência Automática Ltda.), fundada pelo sr. Ernesto Haberkorn. A empresa era, nos seus primórdios, um *bureau* que 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 (TOTVS, 2017d). Em 1983, com o surgimento dos microcomputadores, foi fundada a Microsiga Software S.A., unindo os sócios Ernesto Haberkorn e Laércio Cosentino. O objetivo da empresa era 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. Nos anos seguintes:

“A partir dos anos 90, várias decisões estratégicas foram tomadas visando estruturar a companhia para o crescimento sustentável, com a criação do ambiente necessário para assumir a liderança de mercado que a companhia conquistaria no final da década seguinte” (TOTVS, 2017d).

Quando Laércio obteve 50% da sociedade da Microsiga Software S.A. – até então, voltada ao atendimento das pequenas e médias empresas do mercado brasileiro – apresentou um plano que previa o crescimento do mercado de microcomputadores (MACHADO *et al.*, 2012).

Até 2005, a empresa já havia aberto a primeira franquia, se tornado a primeira empresa de software a ter a certificação ISO 9001 (confere reconhecimento nacional e internacional à qualidade do trabalho), aberto a primeira unidade no exterior (Argentina, em 1997), lançado a própria linguagem de programação (ADVPL – *Advanced Protheus Language*, ganhando autноми

frente às constantes novidades, seja da IBM, da Oracle, SAP, etc), a entrada de um sócio estrangeiro (Advent Investment Software Ltd., com participação de 25% do capital social) e, por fim, em 2003 havia realizado sua primeira aquisição de ativos e, por sinal, fora do país (empresa Sipros, do México, em 2003 – em seguida foi aberta a Microsiga México).

A entrada do fundo de capital *Advent International* (“Advent”) permitiu que a empresa recebesse aportes de capital para alavancar seu crescimento, posição que seria reforçada com a entrada do BNDESPAR⁷ em 2005, que permitiu à empresa se desvincular da Advent, e passasse a estabelecer um planejamento estratégico de longo prazo (NAKAGAWA, 2008) e alçasse voo através da abertura de capital na Bolsa⁸, passando então a crescer via aquisições⁹.

O ano de 2005 marcou o que pode ser chamada de fase 1, que analisaremos mais à frente, em que passaram a fazer seguidas aquisições de empresas. Em fevereiro deste ano a Microsiga adquiriu 100% do capital social da empresa Logocenter, resultando em uma nova empresa: TOTVS S.A. Desde sua concepção, a TOTVS adotou uma estratégia agressiva de aquisição de empresas concorrentes diretas em ERP, como Datasul (2008), RM Sistemas (2006) e TotalBanco (2009), além da própria Logocenter. Mais recentemente, em 2015, a empresa adquiriu 100% do capital da Bematech.

Machado *et al.* (2012) destacam que a estratégia de aquisição da TOTVS é focada em empresas de computação e banco de dados, prestação de serviços de consultoria em gestão, atividades de tratamento de dados, hospedagem, portais, provedores e serviços de informação na internet, terceirização de serviços (*outsourcing*) nos mais diversos arranjos, como quotista, sócio ou via aquisição, e que as empresas visadas pela TOTVS são adquiridas de acordo com o potencial inovador de seus produtos e suas aquisições são baseadas em 8 premissas básicas¹⁰, já incorporadas

⁷ BNDES Participações é o principal instrumento do governo federal para os financiamentos de longo prazo, com ênfase no estímulo à iniciativa privada nacional

⁸ IPO (*Initial Public Offering*) ou Oferta Pública Inicial, é um tipo de oferta pública em que as ações de uma empresa são vendidas ao público. Segundo Soares (2011), quando as empresas abrem seu capital, transferindo aos investidores parte do seu controle acionário, as companhias permite que os acionistas passem a fazer parte do processo decisório e/ou usufruam dos lucros, em troca de um aporte de capital para seus investimentos e se financiar, podendo expandir seus negócios e aumentar sua participação nos mercados em que atuam.

⁹ 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 *et al.*, 2012).

¹⁰ Em agosto de 2019, foi apresentado um “foco renovado e estratégia de M&A redefinida, com base em quadro pilares principais, para entregar crescimento e valor aos acionistas”: (i) reforçar/defender o negócio principal; (ii) aprofundar atuação nos segmentos; (iii) soluções cross-selling; (iv) novos mercados (TOTVS, 2019a).

na cultura da TOTVS, e garantem uniformidade do processo: i) mapeamento das oportunidades do mercado por parte de uma equipe especializada, ii) 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), iii) discussão de valores por parte da equipe de negociação, iv) empatia com o dono/empreendedor (verificar se aceitará tornar-se um executivo), v) definição da coordenação (nova estrutura organizacional), vi) avaliação dos produtos e dos canais de distribuição (definir o que será mantido), vii) elaboração do contrato e do pré-plano de implementação e viii) execução do plano e comunicação ao mercado.

Por conta do seu ritmo de aquisições, a empresa adquiriu ao longo dos anos um alcance mundial muito grande, com cerca de 26 mil clientes em carteira em cerca de 23 países (Machado *et al.*, 2012). Desde a década de 90, a TOTVS, após análise dos potenciais mercados em todas as regiões do Brasil, adotava um sistema de franquias que tratava-se de estabelecer um modelo de franquias similar aos de lojas de fast food, com e, segundo ele, ampliou o modelo de vendas diretas, com regras claras de riscos, investimentos necessários, objetivos e receita/lucratividade (NAKAGAWA, 2008),.

Nakagawa (2008) contempla que este modelo de franquias maturou em 2000 com a cobertura de todas as regiões economicamente viáveis no Brasil, o que permitiu a liderança no mercado nacional com essa rede de distribuição mais ampla. Pontua, ainda, que a estratégia da TOTVS é ampla e visa sempre manter sua posição de liderança, seja investindo em P&D para o desenvolvimento de inovações incrementais nos seus produtos ou via aquisição de outras empresas, desde que a operação traga sinergias ao negócio, e crescer no segmento das micro e pequenas empresas (PME).

Ao longo dos anos, o modelo de negócios da TOTVS foi se adaptando às necessidades de cada setor e ao mercado, em geral, considerando a tendência geral do mercado e os modelos de negócios que estavam sendo desenvolvidos. No início, era um modelo focado em vender licenças de softwares, mais simples, no qual o cliente buscava uma solução de acordo com o número de teclados (forma de contabilizar máquinas que fariam uso do software). Um exemplo de compra de licença é a comercialização dos programas da Microsoft que antes era realizado por meio de um CD com o software para então instalar no computador. Ao longo do tempo e com a introdução do

que se chama de “economia da recorrência”¹¹, o modelo comercial da TOTVS começou um processo de transição para ampliar as vendas de subscrição de Software as a Service (SaaS), onde o cliente passa a pagar uma licença periódica (TOTVS, 2019b). Essa transição teve um impacto direto sobre os resultados e o desempenho da empresa, que será analisado mais a frente.

É importante ressaltar, entretanto, o impacto que as fusões e aquisições tiveram na trajetória da TOTVS, ao passo que logo em sua primeira operação – aquisição da Logocenter – o faturamento passou de R\$173 milhões em 2004, para R\$247 milhões em 2005. Com a aquisição da RM Sistemas em 2006 e Vitrine e BCD em 2007, o faturamento da empresa chegou a R\$490 milhões neste mesmo ano. Busco então, entender o impacto que as fusões e aquisições tiveram tanto do ponto de vista de eficiência operacional, como de lucratividade, e por quê foi a estratégia encontrada pela empresa como “ideal”, que a fez ser conhecida como “craque em aquisições” e seu antigo CEO, Laercio Cosentino, o “mago das fusões”.

¹¹ Como já antecipado, constitui num método de venda por assinatura, um modelo útil quando o assunto são vendas de soluções tecnológicas, ficando o cliente inclinado a adquirir outras soluções e/ou ferramentas da mesma empresa. A modalidade de pagamento recorrente vem sendo adotada por diversas empresas de vários segmentos (Netflix, Microsoft, Tag Livros, Adobe). As principais vantagens desse modelo de negócios são: (i) previsibilidade de receita, podendo a empresa prever onde aplicar o capital, sabendo quando vai faturar nos próximos meses; (ii) redução de custos de aquisição de potenciais consumidores, estabilizando o fluxo de caixa; (iii) o cliente permanece sempre com versões atualizadas dos programas/produtos/serviços. Por fim, o cliente sempre deve estar em primeiro lugar, uma vez que nesse modelo a taxa de cancelamento (*churn*) é facilitada e simplificada, de forma a promover a fidelização (TOTVS, 2019b).

3. TEORIA DO CRESCIMENTO DA FIRMA E ESTRATÉGIA DE F&A

3.1. A FIRMA BASEADA EM RECURSOS

Segundo Andrade (2016), a partir de 1970, muitos autores passaram a demonstrar descontentamento com a incapacidade da teoria neoclássica de responder aspectos organizacionais. As linhas de pensamento da teoria da firma neste período podem ser divididas em duas abordagens principais: alocativa e acumulativa. A primeira apresenta foco em eficiência e soluções racionais e a segunda no crescimento da unidade de produção e nos processos de mudança. Para a presente análise, é relevante a abordagem acumulativa, onde podem ser agrupados autores como Smith, Marx, Marshall, Penrose e outros.

Andrade (2016) afirma que apesar das diferentes teorias, todos mantêm o foco no crescimento da firma. Enquanto os clássicos olham para “acumulação de capital no âmbito de um processo de crescimento da unidade de produção e do sistema econômico”, os outros trabalham a ideia de que “acumulação envolve o crescimento do conjunto de capacitações da firma” (KERSTENETZKY, 2007, p. 213 *apud* ANDRADE, 2016, p.9).

Neste contexto teórico, temos Penrose (1959), cuja característica fundamental é a negação da maximização de lucro como único determinante do processo decisório, como parte do grupo de gerencialistas, que tem como tradição a separação entre controle e propriedade. Porém, Penrose (1959) não anula o lucro como fator central “porque mesmo considerando essa separação, não vê tal característica como suficiente para a determinação de hipóteses de comportamento mais gerais” (ANDRADE, 2016, p.12). Segundo Possas (1990, *apud* ANDRADE, 2016), o foco é a compatibilidade entre lucratividade e crescimento de longo prazo por meio de reinvestimentos na própria firma.

Sendo assim, temos que Penrose (1959) define a firma como “um conjunto de recursos interligados numa estrutura administrativa, cujas fronteiras são determinadas pela “área de coordenação administrativa” e por “comunicações dotadas de autoridade” (PENROSE, 1959, p.13). Define também como “conjunto de recursos produtivos cuja disposição entre diversos usos e através do tempo é determinada por decisões administrativas” (PENROSE, 1959, p.61).

“Em toda essa discussão, dar-se-á ênfase aos recursos internos das firmas – ou seja, aos serviços produtivos de que elas dispõem com base em seus próprios recursos – particularmente aos serviços produtivos obteníveis dos administradores com experiência que elas possuem.” (PENROSE, 1959, p.36).

Nesse sentido, comenta ainda que:

“(…) a experiência administrativa acaba afetando os serviços produtivos que todos os seus demais recursos são capazes de proporcionar. Na medida em que uma administração procura aproveitar da melhor maneira possível os recursos disponíveis, tenderá a ocorrer um dinâmico processo interativo, que estimula um contínuo crescimento da firma, mãos ao mesmo tempo também limita a sua taxa de expansão” (PENROSE, 1959, p.37).

Andrade (2016) comenta que a partir da firma, Penrose (1959) desenvolve diversos outros conceitos que culminaram na conclusão de que não existem limites para o tamanho a firma em si. Conforme trecho mencionado acima, “a limitação está na taxa de crescimento pelo fato de os gerentes não terem capacidade de aproveitar todos os recursos disponíveis e os transformarem em bases de conhecimento capazes de gerar crescimento” (ANDRADE, 2016, p.12).

Penrose (1959) deixa evidente que “a teoria do crescimento das firmas é inicialmente desenvolvida como uma teoria de seu crescimento interno – isto é, de um crescimento sem fusões e aquisições” (PENROSE, 1959, p.37) e enxerga as fusões como complemento da teoria do crescimento, e reconhece que constituem em “um dos métodos mais significativos e poderosos pelo qual as firmas de fato crescem” (PENROSE, 1959, p.87).

Segundo a autora, “enquanto houver oportunidades de investimentos lucrativos, existirão oportunidades para o crescimento de firmas”. (PENROSE, 1959, p.40). Para tanto, faz uma análise das motivações da firma e as capacidades que devem ter o empresário, afirmando:

“(…) o crescimento das firmas poderá ser melhor explicado se considerarmos que as decisões de investir são guiadas por oportunidades de ganhar dinheiro; ou em outras palavras, que as firmas estão à procura de lucros” (PENROSE, 1959, p.65)

É verdade que ao abordarmos o termo “lucros”, podemos remeter a diversas coisas, dentre elas, o pressuposto psicológico de que os aumentos na renda e riqueza trazem vantagens ao indivíduo, desde que os lucros das firmas sejam repassados como renda, também conhecido como

dividendos dos acionistas, pagos para manter a reputação da firma, a atratividade para os investidores, dentre outras motivações. Neste caso, entende-se como lucro, o capital empresarial.

Steindl (1983) também considera que objetivo principal da firma é o lucro ou acumulação de capital, afirmando em outras palavras que “o aumento do capital empresarial de uma firma – ou seja, a parcela relativa ao capital mais as reservas no caso de uma sociedade de capital por ações, ou de capital privado dos empresários no caso de firma particular – seja um importante incentivo ao investimento do empresário. O aumento deste capital empresarial ocorre, em geral, retendo-se uma parte dos lucros sob a forma de poupança, processo que denominaremos acumulação interna” (STEINDL, 1983, p.62).

Penrose (1959), no entanto, afirma que os administradores-proprietários¹² parecem mais interessados no crescimento de suas firmas do que na renda que delas retiram, até mesmo os pequenos empresários, que “tendem com frequência a identificar-se com suas firmas e a percebê-las como a razão de seus trabalhos” e, tendo em vista esse contexto, “muitas vezes preferem reinvestir seus lucros na firma em vez de aplicá-los alhures” (PENROSE, 1959, p.67). Sobre os lucros, temos então que:

“Portanto, parece razoável supor que, em geral, as decisões financeiras e de investimentos das firmas são controladas por um desejo de aumentar os lucros totais a longo prazo. Os lucros totais aumentarão com cada acréscimo de investimento que gerar um rendimento positivo, independentemente do que ocorrer com a taxa de rendimento marginal dos investimentos, e as firmas vão querer expandir-se o mais rápido possível, a fim de tirar proveito das oportunidades de expansão que considerarem lucrativas. (PENROSE, 1959, p.67-68).

3.2. ESTRUTURA DE MERCADO DE OLIGOPÓLIO

A importância de se analisar os mercados oligopolistas se deve ao fato de que a teoria econômica relativa busca explicar o comportamento de um pequeno número de empresas que acumularam capital visando ao lucro, se tornando fortes no mercado, seja por crescimento próprio, incorporações e/ou fusões.

¹² Penrose (1959), em suas análises, não faz distinção entre um administrador e proprietário, para fins de simplificação.

O oligopólio é uma, dentre outros tipos de estrutura de mercado, que irá depender do número de empresas que este mercado possui, de tal forma que indicará se é um mercado concentrado ou não. De acordo com as características e especificidades de cada mercado e tamanho, se divide os mercados em: monopólios, concorrência monopolística, concorrência perfeita e oligopólio.

Em mercados oligopolistas, os produtos podem ou não ser diferenciados. Tornando-se necessário que apenas algumas empresas sejam responsáveis pela maior parte ou por toda a parcela de produção de determinado produto (PINDYCK, 2002).

A quantidade de empresas que participam do oligopólio pode variar de duas (duopólio) para muitas e a principal característica desta estrutura de mercado é a interdependência das decisões entre as firmas concorrentes. Cabe ressaltar, que dada a característica da estrutura de oligopólios, de decisões interdependentes, considera-se neste estudo que as interações são simultâneas, e que não será feita uma análise dos pormenores das teorias dos jogos.

Steindl (1983) faz uma análise sobre o comportamento das firmas em estruturas de mercado de oligopólio, onde considera que existem pequenas firmas em número suficiente (as chama de firmas marginais ou supérfluas) e as grandes firmas, ou firmas progressistas. Afirma que, devido às economias de escala, a margem de lucro bruto aumentará conforme o porte da firma, atribuindo à classe de empresas de porte menor, lucros normais, desde que estas requeiram um volume modesto de capital, estando sujeitas à forte concorrência das firmas maiores. Descreve a dinâmica deste mercado de tal forma que, à medida que a acumulação interna leva à adoção de novos métodos técnicos, os custos se reduzem e as margens de lucro das grandes firmas aumentam, podendo levar à eliminação de firmas marginais, levando ao que ele chama de “concentração absoluta”.

Quanto à concentração e segundo Labini (1984), os oligopólios podem ser concentrados (produtos homogêneos e existência de rivalidade entre os vendedores) ou diferenciados (produtos diferenciados e possibilidade de estratégia conjunta). Existem também os oligopólios mistos (oligopólios concentrados diferenciados).

Segundo Kupfer (2002), assume-se no modelo de concorrência oligopolista que o objetivo da firma é a maximização de lucro onde, como forma de viabilizar este objetivo, podemos ter barreiras à entrada em determinado setor que confira caráter de concentração para o mesmo.

Gilbert (1989, *apud* TANO, 2017) argumenta que só há barreiras à entrada se é possível configurar vantagens competitivas atribuíveis exclusivamente à existência da empresa. Nesta situação, há diferencial econômico entre empresas estabelecidas e entrantes simplesmente porque as primeiras já existem e as outras ainda não. Seria um prêmio pela existência – “*first-mover advantages*”.

Deve-se levar em conta algumas características estruturais das indústrias, além das diferentes abordagens citadas anteriormente como barreiras à entrada pelos autores, dentre as quais podemos citar: (i) existência de vantagens absolutas de custos a favor das empresas estabelecidas; (ii) existência de preferências dos consumidores pelos produtos das empresas estabelecidas; (iii) existência de estruturas de custos com significativas economias de escala; (iv) existência de elevados requerimentos de capital inicial. Assim, levando em consideração que existem concorrentes, a empresa deverá ter levar em consideração que:

“Cada empresa desejará fazer o melhor que pode para si mesma, dado o que suas concorrentes estiverem fazendo. Logo, a empresa deverá fazer suposições sobre o que suas concorrentes estejam fazendo. Uma vez que a empresa estará fazendo o melhor que pode, dependendo do que suas concorrentes estejam fazendo, é natural que se suponha que suas concorrentes farão o melhor que podem dado o que a própria empresa estiver fazendo. Cada empresa, então, leva em consideração o que estão fazendo suas concorrentes e pressupõe que suas rivais façam o mesmo”. (Pindyck e Rubinfeld, 2002, p.384).

De forma semelhante ao exemplo de interação estratégica do Dilema do Prisioneiro, as empresas oligopolistas se defrontam diariamente em situações onde devem decidir se entram em um acordo com seu concorrente ou adotam estratégias mais agressivas. Independentemente da estratégia adotada, em uma estrutura de mercado de oligopólio, a empresa nunca poderá confiar plenamente em seu concorrente.

3.3. EXPANSÃO VIA DIVERSIFICAÇÃO

Dada as características da estrutura de mercado e as características da firma baseada em recursos, ao analisar as estratégias de expansão da firma, Kupfer (2002) explica que a diversificação é alternativa para viabilizar o crescimento da empresa dado que a empresa “diversificada e diversificante” apresenta uma estrutura organizacional e um perfil de competências bastante complexos, o que reflete na sua presença em diferentes mercados. Segundo Penrose (1959), as firmas se diversificam porque essa é a melhor alternativa para aproveitar os recursos excedentes na procura pela realização do seu potencial de crescimento. A firma diversificará sua produção de acordo com a base produtiva ou áreas de especialização.

Segundo Penrose (1959), a quantidade disponível de “serviços gerenciais” afeta decisivamente o processo de crescimento empresarial, partindo da hipótese de que os serviços gerenciais estão associados a um tipo de conhecimento que é acumulado de forma única e característica por cada empresa, por meio da experiência obtida com a operação dos negócios e com a implementação de planos de expansão. Kupfer (2002) afirma, ainda, que mesmo havendo capacidade ociosa de serviços gerenciais, estes se tornam lucrativos quando existe possibilidade de expansão da firma. Porém, afirma também que “ao se diversificar para novos mercados, a empresa enfrenta limites impostos pela necessidade de expandir seus serviços gerenciais, devido a problemas de coordenação e integração desses serviços àqueles existentes” (KUPFER, 2002, p.199)

Marris (1971, *apud* KUPFER, 2002) estabeleceu conexões diretas entre o processo de diversificação e as possibilidades de crescimento nos diferentes mercados em que a firma atua, partindo do pressuposto que a maximização do crescimento é o objetivo mais geral da empresa, vinculando-o ao processo de diversificação. O sucesso do processo de expansão para novos mercados, no entanto, depende do volume de recursos mobilizados para lançamento de produtos nos novos mercados.

Iooty (2007), com base na teoria penrosiana de crescimento da firma, afirma que há dois caminhos possíveis para a diversificação da corporativa, sendo um deles: aprofundar a área de especialização existente, seja em direção à indústrias com bases tecnológicas/mercado

semelhantes, ou em direção à indústrias vizinhas do ponto de vista dessas bases de mercado e técnica (Guimarães, 1982, p.64 *apud* IOOTY, 2007, p.477).

Neste sentido, Penrose (1959) afirma que a diversificação estaria relacionada à natureza dos recursos existentes e aos tipos do serviço produtivo que eles podem gerar, sendo esta trajetória tomada pela firma diversificante, de relacionada, coerente ou concêntrica. Esse caminho concêntrico de diversificação, quando concretizado por meios externos de expansão, corresponderia à realização de F&A relacionadas, por meio das quais a firma adquirente estaria adicionando atividades que possuem características comuns em termos de produto e tecnologia. (IOOTY, 2007, p.477). Além da diversificação relacionada, há a não-relacionada ou conglomerada, que consiste no “ingresso das firmas em novas atividades que não se relacionam com as suas antigas bases tecnológicas e de mercado”. Quando a firma utilizasse de meios externos para diversificar suas atividades pelas operações de F&A conglomeradas, estariam envolvidas firmas essencialmente divergentes, seja em termos de especialização produtiva, seja em termos de especialização tecnológica (IOOTY, 2007, p.477).

A fim de contrapor ambas possibilidades de diversificação, Iooty (2007) cita as contribuições de Chandler (1990), por exemplo, que documentou casos de empresas que, ao longo do século XX, cresceram justamente em função da adoção de uma direção relacionada de diversificação, por intermédio da qual foi possível crescer com a obtenção concomitante de economias de escala e escopo. Iooty (2007) faz, ainda, menção a outros autores como Rumelt (1974), Wernelt e Montgomery (1988), evidenciando a superioridade da diversificação relacionada sobre a não relacionada. É importante ressaltar que em momento algum a autora invalida a possibilidade de expansão e diversificação não relacionada, mas que a literatura evidencia o fato de a maioria das empresas diversificar de forma não aleatória, no sentido de privilegiar o caminho relacionado em detrimento do conglomerado (IOOTY, 2007, p.478).

Essa superioridade se deve, principalmente, ao fato de que a teoria ortodoxa que defende a diversificação não relacionada, se apoia no conceito de economias de escopo, baseando-se em um conceito estático incapaz de compreender a lógica do processo de definição do portfólio produtivo da firma. Cabe comentar ainda, que a teoria ortodoxa, segundo Iooty (2007), tem como objeto de análise o agregado do mercado e não a firma individual e sua dinâmica multiprodutora.

Focando na diversificação relacionada, Teece *et al.* (1994)¹³ apresenta um estudo sobre a razão das firmas se diversificarem e porque o fazem de forma “coerente”, isto é, de forma relacionada. O autor entende a diversificação é uma consequência direta da diversidade em nível micro nas demandas da população compradora e salienta que um atributo marcante da diversificação é a forma como as empresas, no longo prazo, adicionam atividades relacionadas a algum aspecto das atividades existentes, ou seja, novas linhas de produtos em geral apresentam certas semelhanças tecnológicas e de mercado com as antigas. Cabe ressaltar ainda que o autor diferencia os conceitos de coerência e especialização, adotando para esta última a definição de Adam Smith, como referente ao desempenho de tarefas específicas em um ambiente específico. A coerência, neste sentido, é referente aos recursos e não a forma como é desempenhada uma produção ou como é performado um determinado serviço.

“A firm exhibits coherence when its lines of business are related, in the sense that there are certain technological and market characteristics common to each. A firm’s coherence increases as the number of common technological and market characteristics found in each product line increases. Coherence is thus a measure of relatedness. A corporation fails to exhibit coherence when common characteristics are allocated randomly across a firm’s lines of business” (TEECE *et al.*, 1994, p.4)

Neste sentido, Iooty (2007) que a coerência é uma “contrapartida dinâmica à noção ortodoxa de economias de escopo”. Teece *et al.* (1994, p.10) afirma que essas teorias raramente explicam por que um conjunto de relações contratuais entre firmas especializadas não poderia alcançar os mesmos objetivos das economias de escopo, ao passo que teorias sobre as firmas multiprodutoras não podem ser construídas com base nos conceitos de economias de escopo, uma

¹³ Em Teece *et al.* (1994, p.23-24), vale destacar as hipóteses que autor postulou na teoria sobre coerência corporativa: (i) com aprendizado rápido, ricas oportunidades tecnológicas e baixo *path dependency*, as firmas especializadas na produção de apenas um produto terão um rápido crescimento; (ii) ainda que tenham um lento aprendizado mas elevado *path dependency* e ativos especializados, as firmas tenderão a ter um grau elevado de integração vertical surgindo ao longo do tempo; (iii) com aprendizado rápido e elevado *path dependency* devido à presença de tecnologias genéricas, espera-se que haja uma diversificação coerente (i.e. IBM, HP, etc). Justifica esta hipótese afirmando que as firmas mais antigas tendem a vivenciar períodos de recessão que as fazem tender à diversificação coerente; (iv) com baixo *path dependency* e ritmo lento de aprendizado, é possível que haja emergência de conglomerados ou outras firmas altamente diversificadas que exibem poucas transações intracorporativas (ver Coase, 1937); (v) com o aprendizado rápido, colidindo trajetórias tecnológicas e seleção restrita, pode-se esperar que as empresas existentes sejam envolvidas em um denso novelo de relações interempresariais, envolvendo participações parciais em ações e joint ventures. Essas empresas podem ser chamadas de empresas de 'rede'. Se o aprendizado fosse mais lento, há uma boa possibilidade de que as empresas pudessem diversificar internamente sem a assistência de acordos entre empresas. Ao contrário dos conglomerados, as empresas de rede provavelmente exibem propriedades de sobrevivência, desde que determinadas tecnologias continuem a colidir.

vez que o foco é em cima dos custos, que se reduziriam com a produção conjunta de mais de um produto e/ou serviço, e não dos recursos e competências. Segundo a Iooty (2007), autores como Teece *et al.* (1994), que abordam o conceito de coerência, partem da visão da firma baseada em competências, argumentando que “o crescimento da firma é geralmente balanceado no sentido de permitir coerência entre as atividades existentes e aquelas a ser adicionadas ao portfólio produtivo” (IOOTY, 2007, p.479).

Segundo Kupfer (2002), “(...) o processo de diversificação raramente ocorre de maneira aleatória. Ao contrário, a expansão para novos mercados é decisivamente afetada pelo nível de especialização preexistente das empresas, bem como pelas sinalizações do ambiente competitivo em que estão inseridas. Esses fatores conferem uma lógica particular ao processo de diversificação, baseada em certa coerência quanto à definição de novas oportunidades de negócios a serem exploradas no processo de crescimento empresarial”. (KUPFER, 2002, p.202).

“Em particular, a diversificação será facilitada se estiver orientada para indústrias onde se possa reproduzir, em parte, as rotinas já experimentadas pela empresa em seus mercados de origem, ou nas quais a experiência obtida por meio dos processos de aprendizado lhes permita usufruir algum tipo de vantagem competitiva. A diversificação seria também facilitada quando orientada para setores em que a empresa possa aprofundar as estratégias mercadológicas e tecnológicas exploradas em seus mercados de origem” (KUPFER, 2002, p.203-204).

Teece *et al.* (1994) também comenta sobre este aspecto:

“(...) the rate and direction of enterprise learning is partly a function of the technological opportunities which are available to a firm.” (TEECE *et al.*, 1994, p.15)

No entanto, embora a firma tenha a possibilidade de adotar um caminho conglomerado de diversificação produtiva, obtendo ganhos de sinergia financeira e diversificação dos riscos operacionais, na maior parte das vezes ela acaba adotando um caminho relacionado, mesmo quando a diversificação se dá via F&A, devido às restrições impostas pela natureza específica de seus recursos internos (IOOTY, 2007, p.480), obedecendo aos limites internos da firma, no sentido de que a diversificação corporativa privilegia a adoção de um caminho relacionado ao portfólio já desenvolvido pela empresa em questão.

“De acordo com a interpretação penrosiana, os recursos ociosos, com os quais a firma procura expandir suas atividades, são específicos. A natureza particular desses recursos

excedentes e de suas competências derivadas dificultaria a escolha de uma direção indiscriminada de diversificação, condicionando assim a firma a assumir, na maioria das vezes, a direção relacionada de diversificação, definida no interior da sua área de especialização correntes.” (IOOTY, 2007, p.480).

Teece *et al.* (1994), complementa que há também influência do *path dependency* do processo de aprendizado, de forma que os investimentos prévios e o repertório de rotinas empregadas pela firma em seu processo de aprendizado acabaria restringindo o comportamento futuro da firma. Ou seja, a firma constrói com base naquilo que já sabe e naquilo que já vivenciou.

“*The local nature of enterprise learning significantly restricts what firms can do. Their future activities are highly dependent on what they have done in the past.*” (Teece *et al.*, 1994, p.16)

Além de fator *path dependency*, autores como Penrose (1959) e Teece *et al.* (1980 e 1982), conforme citados por Iooty (2007), argumentam que iniciativas de diversificação não relacionada tenderiam a gerar benefícios marginais decrescentes. Além disso, a diversificação, assim como o crescimento em um sentido mais geral, seria direcionada pelo aproveitamento de recursos ociosos que decorrem da característica indivisível desses. Segundo Penrose (1959), os serviços produtivos ociosos se relacionam, por um lado, às economias de escala associados às indivisibilidades técnicas e, por outro lado, ao surgimento de novos serviços produtivos oriundos do processo de operação e expansão da empresa, que funcionam em um regime de economias de crescimento, impulsionando a diversificação na medida em que fornecem às empresas vantagens em relação as demais. Em uma espécie de fluxo circular, as economias de crescimento são reforçadas à medida que, o processo de expansão da empresa avança, de tal forma que as novas unidades passam a crescer da mesma maneira que o resto da empresa.

Argumenta-se também que conforme a firma diversifica suas operações, cada vez mais se distancia de seu escopo original e, *ceteris paribus*, maiores serão as perdas de eficiência e menores serão as vantagens competitivas conferidas pelos fatores produtivos detidos. É possível entender este aspecto da seguinte maneira: ao passo que as economias de escopo via diversificação são baseadas, principalmente, no capital humano (ou conhecimento), e ao passo que estes recursos são demandados em atividades que não a original, a lucratividade da diversificação seria limitada devido ao fato de que economias de escopo baseadas no compartilhamento de recursos indivisíveis chegariam a um limite e à plena utilização mais rapidamente, impossibilitando qualquer ganho

adicional. Como consequência, quanto mais conglomerada a diversificação produtiva da firma, menores seriam os retornos marginais decorrentes. Sobre os benefícios marginais decrescentes da diversificação não relacionada, Penrose argumenta que:

“(...) uma firma pode ingressar em diversos campos, mas, para poder defender-se das pressões de seus concorrentes, ela precisa estar preparada para aplicar novos fundos em cada um deles. Essa necessidade de contínuos novos investimentos irá restringir o número de campos dos quais uma firma pode participar em cada momento. Quanto mais longe estiver de suas áreas de especialização correntes, tanto maior será o esforço requerido da firma para alcançar a necessária competência” (PENROSE, 1959, p.209)

E, ainda segundo Penrose (1959): a firma teria que realizar revisões acerca das linhas de produtos que opera e cortes teriam que ser efetivados de modo a conservar a lucratividade das atividades que ela deseja continuar a operar.

“Após longos períodos de crescimento através de aquisições, com frequência se requer uma reavaliação das linhas de produtos, resultando em consideráveis desbastes e reduções, com a finalidade de preservar a lucratividade de cada linha em que a firma escolher ficar” (PENROSE, 1959, p.209-210).

O fato de a natureza específica dos recursos condicionar a direção da diversificação adotada por ela também se faria valer no caso do crescimento por vias externas, como por meio de F&A, sendo razoável supor, segundo Wood (1971, p.435 *apud* IOOTY, 2007, p.483), que a direção e extensão da diversificação realizada por meios de operações de F&A sejam reflexos diretos da expansão interna da firma.

Mesmo que se tenha em mente que a firma escolhe crescer via F&A pois busca recursos que não dispõe, ela o faz com base nos recursos específicos que possui:

“(...) nenhuma firma tem capacidade de adquirir toda firma semelhante que vislumbrar num dado período de tempo. Ela deve escolher e, já que os erros podem ser custosos e nem sempre recuperáveis, ela irá escolher aquelas empresas que lhe parecerem mais complementares ou mais suplementares em relação a suas próprias atividades.” (PENROSE, 1959, p.203)

“Assim sendo, a firma compradora frequentemente limitaria sua busca em direção a alvos capazes de assumir relações de suplemento, para ampliar o acesso a recursos já possuídos, ou para acessar recursos combináveis com os já detidos. Nesse sentido, as firmas tenderiam então a exibir coerência corporativa ao adicionar, mediante as

operações de F&A, atividades relacionadas em termos tecnológicos e produtivos às suas linhas de negócios já operadas” (IOOTY, 2007, p.484).

Portanto, as firmas tendem a desenvolver F&A relacionadas no sentido de respeitar suas características internas, tendo as escolhas restritas por estas características, determinando selecionar quaisquer empresas com características semelhantes ou complementares, entendendo que a coerência de um caminho de diversificação via F&A deve ser retratado a partir das semelhanças produtivas e tecnológicas entre as firmas envolvidas na operação.

Iooty (2007), em sua análise, considera então a seguinte hipótese: *(H1) semelhanças tecnológicas e produtivas entre firmas ajudam a explicar a realização de F&A entre elas.*

Por fim, cabe mencionar ainda, uma forma de analisar as possibilidades de expansão via diversificação, com base na lógica da teoria do portfólio que, segundo Kupfer (2002), é mais adotada por conglomerados gerenciais ou companhias de investimento, que seguem uma lógica financeira de distribuição dos riscos. A ideia básica é que existe um trade-off entre lucratividade e risco associado às atividades de uma empresa diversificada, podendo ser adotadas duas estratégias. A primeira privilegia a lucratividade e envolve a seleção de atividades altamente rentáveis, mas que estejam forte e negativamente correlacionadas entre si. A segunda estratégia privilegia o menor risco, baseada na seleção de atividades cuja correlação tenha uma variância próxima de zero. Utilizando a sua capacidade de mobilizar um grande volume de recursos líquidos, essas empresas podem se beneficiar tanto do efeito associado à redução do risco em seu portfólio de negócios, como obter vantagens resultantes da ampliação deste.

3.4. FUSÃO E AQUISIÇÃO E A OBTENÇÃO DE VANTAGENS COMPETITIVAS POR MEIO DE RECURSOS

Na literatura, fusões são definidas como um acordo legal entre duas firmas, onde ambas renunciam sua autonomia e passam a se submeter a um controle comum. Aquisições, por outro lado, se dão quando ocorre a compra de uma firma (ou subsidiária) por outra. Neste caso, a empresa adquirida passa a se submeter ao controle da adquirente. Como fusões são eventos relativamente raros, o termo F&A geralmente estará se referindo a aquisições.

Existem três tipos de aquisições que são habitualmente utilizadas: aquisição parcial (quando a compra atinge de 10 a 49% do capital votante na operação); aquisição de controle (de 50% a

menos de 100% do capital votante) e aquisição total (quando todo o capital é adquirido). Se a transação envolver menos de 10% do capital votante, ela é considerada um investimento de portfólio e não uma aquisição.

As F&A podem ser classificadas como horizontais, verticais ou conglomeradas. As F&A horizontais ocorrem entre firmas da mesma indústria e têm como finalidade buscar sinergias e aumentar o poder de mercado; as F&A verticais ocorrem entre empresas posicionadas ao longo da cadeia de produção e objetivam reduzir os custos de transação; e as F&A conglomeradas acontecem entre companhias com atividades não relacionadas, entre agentes que buscam minimizar risco diversificando a produção e aprofundando economias de escopo (KNORST, 2007 *apud* FILHO; VIEIRA, 2010). Conforme visto na seção de diversificação, temos também uma quarta categoria, de F&A relacionada, concêntrica e/ou coerente, conforme quadro a seguir:

Tipo	Definição	Possíveis objetivos
Horizontal	Fusões dentro de uma mesma indústria ou segmento	Obter economias de escala e escopo Elevação do market-share Penetrar rapidamente em novas regiões
Vertical	Fusões de empresas que estão à frente ou atrás da cadeia produtiva	Maior controle sobre as atividades Proteção do investimento principal Maior facilidade na distribuição dos produtos Assegurar matérias-primas (eventualmente a custos mais baixos)
Concêntrica	Fusões de empresas com produtos ou serviços não similares que apresentam algum tipo de sinergia	Diminuição dos custos de distribuição Diversificação do risco Adquirir rapidamente o know-how no setor Ampliar a linha de produtos Entrar em novos mercados
Conglomerado Puro	Fusões sem qualquer tipo de sinergia	Diversificação do risco Aproveitar as oportunidades de investimento

Tabela 1 - Tipos e Motivos de Ocorrência de F&A

Fonte: BNDES (1999)

Filho e Vieira (2010) apontam que no contexto brasileiro, as mudanças que ocorrem na economia nacional influenciam as operações de F&A, de forma que a intensidade com que ocorre a alteração no ambiente doméstico exige dos gestores de empresas agilidade para adaptar os

negócios a nova realidade, sendo a reestruturação patrimonial da empresa a principal alternativa. Os autores ressaltam, ainda, que as mudanças ocorridas na economia mundial também afetam as estratégias de F&A e a economia brasileira. Entretanto, pressupõe-se que os fatores domésticos continuam sendo os principais determinantes do processo¹⁴. Porém, não focarei nos pormenores dos fatores que fizeram com que houvesse um aumento das operações de F&A, e sim na adoção da estratégia de crescimento via F&A em si, enquanto estratégia de diversificação e expansão.

Os processos de fusão e aquisição no Brasil passaram a ter maior força a partir dos anos 1990, quando mudanças estruturais e estratégicas foram adotadas na economia. Entre essas mudanças, de acordo com Kupfer (2001 *apud* FILHO; VIEIRA, 2010), estão a inserção do país na economia global competitiva, com a realização da abertura econômica e financeira; as privatizações; o fim de monopólios e a modernização institucional.

Segundo Capron e Pistre (2002), conforme citados por Camargos e Barbosa (2010), são vários os motivos que justificam as combinações empresariais, tais como, aumento do poder de mercado, obtenção de sinergias operacionais e financeiras, ganhos tributários, substituição de gestores ineficientes na empresa alvo, etc. Além disso, pode-se dizer que, por meio das F&A, as empresas conseguem expansões rápidas, entrar em novos mercados, maior racionalização produtiva, economias de escala, ativos complementares, entre outros.

Como já visto anteriormente, as fusões e aquisições são, principalmente, uma estratégia de diversificação. Kupfer (2002) comenta que, ao tomar a decisão de diversificar, além das possíveis direções indicadas por Iooty (2007), a firma se depara com duas alternativas para viabilizar o processo de diversificação: (i) criação de capacidade nova, ou (ii) aquisição ou fusão com uma empresa já atuante no mercado objeto da diversificação. Enquanto a primeira está relacionada à noção de crescimento interno, as estratégias baseadas em aquisições ou fusões são geralmente associadas à noção de crescimento externo.

“O crescimento externo se diferencia do interno na medida em que, enquanto o último resulta num aumento da capacidade não só da empresa, mas também da indústria em questão e de outras atividades a ela articuladas, o primeiro só altera a capacidade da

¹⁴ Recomenda-se a leitura do estudo do IPEA (2014) sobre a liderança da TOTVS no setor de ERP, que revela a importância estatal no processo de expansão e consolidação.

própria empresa que adotou a estratégia, funcionando, no nível da indústria, como mera transferência de propriedade.” (KUPFER, 2002, p.207)

Penrose (1959) afirma que, “em princípio, há dois métodos de expansão abertos a uma firma individual: ela pode construir um novo estabelecimento e criar novos mercados para si, ou pode adquirir o estabelecimento e os mercados de alguma firma já existente.” (PENROSE, 1959, p.240), sendo que a “aquisição deve configurar um método ‘barato’ de expansão” quando comparado com os custos de uma expansão interna.

Ou seja, conforme já citado anteriormente, a motivação principal da firma é a maximização do crescimento e o lucro: “(...) o crescimento das firmas poderá ser melhor explicado se considerarmos que as decisões de investir são guiadas por oportunidades de ganhar dinheiro; ou em outras palavras, que as firmas estão à procura de lucros” (PENROSE, 1959, p.65).

Penrose (1959) ressalta ainda, que os motivos de escolher a fusão para expansão são diferentes dos motivos que a firma tem para expandir suas operações. Nesse sentido, por exemplo, a firma pode adotar F&A para obter economias de escala na produção ou economias do mesmo tipo na comercialização e na publicidade, ou então as vantagens financeiras proporcionadas por um tamanho maior.

A concepção aqui, de valor econômico da firma, é tal que o valor que a firma adquirente percebe da firma a ser adquirida, deve ser maior que o que esta última de fato avalia e percebe sobre si mesma.

“(…) sempre que a compra de outra firma for considerada o método mais barato de expansão, seguir-se-á que o preço dessa outra firma deverá ser inferior ao investimento necessário para a firma em expansão construir seu próprio estabelecimento, conseguir formar seu próprio mercado e obter as conexões comerciais subjacentes” (PENROSE, 1959, p.241)

Camargos e Barbosa (2009) ressaltam, ainda, que na perspectiva financeira, a estratégia de se fundir ou comprar outras empresas é implantada buscando-se sempre a obtenção de benefícios/ganhos (sinergias) para as empresas ou a criação de valor para os acionistas. No que se refere aos benefícios ou ganhos em processos de F&A, salienta que as sinergias existem, quando o valor combinado das companhias, após o processo for maior do que a soma dos valores individuais das duas companhias, diferença que seria oriunda do aumento de eficiência operacional ou de

ganhos financeiros. Em outras palavras, a decisão da firma de fazer F&A tem, a princípio, propósito de criar valor econômico para os acionistas das empresas envolvidas, mediante uma combinação de competências, recursos e capacidades das empresas.

Quando se trata dos processos de F&A é comum se falar também em vantagem competitiva. Afinal, esses processos proporcionam às empresas fontes importantes de diferenciação ou liderança de custos (PORTER, 1995 *apud* OLIVEIRA *et al.*, 2007), gerando assim aumento na competitividade. Na visão de Churchil e Peter (2000), conforme citado por Oliveira *et al.* (2007), vantagem competitiva é a capacidade competitiva de uma firma ter um desempenho melhor que o dos concorrentes na oferta de algo que o mercado valorize. Segundo Hitt *et al.* (2005 *apud* OLIVEIRA *et al.*, 2007), uma empresa desenvolve uma vantagem competitiva por meio de uma estratégia de aquisição somente quando essa transação gera sinergia privada, a qual é criada quando a combinação e integração dos ativos das firmas adquirente e adquirida produzem capacidades e competências essenciais que não poderiam ser desenvolvidas combinando-se e integrando-se os ativos de qualquer uma das firmas com os de outra companhia.

Segundo Porter (1995), a vantagem competitiva surge fundamentalmente do valor que uma empresa tem condições de criar para os seus clientes por meio de liderança de custos ou da diferenciação.

Conforme vimos anteriormente, estou aqui considerando o caso de a firma optar por operações de F&A como estratégia de diversificação relevante, ou seja, em busca de mercados que tenham competências similares às já existentes. Neste sentido, Chatterjee (1986 *apud* OLIVEIRA *et al.*, 2007) reforça este aspecto, afirmando que para que uma estratégia de F&A crie valor, uma competência distinta (por exemplo, um recurso escasso que tenha múltiplos usos) deve ser identificada como uma oportunidade no ambiente. Assim, a quantidade de valor econômico dependerá: (i) da qualidade de recursos obtidos pela empresa em relação à quantidade total presente na economia; (ii) da disponibilidade de oportunidades para utilizar esses recursos. Quanto mais recursos escassos puderem ser utilizados, *ceteris paribus*, maior a expectativa de valor que pode potencialmente ser criado. Uma empresa que obtém retornos financeiros superiores dentro do seu setor em longo prazo goza da vantagem competitiva sobre os seus rivais, adquirindo assim, uma fonte de vantagem competitiva (BAUMEIR, 2002 *apud* OLIVEIRA *et al.*, 2007).

Segundo Penrose (1959) e Peteraf (1993 *apud* OLIVEIRA *et al.*, 2007), as fontes de vantagem competitiva das organizações estariam, portanto, primeiramente nos recursos e, de modo secundário, na indústria em que estivessem competindo. Ainda segundo Penrose (1959), há um elemento tão importante quanto, que são os gestores da firma, seja ela grande ou pequena, que devem ser capazes de gerir e classificar os recursos essenciais de forma a sempre estar realizando a manutenção da vantagem competitiva, antes, durante e depois das operações de F&A.

Neste sentido, é importante apresentar o conceito de VRIN apresentado pelos teóricos da RBV (*Resource Based-View*), uma frente teórica que se contrapõe à MBV.

De acordo com a MBV (*Market Based-View*), a origem do desempenho superior está na posição de mercado de uma empresa que permite defender ou influenciar as forças competitivas da indústria (Porter, 1986 *apud* MATOSO; ABIB, 2015), enquanto aqueles que defendem a RBV afirmam que a vantagem brota da forma como uma organização usa os recursos que possui ou controla, quando esses recursos são valiosos, raros e difíceis de imitar ou substituir (Barney, 1991 *apud* MATOSOL; ABIB, 2015).

Andrade (2016), em seu desenvolvido sobre as nuances da RBV, desenvolve os conceitos de recursos e vantagem competitiva, onde se destaca a definição de VRIN, do inglês *valuable, rare, inimitable, nonsubstitutable*.

Em definições análogas já vistas previamente, Fiani (2015, p.177 *apud* ANDRADE, 2016, p.31) define os recursos como “tudo aquilo que a empresa utiliza para desenvolver suas atividades e oferecer seus produtos”. Penrose (1959) define os recursos internos da firma como “serviços produtivos de que elas dispõem com base em seus próprios recursos – particularmente aos serviços produtivos obteníveis dos administradores com experiência que elas possuem” (PENROSE, 1959, p.36-37). São, portanto, os recursos que permitem a firma obter vantagens competitivas e perceber lucros extraordinários, mesmo que no curtíssimo prazo.

Por outro lado, o conceito de vantagem competitiva também é analisado por Barney (1991, *apud* ANDRADE, 2016, p.31), sendo uma condição da firma que “acontece quando uma empresa faz uso de uma estratégia pioneira”, sendo esta uma estratégia que não podem ser replicadas por concorrentes.

Em definição análoga, Barney e Arikan (2001) e Peteraf e Barney (2003), citados por Matoso e Abib (2015), definem que a lógica de gerar vantagem competitiva pode ser expressa da seguinte maneira: "A vantagem competitiva é expressa em termos da capacidade de criar um valor relativamente mais econômico e, para criar mais valor do que seus concorrentes, uma empresa deve produzir maiores benefícios líquidos, através de diferenciação superior e/ou custos mais baixos. Esta tarefa gera uma vantagem competitiva por ter maior valor residual para o mesmo valor entregue, gerando rendas econômicas. O *benchmark* (referencial para comparar-se com os rivais) para comparação é o concorrente marginal."

No estudo realizado por Matoso e Abib (2015), a vantagem competitiva foi avaliada em termos de dois indicadores financeiros: crescimento do volume de negócios e participação de mercado, que foram inicialmente utilizados como critério para escolha do caso a ser estudado e utilizados para avaliar o desempenho ao longo do tempo.

Segundo Combs, Crook e Shook (2005, *apud* Matoso; Abib, 2015, p.629), a vantagem competitiva tem uma relação direta com o desempenho organizacional que, por sua vez, é composto pelos lucros contábeis, valor de mercado e crescimento. Esses autores concluíram que o desempenho organizacional é melhor expresso como o desempenho financeiro de uma organização, enquanto elementos de desempenho operacional como qualidade e inovação atuam como mediadores da relação entre os recursos de uma empresa e seu desempenho organizacional.

Por fim, ressalta-se a relevância do conceito de VRIN, conforme exposto acima.

Barney (1991, p. 105), conforme citado por Matoso e Abib (2015, p.632) propôs quatro critérios para indicar a extensão em que um recurso é único e imperfeitamente móvel:

"(...) a firm resource must have four attributes: (a) it must be valuable, in the sense that it exploits opportunities and or neutralizes threats in a firm's environment; (b) it must be rare among the firm's current and potential competitors; (c) it must be imperfectly imitable, and (d) there cannot be strategically equivalent substitutes for these resources that are valuable but neither rare or imperfectly imitable" (BARNEY, 1991, p.105 *apud* MATOSO; ABIB, 2015, p.632)

"(...) if a resource or capacity is valuable, rare and costly to imitate, then exploiting this resource will lead to a sustained competitive advantage. In such a case, competitor firms face a significant cost disadvantage to directly duplicate successful capacities and resources and will not easily find existing substitutes for these resources. These types of

resources and capacities are an organization's strong points and are sustainable distinctive competences” (BARNEY, 2007 *apud* MATOSO; ABIB, 2015, p.632).

É importante, em última análise, fazer menção às contribuições de Steindl (1983) para o estudo aqui proposto. O autor, que buscava explicar como são determinadas as margens de lucro de uma determinada indústria, reconhece que este é um problema de longo prazo e deve ser considerado um ambiente dinâmico que considere os efeitos do progresso técnico contínuo e das reduções de custos como parte essencial do crescimento e desenvolvimento.

Steindl (1983) supõe que devido às economias de escala, a margem de lucro bruto aumenta com o porte da firma, e que as firmas investem apenas em sua própria indústria, assumindo que o objetivo principal da firma é o lucro ou acumulação de capital, afirmando em outras palavras que “o aumento do capital empresarial de uma firma – ou seja, a parcela relativa ao capital mais as reservas no caso de uma sociedade de capital por ações, ou de capital privado dos empresários no caso de firma particular – seja um importante incentivo ao investimento do empresário. O aumento deste capital empresarial ocorre, em geral, retendo-se uma parte dos lucros sob a forma de poupança, processo que denominaremos acumulação interna” (STEINDL, 1983, p.62).

O autor completa, afirmando que devido a inovação técnica e conseqüente redução de custos, maiores margens de lucro bruto e líquido, as firmas maiores apresentarão tendência natural a expandir-se, em relação as firmas marginais, pois acumularão recursos internos a uma taxa que cresce à medida que aumenta sua vantagem diferencial, uma vez que a primeira decisão de investir é na própria indústria. As firmas marginais, ao obter lucros apenas normais, nada acumularão como grupo. Com o aumento da firma e um maior nível de concentração, a tendência é que haja a eliminação de um determinado número de firmas existentes, um fenômeno irreversível pois a relação preço-custo que se estabelece no longo prazo, não permite o reingresso de firmas (STEINDL, 1983, p.63).

Logo, o aumento da taxa de lucro das firmas progressistas deve corresponder a uma redução nas taxas de lucro de outras firmas, uma vez que o resultado final da concorrência deve ser a redução na taxa de acumulação interna de todas as firmas (após a eliminação das firmas supérfluas) ao nível anterior, compatível com a taxa de expansão da indústria. Steindl (1983) conclui que a partir da descrição de um modelo “ideal” de concorrência em uma indústria, a taxa de acumulação interna será limitada pela taxa de expansão da indústria e pela taxa de identificação de capital.

Steindl (1983) afirma, ainda, que o caráter agressivo e dinâmico da acumulação interna, que leva à concentração absoluta, limita a participação dos lucros das firmas, que seria provocada pela pressão competitiva da acumulação interna de recursos (STEINDL, 1983, p.71).

Com base nos postulados acima, temos, então, que a estratégia de F&A é uma das formas de expansão da firma via diversificação coerente de suas operações, visando ao lucro, além de ganhos de economias de escala, ganhos de sinergia, maior desempenho e a liderança de mercado, dentre outros motivos. Neste sentido, as firmas se baseiam em suas principais competências e principais recursos para guiar tal estratégia de expansão, de forma a obter vantagens competitivas sobre os concorrentes, por meio de uma estratégia única que lhes permita se diferenciar através de recursos valiosos, raros, não-imitáveis e não-substituíveis.

As teorias acima serão relacionadas e aplicadas ao estudo de caso mais adiante.

4. ESTUDO DE CASO – TOTVS S.A.

4.1. METODOLOGIA

Segundo Vasconcelos (2001), a divulgação do lucro objetiva fornecer informações úteis aos usuários da informação contábil, no tocante: a eficiência e eficácia na gestão econômica e financeira – a visão projetiva do negócio e- ao fundamento para decisões gerenciais. Apesar de os investidores e credores também recorrerem ao fluxo de caixa para avaliação, o lucro líquido e o lucro operacional são também considerados na avaliação da capacidade de a empresa gerar resultados, e atestar o sucesso ou insucesso de um negócio. Vasconcelos (2001) analisa, ainda, o significado da expressão “operacional” auferida ao lucro, e estaria associado à regularidade das operações numa empresa. Assim, toda e qualquer operação que seja regular e previsível é considerada operacional. Está, então, vinculado ao ciclo de atividade e à exploração do objeto da empresa, seja previsível ou controlável. O lucro operacional corrente ajustado (EBITDA) é, pois, utilizado no processo decisório não por ser o melhor dos instrumentos, mas por ser um dado para leitura do desempenho do negócio em sua atividade.

EBITDA significa *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*. Ou seja, desconsidera as despesas operacionais com vendas, despesas gerais e despesas administrativas. Ao descontar as despesas escriturais, receitas/despesas financeiras, provisão para IR e CS, temos o lucro líquido. Vasconcelos (2001) destaca também que o EBITDA, ou lucro operacional ajustado, é medida do potencial de renda, independente das fontes de financiamento.

Ao desconsiderar a depreciação, exaustão ou amortização, estamos desconsiderando despesas que não representam saídas de caixa (desembolsos). Assim, o EBITDA consiste no potencial de caixa gerado pelos ativos operacionais. Vasconcelos (2001) se refere a potencial de caixa pois não necessariamente é uma receita à vista, podendo estar alocada na linha de “contas a receber” da empresa. Ou seja, percebe-se que o EBITDA não reflete o fluxo físico de caixa, ao passo que as receitas e despesas são reconhecidas em regime de competência e não em regime de caixa. Assim, sendo o objetivo focar a informação no operacional e na capacidade de gerar caixa, não há por que manter despesas escriturais no cálculo, ainda que sejam operacionais.

Segundo Vasconcelos (2001), as vantagens de se aplicar o EBITDA são:

- Informa o desempenho da empresa na atividade e o grau de cobertura do resultado em relação às despesas financeiras;
- Reporta o reflexo das estratégias de mercado adotadas;
- Serve de parâmetro para conhecimento do valor da empresa: quanto maior a capacidade da empresa em gerar caixa, maior será seu valor para o mercado assim como, quanto maior o EBITDA em relação aos recursos investidos, melhor a qualidade da gestão (monitoramento da eficácia da gestão);

Utilizar-se-á, então, os indicadores financeiros EBITDA e Lucro Líquido para análise de desempenho da TOTVS ao longo da sua trajetória, uma vez que reflete os retornos oriundos somente da atividade fim, de forma a avaliar se as operações de F&A geraram um aumento de produtividade e de desempenho.

Os dados foram obtidos a partir dos relatórios e apresentações de resultados à investidores e acionistas, disponíveis no site da empresa (<https://ri.totvs.com/>), e também a partir de outras análises e estudos acadêmicos, como as contribuições de Forte *et al.* (2016) e Batista *et al.* (2014).

4.2. JUSTIFICATIVAS

Verificou-se ao longo deste estudo, que as fusões e aquisições são estratégias adotadas para que as empresas se mantenham-se num ambiente cada vez mais competitivo.

Dentre os oligopólios nacionais, temos a indústria de tecnologia da informação, mais especificamente de softwares de gestão, que segundo relatório trimestral da KPMG (2018), é o segundo setor que mais movimentou operações de F&A, com 117 operações somente em 2018, estando apenas atrás somente das empresas de internet.

Segundo Ferreira e Callado (2014), em sua análise sobre a evolução do volume de transações de F&A no Brasil (acumulado de 2002 a 2014), o setor é líder, com 846 operações, demonstrando “expressivo aumento do volume de transações a partir do ano de 2004, mantendo uma tendência crescente até 2014” e, de acordo com os dados da KPMG, assim o manteve até os dias atuais.

A TOTVS S.A. é, nesse cenário, um dos casos mais relevantes a ser estudados no contexto de F&A, uma vez que adota uma metodologia específica em suas operações de aquisições (apresentado na seção 2.4) e, desde a incorporação da Logocenter em 2005 (quando ainda era Microsiga), é a maior empresa da América Latina no ramo de software empresarial. A estratégia de F&A estabelecida pela TOTVS é tal que imediatamente após a aquisição, as empresas passam a se beneficiar de sinergia de receita do ecossistema de negócios e da branding TOTVS. Em um segundo momento, as sinergias de vendas se dão à medida que soluções estão integradas no portfólio da TOTVS e na rede de canais de distribuição. Além do mais, a estratégia de F&A da TOTVS está bastante conectada aos movimentos da economia, focando investimentos principalmente em segmentos com maior perspectiva de crescimento nos próximos anos.

A partir de 2008, inclusive, e segundo Ferreira e Callado (2014), foi quando o setor de Tecnologia da Informação (TI) reportou um crescimento expressivo, tornando-se o setor mais relevante em termos de volume de F&A. Os autores ligam esta tendência à expansão significativa de investimento do Governo Federal no setor de TI, visando diminuir o “hiato digital” observado entre o Brasil e outros países, que teve como ferramenta a ampliação de escopo do porte das empresas elegíveis para a linha de financiamento PROSOFT, do BNDES.

Ferreira e Callado (2014) afirmam que a curva de crescimento do setor de TI é ligeiramente independente do crescimento econômico do país, já que os serviços de tecnologia são demandados tanto em projetos de expansão e inovação como redução de custos e ganhos de escala (BRASSCOM, 2011 *apud* FERREIRA, CALLADO, 2014).

Ainda segundo os autores, a participação de um número significativo de pequenas e médias empresas, e um fluxo contínuo de surgimento de pequenas empresas inovadoras, contribui para a ampliação da fragmentação do setor, que somadas às necessidades constantes de investimentos neste segmento mantém a atratividade dos movimentos de F&A (BATISTA *et al.*, 2014 *apud* FERREIRA, CALLADO, 2014).

Ferreira e Callado (2014) chegaram a conclusão de que o setor de Tecnologia da Informação destaca-se no período de análise se mantendo na liderança do volume de operações a partir de 2008. Este crescimento acentuado está relacionado não só a consolidação do setor conta com diversas pequenas e médias empresas, mas também aos incentivos promovidos pelo BNDES e o baixo valor

de mercado das transações quando comparado com companhias americanas e europeias (BATISTA *et al.*, 2014 *apud* FERREIRA, CALLADO, 2014).

Em 2019, a TOTVS fechou o 2T19 com receita 8,8% maior (em relação ao mesmo período de 2018), totalizando R\$ 564 milhões de receita, especialmente pela aceleração da receita recorrente¹⁵.

Por ter um histórico de diversas fusões e aquisições, a TOTVS tornou-se um objeto de estudo interessante para se avaliar economicamente o comportamento desse tipo de movimentação. Para a presente dissertação, é interessante que o histórico de aquisições da TOTVS seja dividido em 3 etapas, tendo como marco a aquisição da Datasul, em 2008, que revolucionou o mercado de ERP brasileiro, posicionando a companhia como líder indiscutível. Cabe mencionar que a Datasul também era uma empresa que adotava uma agressiva política de aquisições, incluindo empresas como Informenge, Meya, Próxima, Soft Team, Bonagura, entre outras.

Sendo assim, partindo do IPO que ocorreu em 2006, até a aquisição da Datasul, em 2008, temos a 1ª etapa de análise (fase 1). O período posterior, até 2015 quando houve a aquisição da Bematech, será a 2ª etapa de análise (fase 2) e, de 2015 em diante, farei uma análise das circunstâncias que fizeram a TOTVS estar no patamar que está hoje, após a aquisição da Bematech (fase 3). Posteriormente, apresentarei minhas conclusões com respeito ao processo de crescimento e dos indicadores..

É importante que o leitor tenha em mente que, apesar de nos antecedentes históricos ter focado no software ERP (carro-chefe da empresa em questão), todos os produtos, serviços e softwares que serão mencionados assim como os produtos das empresas adquiridas, estão ligados à este, ainda que com o passar dos anos tenha havido uma natural especialização e avanços tecnológicos com base no modelo de aquisições da TOTVS assim como investimentos orgânicos em P&D.

¹⁵ Modalidade em que a receita é baseada na venda de produtos que são pagos com uma frequência pré-determinada, também sendo interpretado com um modelo de assinaturas. As vantagens da adoção desta modalidade são: fidelização dos clientes, planejamento da empresa e parceria estratégica

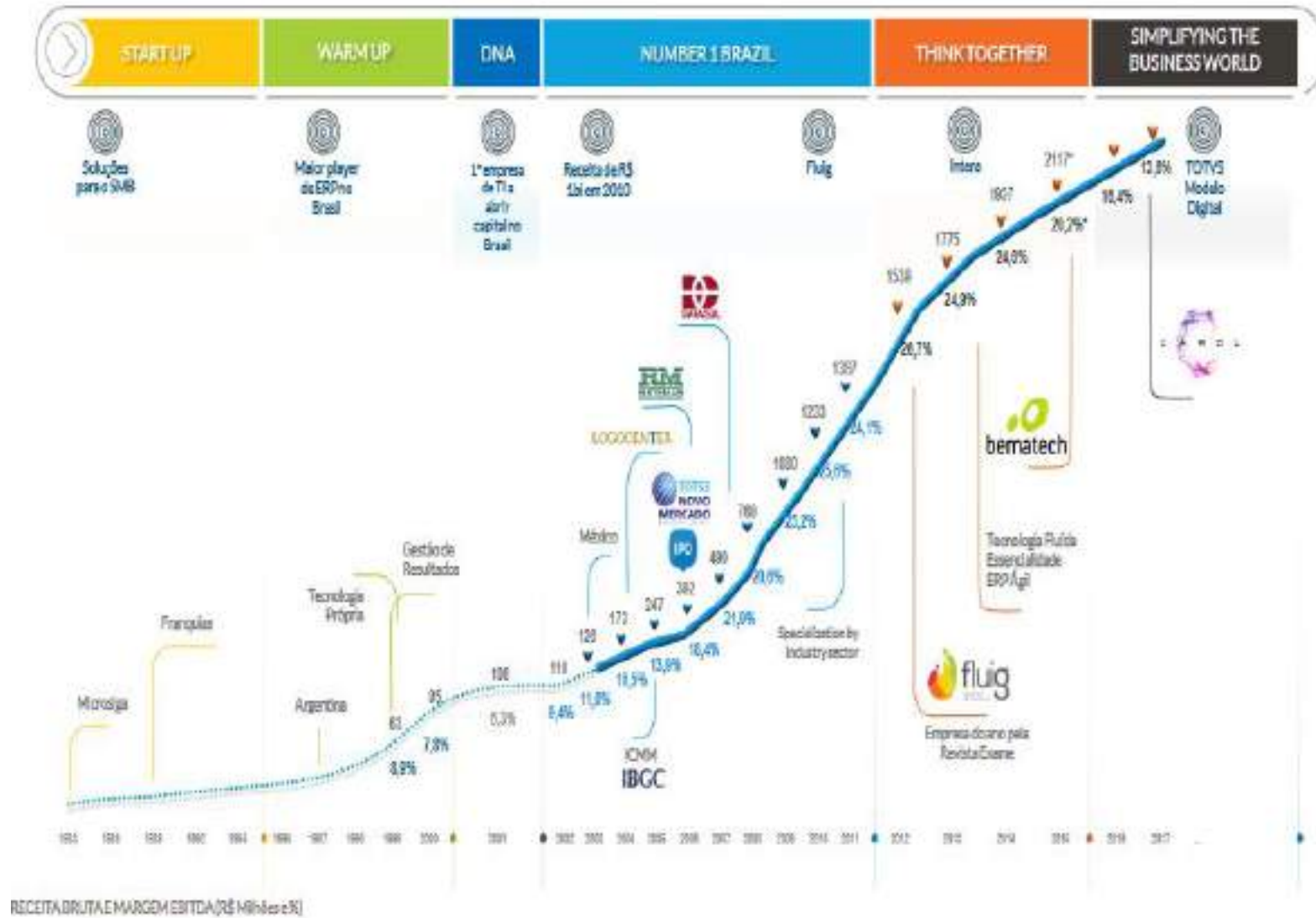


Figura 3 - Trajetória TOTVS
 Fonte: TOTVS (2019a)

Linha temporal das fusões e aquisições da TOTVS S.A.			
Ano	Evento	Segmento	Descrição
1983	Fundada a Companhia Microsiga Software S.A.	-	-
1990	Abertura da primeira franquia	-	-
1997	Abertura da primeira unidade fora do país (Microsiga Argentina)	-	-
1999	Entrada da Advent, que representava 25% do capital social da companhia. Etapa importante de consolidação e expansão internacional da TOTVS	-	-
2003	Aquisição de ativos da empresa Sipros, no México, e abertura da Microsiga México	-	-
2005	Aquisição da Logocenter	Industrial	Software ERP
	Recompra dos 25% da Advent na companhia	-	-
	Admissão da BNDESPAR como sócia da companhia com 16,7% do capital social	-	-
	Constituição da TOTVS - BMI	-	-
2006	Abertura de capital (IPO) na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, atual B3)	-	-
	Aquisição da RM Sistemas S.A.	Construção civil, educação e outras áreas	Desenvolvedora de SW de gestão empresarial. Quando foi comprada, tinha 16k clientes e 44 unidades de negócios, com 1,6k funcionários
2007	Aquisição do Capital Integral da TOTVS - BMI	-	-
	Aquisição da Midbyte (Vitrine)	Varejo	Permitiu a TOTVS atuar com mais velocidade e firmeza no segmento de pequenos varejos
	Aquisição da BCS	Juridico	Automação de escritórios jurídicos. "(...) o movimento de IPO de diversas companhias e o aumento da demanda das áreas jurídicas corporativas e pessoa física tem impulsionado o segmento."
	TOTVS e Quality constituem uma join venture - TQTV D - para atuar no segmento de TV digital	TV digital	-
	Aquisição da IOSSTS	-	Inteligência Organizacional, Serviços, Sistemas e Tecnologia em Software Ltda
2008	União com Datasul S.A.	Software ERP em varios segmentos	Pioneira no desenvolvimento e comercialização de soluções integradas de softwares de gestão empresarial. Os softwares desenvolvidos pela Datasul destinam-se a automatizar e gerenciar processos, tais como finanças, recursos humanos, logística e manufatura, dentre outros
	Aquisição da Setware Informática Ltda.	-	-
2009	Aquisição da Hery Software Ltda.	Distribuição	A Hery é uma das mais representativas Franquias de Distribuição (FDis), oriunda da Datasul
	Aquisição (70%) da Totalbanco Consultoria e Sistemas Ltda.	Financial services	-
	Aquisição (20%) da YMF Arquitetura Financeira de Negócios (já detinha 80%)	Financial services	Desenvolvimento e distribuição de software e serviços na área de gestão de investimentos (pertencia a Datasul)
	Aquisição (10%) da TOOLS Arquitetura Financeira de Negócios (já detinha 90%)	Financial services	Desenvolve tecnologia para gestão de crédito (pertencia a Datasul)
	Aquisição (40%) da R.O. Resultados em Outsourcing (já detinha 60%)	Serviços	Possui como atividade principal a terceirização de processos relacionados às rotinas de administração de pessoal e recursos humanos.
2010	Aquisição da Mafpa Serviços de Informática Ltda.	Distribuição, suporte e vendas da antiga RM Sistemas	Com a aquisição, a Totvs continuou a consolidação dos canais de distribuição nas cidades de Brasília, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, São Paulo e Recife
	Aquisição da SRC Serviços em Informática Ltda.	Financial services	Concentra operações das franquias de desenvolvimento Logistics Solutions, Futura Soluções em Finanças, Acton Desenvolvimento e Consultoria de Negócios, SGP e Autus (pertencia a Datasul)
	Aquisição (45%) da TQTV D Software Ltda. (já detinha 55%)	TV digital	-
	Aquisição (30%) da Midbyte Informática S.A. (já detinha 70%)	Varejo	-
	Aquisição das M2I Serviços de Implantação de Software Ltda. e da M2S Serviços de Suporte Ltda.	Comercialização, implementação e suporte do produto RM na Bahia	-

2011	Aquisição (30%) da Totalbanco Consultoria e Sistemas Ltda. (já detinha 70%)	Financial services	-
	Aquisição da Gens Tecnologia e Informática Ltda.	Saúde	-
2012	Investimentos para aceleração na start-up UMOV.ME	Mobilidade	Plataforma em nuvem na modalidade SaaS. Facilita o acesso a sistemas de gestão através de dispositivos móveis (Smartphones e Tablets)
	Aquisição de 100% do capital social da W&D PARTICIPAÇÕES S.A ("PC Sistemas").	Distribuição, Atacado e Varejo, incluindo o atacarejo	Líder do segmento com 34% dos distribuidores/atacadistas. Sinergias através de canais de distribuição e complementaridade de portfólios
2013	Aquisição (68,5%) da Ciashop Soluções para o Comércio Eletrônico S.A.	e-commerce	Desenvolvedora de plataforma de e-commerce em nuvem, com mais de 80% da receita como recorrente. Permite a TOTVS ampliar o potencial de suporte a seus clientes pertencentes aos mais diversos segmentos de atuação que têm ou pretendem ter uma operação de e-commerce
	Aquisição da Seventeen Tecnologia da Informação em Informática Ltda.	Planos de saúde	Desenvolve soluções de gestão TOTVS utilizadas por grandes operadoras de planos de saúde. Com a aquisição, adquiriu know-how de desenvolvimento e atendimento para este subsegmento bastante especializado
	Aquisição da RMS Software Ltda. e da Webstrategie Software Ltda.	Varejo e supermercados	-
	Aquisição (60%) da PRX Soluções em Gestão Agroindustrial Ltda. e P2RX Soluções em Software S/S Ltda.	Agroindustria	-
2014	Aquisição de 100% do capital social da VIRTUAL AGE SOLUÇÕES EM TECNOLOGIA LTDA. ("Virtual Age").	Textil	A Virtual Age desenvolve, fabrica e licencia softwares/sistemas de computador no modelo SaaS para a indústria de confecção, indústria têxtil, gestão de franquias e para lojas de varejo.
	Aquisição de 60% do capital social da NEOLOG CONSULTORIA E SISTEMAS S.A. ("Neolog").	Logística	Focada em soluções de software para o setor de logística
	Aquisição (40%) da TOTVS Soluções em Agroindústria S.A. ("TOTVS Agro", antiga PRX Soluções em Gestão Agroindustrial Ltda.) e aquisição (40%) da P2RX Soluções em Software S.A. (já detinha 60%)	Agroindustria	-
2015	Reorganização Societária entre TOTVS S.A. e BEMATECH S.A. ("Bematech"), resultando na titularidade, por TOTVS, de 100% das ações de emissão de Bematech.	Serviços/soluções para hotéis e transporte de passageiros	Apesar de a operação ter ocorrido em 2015, as equipes de vendas só começaram a operar em conjunto a partir de 2016. Porém, os resultados de 2015 já consideravam os resultados proforma, ou seja, como se a Bematech fizesse parte do grupo desde 2005. Reforçou o posicionamento da TOTVS no segmento de serviços, que passou a representar 16% da receita líquida total proforma de 2015.
2016	Alienação de 100% do capital social da R.O. RESULTADOS EM OUTSOURCING S.A. ("Resultados em Outsourcing").	Serviços	Com a alienação do capital, a Totvs reforça sua estratégia de especialização, trazendo um parceiro focado no setor de BPO de recursos humanos para impulsionar suas soluções, agregando o know-how de negócios da Propay em suas ofertas para este mercado.

Tabela 2 - Histórico de Aquisições TOTVS

Fonte: elaboração própria a partir de dados disponibilizados pela TOTVS na área de RI

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (proforma)	2015 (proforma)	2016	2017	2018
EBITDA	52.212	70.622	144.156	178.936	249.265	289.552	308.683	378.048	402.078	526.392	456.913	358.728	303.498	348.316
%Variação		35,3%	104,1%	24,1%	39,3%	16,2%	6,6%	22,5%	6,4%	30,9%	-13,2%	-21,5%	-15,4%	14,8%

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (proforma)	2015 (proforma)	2016	2017	2018
Margem EBITDA	16,7%	18,8%	21,8%	21,2%	25,2%	25,6%	24,1%	26,7%	24,9%	23,9%	20,2%	16,4%	13,6%	15,0%
Variação pontos base		210	300	-60	400	40	-150	260	-180	-100	-370	-380	-280	140

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (proforma)	2015 (proforma)	2016	2017	2018
Receita líquida	311.800	376.295	439.679	844.854	988.680	1.129.475	1.279.200	1.414.000	1.611.800	2.198.023	2.262.248	2.183.786	2.227.330	2.320.269
%Variação		20,7%	16,8%	92,2%	17,0%	14,2%	13,3%	10,5%	14,0%	36,4%	2,9%	-3,5%	2,0%	4,2%

Tabela 3 – Principais Indicadores de Desempenho
Fonte: elaboração própria a partir de dados disponibilizados pela TOTVS na área de RI

4.3. O PROCESSO DE CRESCIMENTO DA TOTVS S.A.

4.3.1. FASE 1 (2005 – 2008)

Este período foi marcado pela internacionalização da TOTVS, uma estratégia agressiva visando novos mercados, com uma estratégia de aquisição de empresas com foco naquelas conceituadas como médias e pequenas, com faturamento entre US\$ 5mi e US\$ 1 bilhão. Segundo os próprios administradores da TOTVS, a estratégia de aquisição era voltada para produtos verticais e empresas “que no final do dia fizesse com que vendesse mais softwares”.

No período entre 2005 e 2008, a TOTVS teve um desempenho financeiro e operacional impecável. Em março de 2006, a TOTVS realizou sua bem-sucedida abertura de capital (IPO), continuou o processo de consolidação que havia estabelecido em seu planejamento estratégico e cresceram em receita, EBITDA e margem. O desempenho operacional é explicado através do aumento do número de clientes do modelo corporativo (um crescimento de mais de 60%). Logo após o IPO, a TOTVS completou a aquisição da RM Sistemas, uma desenvolvedora de SW de gestão empresarial. Com os resultados consistentes, argumentou-se que a indústria em que a TOTVS. Neste período, o modelo de negócios ainda era baseado na venda de licenças, com uma parcela importante oriunda de receita de manutenção. O modelo de subscrição ainda estava emergindo, no modelo corporativo. Cada vez mais o modelo de vendas da TOTVS começou a expandir no sentido da subscrição e da recorrência, mas as licenças ainda eram parte fundamental.

Segundo TOTVS (2007c), a empresa então possuía vantagem competitiva com base em 3 pilares: posicionamento de mercado, flexibilidade do produto e a fórmula de distribuição, sendo estes os recursos que podemos chamar de *core competences*, que conferiam vantagem competitiva difícil de ser perdida no curto e médio prazo. Desde a última década dos anos 90, a TOTVS adotava um modelo híbrido de franquias, que seguiu sendo adotado após a aquisição da Logocenter e da RM Sistemas. Consiste em um modelo muito parecido com os *fast-foods*, em que há um foco regional nos esforços de vendas. Ainda em 2007, a empresa completou a aquisição de 100% do capital de 2 empresas, além de uma *joint venture*:

- adquiriu a empresa Midbyte, que com o software Vitrine, especializado no setor de varejo, permitiu à TOTVS, atuar com mais velocidade e firmeza no segmento de pequenos varejos;

- adquiriu a empresa BCS, especializada em automação de escritórios jurídicos. Sobre esta aquisição, a TOTVS atribui a importância estratégica do segmento ao movimento de IPO de diversas companhias e o aumento da demanda das áreas jurídicas corporativas e pessoa física tem impulsionado o segmento.

A TOTVS atribui o desempenho operacional consistente ao sucesso das vendas de licenças de uso, valendo destacar que não se trata apenas da atração de novos clientes, mas da fidelização dos clientes da base (receitas de manutenção e serviços) e aumento do ticket médio. Temos, então, que a aquisição das empresas BCS e Midbyte fortaleceu a linha de produtos da complementares, permitindo a alavancagem junto ao modelo de franquias, de forma a avançar no desafio de implementação de softwares de gestão empresarial a todos os clientes.

O ano de 2008 merece destaque nesta análise, por uma série de fatores:

- O contexto econômico global era de crise, com desaquecimento da economia global, escassez de crédito, queda no investimento global de TI e baixo crescimento projetado do PIB;
- Papel ativo do governo brasileiro em cenários de crise internacional e incerteza, frente a fatores que geralmente provocam retração nas operações de F&A¹⁶;
- Integração da BCS e Midbyte, ambas compradas em 2007;
- Aquisição da Datasul¹⁷, permitindo a atuação em diversos segmentos devido aos conhecimentos adquiridos.

Com o modelo de franquias estabelecido na TOTVS, agora no que se chama de “full TOTVS”, sem separação de empresas e *brands*, a aquisição das empresas Logocenter e RM Sistemas fez o número de vendas atingir um nível recorde o número de vendas foi recorde e também a taxa de renovação. Sobre este aspecto, é possível então atribuir à crise, uma necessidade maior

¹⁶ O estudo do IPEA (2014), inclusive, ressalta este como fator primordial que fez com que a empresa alcançasse a liderança do setor. Logo, o BNDES, além de suas funções tradicionais de fomento, se tornou um instrumento de política fiscal anticíclica durante a crise, garantindo um expansionismo econômico. Em 2008, o relacionamento da TOTVS com o BNDES foi reforçado (TOTVS, 2009c).

¹⁷ Pioneira no desenvolvimento e comercialização de soluções integradas de softwares de gestão empresarial, destinados a automatizar e gerenciar processos, tais como finanças, recursos humanos, logística e manufatura.

de controle de custos em tempos de crise, gerando uma maior necessidade por software de gestão empresarial como o ERP.

É preciso ressaltar, inclusive, a curva crescente de aprendizado em transações de M&A. Na figura abaixo, consta a comparação dos 3 meses posteriores à operação, onde DT significa “depois de TOTVS” e AT significa “antes de TOTVS”, constatando-se que houve um aumento notável da margem EBITDA principalmente após a aquisição da Datasul.



Figura 4 - Curva de Aprendizado em transações de M&A
Fonte: TOTVS, 2008a

Portanto, as aquisições fazem com que a TOTVS se torne muito mais competitiva, de tal forma que o foco não é o preço dos produtos, dos serviços ou dos softwares. O ERP é vendido com um foco diferente, de forma a tornar o cliente mais competitivo. Dado este posicionamento frente ao mercado e com mais treinamentos, estrutura, canais de distribuição e mais talentos (vindos da Datasul), as receitas de licenças de software tiveram um salto de 36,8% em relação à 2007, de forma que é o gatilho das receitas da empresa, aumentando o *market-share* e adquirindo mais de 2,4k clientes. Todo o bom desempenho da empresa é atribuído ao desempenho de vendas de licenças de softwares de gestão.



Figura 5 - Desempenho Fase 1

Fonte: elaboração própria a partir de dados disponibilizados pela TOTVS na área de RI

De acordo com os dados compilados acima e o histórico apresentado anteriormente, o que se segue é que o período ao qual denominei fase 1, foi marcado por um excelente desempenho operacional e ganhos de sinergia. O perfil das empresas adquiridas pela TOTVS está em linha com o *core business* da empresa, que sempre foi o software, sendo o objetivo principal a busca por competências e know-how para poder entrar em certos segmentos de mercado com uma vantagem competitiva considerável que lhes permitisse conquistar a liderança do setor.

4.3.2. FASE 2 (2009 – 2015)

Esse período foi marcado pela crise que se seguiu desde 2008, e por várias conquistas da TOTVS: ganho de mercado, fortalecimento da marca, melhoria de processos internos, reforço no atendimento e segmentos específicos, elevação de investimentos em pessoas e aumento no volume de investimento em tecnologia. Houve um reforço da atuação em segmentos no modelo de negócios da TOTVS, que em conjunto com os fortes fundamentos do setor de TI, trouxeram resultados favoráveis. A marca TOTVS foi fortalecida e todas as empresas adquiridas passaram a ser reconhecidas como uma só marca unificada,

Os resultados consistentes obtidos em 2009 foram pautados em fortes fundamentos e abordagem em segmento e com base na premissa de que o mercado brasileiro é pouco penetrado, com apenas 7%, segundo estudo da Gartner. Com a iminência da Copa do Mundo de 2014, as

Olimpíadas de 2016, o cenário macroeconômico era favorável, facilitando a entrada de investimentos que ocorreram nos anos seguintes, criando diversas oportunidades para a TOTVS, com a criação de demandas adicionais por software.

A base dos resultados seguiu sendo a venda de licenças¹⁸, de forma que se cresce a receita de licenças, puxa o crescimento da receita de serviço e manutenção. Na parte de aquisições, a TOTVS deu seguimento à integralização de todas as subsidiárias da Datasul, de forma a expandir os segmentos de atuação, tendo destaque o setor de *financial services*, conforme tabela 3.

Neste mesmo período entrou em cena o conceito de Software as a Service (SaaS), de tal forma que a TOTVS foi reconhecida como uma das poucas empresas ligadas à software de gestão capaz de somar, ao mesmo tempo, pioneirismo, crescimento e lucratividade. Apesar de também terem ocorridas aquisições de menor relevância, é importante ressaltar que o impacto destas é tão importante quanto, principalmente no que diz respeito à estratégia de consolidar os canais de distribuição. As parcerias com empresas como a IBM e o foco na ampliação dos investimentos em segmentação, não vendendo só ERP básicos, permitiu o aproveitamento de uma melhor estrutura de vendas e implantação da empresa norte-americana em países de crescimento acelerado, em tese, daria a TOTVS a possibilidade de complementar os serviços dos clientes com as ofertas atuais.

Em 2010, a empresa havia praticamente dobrado de tamanho, em relação a receita bruta e líquida de 2005 (figura 6):

¹⁸ O gatilho é explicado de tal forma que a venda de novas licenças, no futuro, leva a novas receitas de serviços e manutenção e, segundo os resultados apresentados no release de 2009, a receita de manutenção cobrIA 70% do total de custos e despesas da TOTVS.

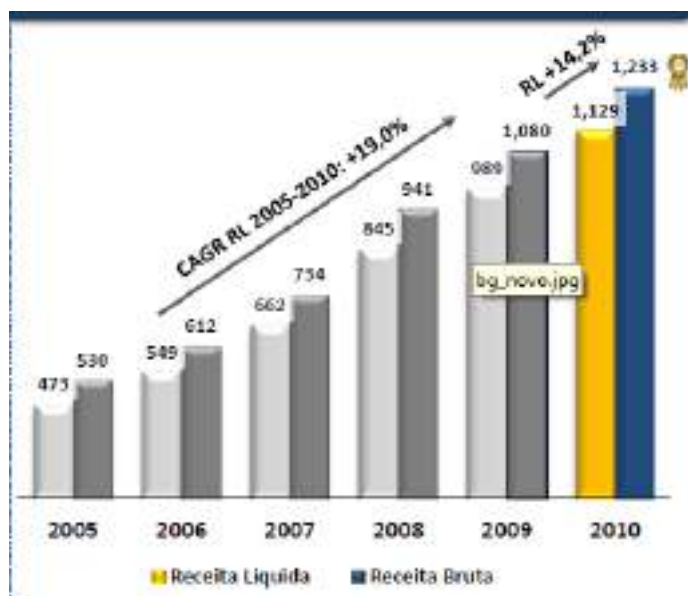


Figura 6 - Variação tamanho TOTVS (Fase 2)
Fonte: TOTVS (2010a)

Nota-se na tabela 3 que, dentre esse período, houve um desempenho abaixo do esperado em 2011 que deve ser avaliado, ao passo que a empresa não vinha realizando aquisições relevantes e a economia, que estava aquecida, logo desacelerou. O mau desempenho das vendas de software, que é a atividade fim da empresa e é tida como gatilho das demais fontes de receita, foi o que prejudicou os resultados. Porém, acredita-se que só não foi pior devido à estabilidade das receitas recorrentes, oriundas de manutenção e serviços, que fidelizam os clientes. Ou seja, o mix de soluções oferecidas e o foco na segmentação conferem a possibilidade de extrair receita de outros meios, permitindo que haja estabilidade em um ambiente de desempenho financeiro em momentos de incertezas econômicas, e a partir desse ano a empresa passou a atuar de forma distinta, com foco muito maior em segmentação uma vez que a tendência do mercado é uma demanda maior por conhecimentos específicos do negócio dos clientes. Foram, então, estabelecidas as seguintes diretrizes:

- Reforçar segmentação;
- Desenvolver negócios cada vez mais escaláveis;
- Disseminar a plataforma tecnológica da TOTVS;
- Acelerar o crescimento via aquisições.

Em 2012, a TOTVS realizou a aquisição da PC Sistemas e empreendeu investimentos para aceleração da *start-up* UMOV.ME, buscando reforçar a liderança de mercado e posicionamento estratégico, “agregando negócios com perspectivas de altas taxas de crescimento e possibilidades claras de sinergias com a TOTVS, assim replicando o histórico da companhia de crescer com expansão de margem e agregação de valor.

“Entendemos que a TOTVS tem uma posição diferenciada no mercado brasileiro para gerar sinergias em aquisições, quando levamos em conta nossa plataforma tecnológica própria, nosso amplo leque de produtos e soluções, assim como nossa vasta rede de distribuição em escala continental.” (TOTVS, 2013b).

Com a PC Sistemas, que até então era líder do segmento de distribuição, atacado e varejo, a TOTVS obteve sinergias através de canais de distribuição e complementaridade de portfólios. O modelo de atendimento diferenciado da PC Sistemas foi preservado e a partir da aquisição, não só o portfólio da TOTVS foi ampliado, mas o espectro de opções da PC também foi beneficiado. Com maior foco na segmentação e especialização em setores como varejo, as vendas de licenças voltaram a uma tendência crescente.

Com a Umov.me, fornecedora de plataforma tecnológica de mobilidade corporativa na nuvem, na modalidade SaaS, passou a prover soluções para empresas de diferentes portes e segmentos de atuação, com suporte a múltiplas plataformas, facilitando a automação de processos e sua integração aos sistemas de gestão.

A administração analisou o período de 2012 com base em três pilares: crescimento, fidelização e margem, de forma que os indicadores apontam que a TOTVS continua no rumo dos objetivos estratégicos, tendo a rara combinação de resiliência, captura de crescimento e expansão de margem.

Em 2013, uma nova série de agressivas aquisições foi posta em prática, agora com recursos do financiamento PROSOFT do BNDESPAR, visando outros segmentos nos quais a TOTVS não tinha atuação ou que estava com um *gap* de conhecimento, como parte da estratégia de segmentação, incorporando know-how específico às soluções e força de vendas, com oportunidade de captura de sinergias, especialmente por meio de vendas cruzadas.

Nas diretrizes traçadas no planejamento estratégico de 2014-2020, foram definidos 5 direcionadores como prioridade: mais simplicidade nos processos de estrutura, mais ágil, reduzindo o ciclo de desenvolvimento e implementação, sendo mais eficientes e produtivos; mais conectados, conectando seus clientes e usuários por meio dos mais diversos dispositivos; mais clouds, programas de plataformas e soluções de gestão integrada; mais essencial ao core business dos nossos clientes.

- + simples
- + ágil
- + conectado
- + cloud
- + essencia

Quanto aos resultados de 2014, foi posta em prática uma outra forma de divulgar os resultados, permitindo analisar melhor as fontes de receita e onde a empresa estava tendo mais retorno, separando por segmento. Logo, nota-se que apesar de o segmento de manufatura liderar em 2014, o segmento que mais aumentou a participação da receita foi o setor de varejo, como resultado da diversificação de segmentos de atuação.



Figura 7 - Receita x setor 4T14
Fonte: TOTVS (2014a)

A partir de 2014, a empresa passou a adotar cada vez mais o modelo de subscrição em suas vendas e é importante comentar como isto impacta os projetos futuros da empresa. Ao ter rendas recorrentes, é possível mostrar a evolução da posição de caixa ao longo dos anos, no final do período, como foi o caso da TOTVS em 2014, é possível fechar o ano com uma posição de caixa positiva, que indica um potencial de geração de caixa e capacidade financeira para executar os

planos de investimentos orgânicos e inorgânicos. Ainda em 2014, a TOTVS realizou a aquisição da Virtual age, que possibilitou uma maior atuação no segmento têxtil, passando a ter um portfólio altamente diversificado.

4.3.3. FASE 3 (2015 – 2019)

O período a partir de 2015 foi e segue sendo, um período complicado na economia brasileira. Em 2015 a economia atravessava uma recessão econômica e crise/instabilidade política, um panorama que segue até hoje. O PIB caiu 3,8%, a maior queda desde 1990; a inflação superou 10% ao final do ano, com IPCA médio de 9% e IGP-M¹⁹ médio de 6,5%. O câmbio teve uma desvalorização de 48,8%²⁰. Neste sentido, os resultados da TOTVS foram amplamente afetados por este panorama que, junto às estratégias adotadas ao longo do ano, fizeram com que pela primeira vez o desempenho financeiro e operacional tivesse uma variação negativa em relação ao período anterior, encerrando uma trajetória crescente de mais de 20 anos.

Muito deste resultado negativo é explicado pela aquisição da Bematech em 2015, que visava reforçar o posicionamento da TOTVS no segmento de serviços de hospitalidade e se tornar o maior provedor de soluções para o varejo, que passou a representar 16% da receita líquida total.

Com a aquisição da Bematech, a TOTVS passou a ter também em seu portfólio um braço de hardware (impressoras de nota fiscal), um dos carros chefes da empresa adquirida, que a fez expandir suas operações com sucesso, indicando uma diversificação fora dos moldes pelos quais vinha fazendo aquisições, ao ter recursos que não estavam diretamente em linha com os seus originais. Cabe comentar que, assim como a Datasul, a Bematech também havia adotado uma agressiva estratégia de aquisição de empresas para ganhos de escala e de mercado.

A queda dos indicadores de desempenho, oriundas da aquisição é explicada pela transição do modelo comercial que conforme mencionado várias vezes, cada vez mais passava a ser o de subscrição, além da queda de atividade econômica.

¹⁹ Índice Geral de Preços do Mercado, criado para medir o movimento dos preços de forma geral, sendo mais abrangente que outros índices do mercado

²⁰ TOTVS, 2016c

Cabe complementar que com a mudança da natureza da receita, passando a ser cada vez mais do tipo recorrente (SaaS – modelo de subscrição), a expectativa que se tinha para os anos seguintes era de que a TOTVS ficasse cada vez mais fortalecida a médio e longo prazo. Ficou, então, estabelecido que para 2016 em diante, a estratégia deveria ser converter cada vez mais clientes para subscrição.

“Em 2015, o licenciamento de software encolheu, mas a subscrição venceu, com um crescimento acima de 25% e dita o fortalecimento da TOTVS a médio e longo prazo”
(TOTVS, 2016b)

A partir da aquisição da Bematech e dos recursos incorporados, foi desenvolvido em 2016 o Bemacash, combinando software com equipamento de automação comercial e soluções fiscais da Bematech, visando o segmento de microempresas em áreas como comércio, vestuário, bares, restaurantes, etc. O objetivo era não só explorar mais ainda o mercado de microempresas, mas também fazer da Bemacash porta de entrada para as outras soluções de negócio, contribuindo para a geração de novas oportunidades de venda de software no médio prazo, para as microempresas que se tornasse pequenas e médias. O Bemacash passou a ser visto como fundamental na estratégia de varejo que é o setor mais importante da TOTVS, ao passo que sendo um único software, numa única versão, rodando em diferentes plataformas de meios de pagamento, integrados através da Internet, na captura e busca de informações para o fortalecimento dos micro e pequenos negócios, o produto é único e isso faz com a liderança no varejo seja mantida. Cabe ainda constatar que o Bemacash incorporou todas as características já apresentadas como pilares para os anos que seguiriam depois de 2013: é uma solução simples, fácil, ágil, cloud.

Ao longo dos anos de 2015 até 2019, as vendas de hardware continuaram em ritmo decrescente. Neste período, a TOTVS investiu ainda mais na inovação das soluções, especialmente em plataforma, cloud e mobilidade, e cresceram mais de 20% em subscrição em um ano de recessão econômica no Brasil, e o hardware nunca teve espaço nas estratégias de investimento que não fosse o aproveitamento para o Bemacash (que logo viria a ser agnóstico, ou seja, independente das plataformas de hardware da Bematech).

Já em 2017, a TOTVS retomou a trajetória de crescimento e muito se deve à evolução da subscrição de software. Essa evolução da subscrição foi fruto da jornada digital pela qual a TOTVS

estava passando, transformando-a cada vez mais em uma empresa de subscrição (“*Subscription Company*”). Como consequência dessa transição, a estrutura de custos e despesas cresceu em ritmo superior ao da receita. Com este aumento dos custos e despesas, somado aos efeitos da recessão econômica brasileira, todos os indicadores de desempenho caíram, com exceção da receita líquida, que teve um aumento de 2,0 p.p.

Em 2018, o foco continuou sendo o sucesso dos clientes, com o propósito de “Simplificar o Mundo dos Negócios”, apoiando os clientes na jornada digital, ofertando as melhores soluções de negócio para empresas de todos os portes e segmentos. Finalmente houve uma retomada da aceleração do crescimento da receita de software, mesmo diante de um cenário econômico de recuperação lenta e gradual. Essa aceleração foi associada à maior eficiência operacional e tal desempenho reitera a trajetória positiva de crescimento da receita de software e a consolidação da recuperação da margem EBITDA de software. Em outras palavras, as operações de software são a prioridade da TOTVS. Dito isso, os resultados passaram a ser reportados de forma diferente a partir de 2018, para que possam ser analisados os resultados separados entre software e hardware, incluindo a margem EBITDA e o EBITDA.

Conforme é possível constatar no quadro abaixo, a receita de software teve um desempenho positivo, ano a ano, enquanto a receita de hardware seguiu com desempenho fraco, caiu 10,8% ano a ano.

Receita Líquida e EBITDA (em R\$ mil)	2018	2017	Variação (2018/2017)
Receita Líquida Total	2.320.269	2.227.330	4,2%
Software	2.111.160	1.992.911	5,9%
Hardware	209.109	234.419	-10,8%
EBITDA Ajustado Total	348.316	303.498	14,8%
Margem EBITDA Ajustada Total	15,0%	13,6%	140 pb
EBITDA Ajustado Software	347.014	294.275	17,9%
Margem EBITDA Ajustada Software	16,4%	14,8%	160 pb
EBITDA Ajustado Hardware	1.302	9.223	-85,9%
Margem EBITDA Ajustada Hardware	0,6%	3,9%	-330 pb

Tabela 4 - Desempenho 4T18
Fonte: TOTVS (2018c)

Os resultados mostram que a TOTVS já construiu seu modelo de subscrição que, juntamente ao seu modelo de manutenção, representam uma sólida base de receitas recorrentes e

altas taxas de renovação de clientes, que atingiu a taxa de 97,9% em 2018. Além das vendas de licenças, o ritmo de vendas de serviços e maior eficiência na entrega de projetos também contribuíram para o crescimento ano a ano das receitas não recorrentes.

Entende-se, portanto, que com as aquisições realizadas e a absorção de todos os recursos oriundos das empresas, a TOTVS passou a absorvê-los de forma mais eficiente, ao elevar o grau de segmentação e também na reversão das receitas de acordo com cada setor, onde se tem destaque dos setores de varejo, financial services, manufatura, serviços e logística, que correspondiam em 2018 a 80% da receita de software, ou seja, um crescimento acima da média geral de software de forma que essa diversidade de setores atendidos permite à TOTVS capturar oportunidades de crescimento de vendas em diferentes momentos econômicos, que se somam à resiliência da receita recorrente.

Em maio de 2019, tendo em vista os desempenhos negativos das receitas de hardware e o baixo ritmo de vendas, a unidade de hardware herdada da Bematech foi vendida à empresa Elgin, fabricante brasileiro que atua no ramo de automação comercial e tem impressoras fiscais em seu portfólio voltado à automação desde 1999, segundo dados divulgados pelo site Convergência Digital (2019). A venda pôs fim a um dos investimentos mais malsucedidos da história da TOTVS. Quando foi comprada, o objetivo era obter vantagens competitivas junto ao setor de varejo, onde a concorrente Linx tem uma presença muito forte, mas o que a empresa mais conseguiu aproveitar da aquisição foi a Bemacash que conforme mencionado anteriormente, passou a ser agnóstica. Além disso, foi decidida pela migração e centralização de todas as soluções de TEF – Transferência Eletrônica de Fundos - da estrutura de hardware para a de software, o que acarretou um aumento das “provisões para *impairment*”.

Além da venda da parte de hardware da Bematech, o primeiro semestre de 2019 foi marcado pelo anúncio de investimento em joint venture com a VTEX, também do varejo, e o anúncio do posicionamento como “techfin”. Isto é, uma empresa que tem tecnologia e software no DNA, mas que não passará a ser instituição financeira. Com os relacionamentos com os clientes já enraizados e estabelecidos, sendo este um grande diferencial competitivo, a TOTVS enxerga uma possibilidade de ampliação do atual escopo de atuação, avançando na cadeia de valor e agregando serviços financeiros. Assim, estabeleceram em seu planejamento estratégico a busca em se estruturar para criar soluções inovadoras que combinem a tecnologia TOTVS com a de parceiros

para simplificar, ampliar e baratear o acesso dos clientes ao crédito e a serviços financeiros em geral.

Por fim, foi anunciado em maio de 2019 uma oferta pública subsequente (*follow-on*), que resultou em uma captação total de R\$1,067 bilhão. Estes recursos serão destinados para potenciais aquisições de empresas que possam contribuir para a execução da estratégia da TOTVS de fortalecimento do *core business* e de expansão para novos mercados, sendo que quaisquer recursos líquidos remanescentes serão utilizados para reforço de capital.

Conforme já antecipado, houve também a criação de uma *joint operation*²¹ com a VTEX, cujo foco é o desenvolvimento e distribuição de software para e-commerce no mercado brasileiro. Com esse movimento, a TOTVS se associou a principal plataforma de digital commerce, passando a oferecer soluções integradas de software de gestão e e-commerce aos seus clientes, avançando na cadeia de valor buscando capturar novas fontes de receita e deu início a sua estratégia de se tornar um parceiro de negócios, apoiando o cliente a melhorar sua performance de vendas.

4.3.4. ANÁLISE DO DESEMPENHO DA TOTVS

A partir da visão de que a firma é baseada em recursos e conforme já mencionado em seção preliminar, a firma encontra um limite na taxa de crescimento devido ao fato de os gestores não terem plena capacidade de aproveitar os recursos e os transformarem em base de conhecimento capazes de gerar crescimento (ANDRADE, 2016).

Sendo assim, temos que a TOTVS começou, primeiramente, a crescer organicamente, apenas com base em investimentos em recursos internos, em atração de recursos externos e governamentais, e em inovação, até se estabelecer como líder na América Latina. A partir do marco indicado (2005/2006), o cenário muda: os gestores passam a identificar a necessidade de expandir suas operações, de modo a diversificar os setores e segmentos, com o objetivo de “no final do dia sempre vender mais softwares”.

²¹ Segundo a Valor Consulting, é um negócio do qual duas ou mais partes têm o controle conjunto de uma dada operação ou empreendimento (joint venture). O negócio em conjunto tem as seguintes características: (i) as partes integrantes estão vinculadas por acordo contratual; (ii) o acordo contratual dá a duas ou mais dessas partes integrantes o controle conjunto do negócio.

Penrose (1959) afirmou que as firmas se diversificam porque essa é a melhor alternativa para aproveitar os recursos excedentes na procura pela realização do potencial de crescimento e, tendo em vista que objetivo principal da TOTVS era obter ganhos de escala e apesar de a literatura enxergar as fusões e aquisições como complemento da teoria do crescimento, o meio encontrado pela TOTVS para expandir suas operações foi via F&A. Cabe lembrar que, ainda segundo Penrose (1959), as F&A constituem “um dos métodos mais significativos e poderosos pelo qual as firmas de fato crescem” (PENROSE, 1959).

Seja via F&A, ou diversificação via inovação e P&D, a firma deve ter uma abundância expressiva de recursos e a estratégia adotada deverá ser de acordo com a base produtiva e/ou áreas de especialização. No que diz respeito aos recursos, destaca-se que o IPO feito em 2006, além da participação do fundo americano Advent e posterior entrada do BNDESPAR como parceiro, permitiram um acúmulo de capital em caixa suficiente para colocar em prática os objetivos estabelecidos em planejamento estratégico. Como é possível observar na figura 3, a TOTVS já se encontrava em uma trajetória de crescimento acelerada antes do IPO, com aumento de receita, EBITDA e margem, o que nos leva a inferir que não havia outro caminho natural que não fosse a expansão e crescimento da firma por outros meios.

Sobre este aspecto, a TOTVS relaciona este movimento não só à demanda, mas a um aumento da capacitação técnica das equipes, de forma que a aquisição da RM, assim como uma maior entrada de recursos financeiros com o IPO, permitiu uma especialização ainda maior, reforçando o ponto central deste presente estudo: o crescimento da firma com base em recursos. Em linha ainda com este discurso, temos as aquisições de 2007, em que a TOTVS pôde ampliar sua atuação no setor de varejo, com a aquisição da Midbyte e no setor jurídico, com a aquisição da BCS.

Segundo Laércio Cosentino (CEO), o foco das aquisições da empresa sempre foi se identificar com empresas que estejam alinhadas com o core business. Assim, quando querem introduzir uma nova linha de produto, buscam primeiro a cultura para conseguir desenvolver, ou fazer uma aquisição para ter o know-how para participar do segmento. Ressaltam, ainda, que não “trazem pra dentro” empresas que simplesmente ampliem o faturamento e o resultado:

“(...) tem que ser alguma coisa que tenha sinergia com nosso modelo expandido de negócio ou com nosso negócio inicial, que é software” (TOTVS, 2007b)

Partindo do discurso do CEO da TOTVS e conforme revisado no referencial teórico, temos que a firma, ao se deparar com duas alternativas de expansão via diversificação pode, ou aprofundar a área de especialização existente, seja em direção a industrias com bases tecnológicas/mercado semelhantes, ou em direção a industrias vizinhas do ponto de vista dessas bases de mercado e técnica. Tendo esses dados em mãos, e analisando indicadores de desempenho financeiro bem como a participação de mercado da empresa, temos que entre 2006 e 2008, conforme é possível observar no gráfico de evolução do EBITDA, a TOTVS teve um aumento de 253,3% desde 2006 e a receita líquida aumentou em 224,5% no mesmo período. O *market-share*, segundo Forte *et al.* (2016), até a aquisição da Datasul em 2008 era: TOTVS (24%), SAP (23%), Oracle (17%) e Datasul (16%). Assim, com a aquisição da Datasul, a TOTVS mesmo em um contexto de crise global, passou a ser líder de mercado. Segundo Forte *et al.* (2016), a isso se atribui também a entrada de IED, uma vez que o Brasil adquiriu um “grau de investimento” *Standard and Poor's*, favorecendo a entrada de recursos no país e alavancando a economia.

Assim, com base na análise dos indicadores de performance e no perfil das aquisições realizadas pela TOTVS, o período de 2006 e 2008 foi dentre todos que foram analisados no presente estudo, o de maior produtividade e eficiência nas operações de F&A, permitindo um alcance maior em relação às empresas de maior porte (SAP, Oracle), quando antes focava apenas nas SME, ofertando um *mix* de know-how e segmentação em mercados cuja demanda por ERP era elevada. Acredita-se que a efetividade e os ganhos de sinergia neste período se deve a três principais fatores: a menor exigência por recursos mais específicos e serviços mais segmentados, dado que ainda tratava-se de um setor que se desenvolvia e amadurecia em larga escala, no Brasil; a adoção de uma estratégia comercial diferenciada, que conseguiu adequar o modelo de franquias inspirado em *fast-foods* ao mercado de softwares, adotando não só características das industrias e segmentos específicos, mas também regionais, o que pode ser constatado no *market-share* da TOTVS neste período, com uma maior presença nacional da empresa; e a constatação de que o público alvo da empresa são as PMEs, que existem em maior número e, ainda assim, coexistem em um mercado pouco penetrado (TOTVS, 2009b). Neste sentido, tem-se à medida que a TOTVS expandia suas operações potencializando ou incluindo recursos em seu portfólio, há também um processo de

agregação de valor, de tal forma que a TOTVS passou a viabilizar o crescimento de muitas das pequenas e médias empresas, permitindo um processo de fidelização de clientes, gerando receita recorrente e maior potencial de geração de caixa que, conseqüentemente, impulsionava as estratégias de expansão da TOTVS, seja via investimentos internos (P&D e inovação), ou via aquisições.

Na fase 2, temos um cenário muito positivo também, com os indicadores em uma tendência crescente e a margem EBITDA acima de 20% conforme estabelecido em meta pela administração. Porém, no presente estudo chamo atenção para os anos de 2011, 2013 e 2014, onde a variação EBITDA foi abaixo da média. Nesta fase de expansão da TOTVS, ainda estava em andamento a integração total da Datasul e a unificação dos centros de distribuição e do modelo de franquias. Conforme indicado na tabela 3, o ano de 2009 foi marcado pela aquisição das subsidiárias da Datasul e a contínua expansão e segmentação.



Figura 8 - Desempenho Fase 2

Fonte: elaboração própria a partir de dados disponibilizados pela TOTVS na área de RI

Foi visto também, que desde 2005 até 2010, a empresa praticamente dobrou de tamanho, uma tendência que passou a desacelerar. Segundo Penrose (1959), após longos períodos de crescimento através de aquisições, com frequência se requer uma reavaliação da linha de produtos, e o ano de 2011 foi marcado justamente por este movimento por parte da empresa, quando houve uma queda dos resultados e das vendas. Ainda que o cenário macro também não fosse muito favorável, conforme visto anteriormente, o *gap* estava na segmentação e na especialização ainda maior nas necessidades dos clientes. Assim, com as estratégias traçadas neste ano, o ano de 2012 foi

mercado por um retorno da boa performance operacional e foi estabelecido que deveriam voltar a fazer aquisições para acelerar o crescimento.

Segundo Ferreira e Callado (2014), o número expressivo de pequenas empresas de TI que surgem no Brasil é um dos fatores que fazem com que haja uma maior fragmentação do que em outros setores, motivo pelo qual acredita-se que F&A esteja sempre em pauta no planejamento estratégico da TOTVS, que conforme visto em estudo da Gartner, apresentado no relase de 2009 (TOTVS, 2009b), afirma que é um mercado pouco penetrado.

Ademais, a participação de um número significativo de pequenas e médias empresas, e um fluxo contínuo de surgimento de pequenas empresas inovadoras, contribui para a ampliação da fragmentação do setor, que somadas às necessidades constantes de investimentos neste segmento mantém a atratividade dos movimentos de F&A (BATISTA et al., 2014 *apud* FERREIRA, CALLADO, 2014, p.79). Neste sentido, observa-se um movimento no setor da forma que descreveu Steindl (1983) onde, ao passo que as empresas percebem crescentes economias de escala e margens de lucro maiores, que crescem conforme o porte da firma, esse aumento tende a acontecer em função das firmas menores – ou marginais – que são eliminadas ou absorvidas pelas firmas chamadas “progressistas”, como a TOTVS, gerando uma maior concentração que, por sua vez, pode ser vista de diferentes formas: (i) a TOTVS impõe barreiras a entrada com o grau de especialização e diversificação de recursos de forma coerente, fazendo com que as empresas sejam impedidas de adquirir economias de escala e maiores lucros; (ii) com a existência de muitas empresas menores, em relação a TOTVS, os custo de aquisição de recursos que são almeçados para então atuar em um mercado objeto de diversificação, são menores que os custos de investimento em novas capacidades; (iii) ao obter recursos que proporcionam diferenciação de produtos e serviços, ainda que com custos e despesas crescendo a uma taxa crescente (mas menor que a receita líquida, EBITDA e margem), a empresa é capaz de ter um desempenho melhor que os concorrentes na oferta de serviços valorizados procurados pelo mercado.

É importante destacar que as observações e análises acima são válidas para toda a estratégia de crescimento adotada pela TOTVS nos períodos posteriores.

Em 2009, foi estabelecido um *guidance* de longo prazo (2013-2016) para alcançar uma margem EBITDA de 27% a 30%. Porém, esses objetivos não foram atingidos e a margem EBITDA

não passou de 25%, destacando que apesar de a firma estar sempre buscando ter resultados mais consistentes e crescentes, ano a ano, o objetivo mor é ser uma empresa líder, inovadora, pioneira, que cresce e investe para ter maior aderência dos clientes e parceiros. Assim, nota-se que a estratégia da TOTVS esteve sempre de acordo com Barney (1991), em citação de Andrade (2016), que a firma, ao adotar uma estratégia pioneira, obtém vantagens competitivas, uma vez que não consegue ser replicada por concorrentes. Temos também, que a TOTVS claramente não é uma empresa cujo foco primordial seja ter lucros para apropriação individual, o que reforça suas vantagens competitivas ao buscar sempre agregar maior valor econômico aos clientes através de reinvestimentos na própria empresa. Conforme citado na página 20 e segundo Penrose (1959), os administradores se mostram mais interessados no crescimento da firma do que na renda que delas retiram.

O fato, porém, é que o baixo desempenho constatado no EBITDA e na margem, mostram o início de uma trajetória não sustentável. Para tanto, novamente houve uma revisão do posicionamento de mercado e estratégico, de forma que os recursos e soluções oferecidas deveriam ser simplificados, mais ágeis, mais essenciais e mais conectados. A partir de 2014, a TOTVS passou a ter uma visão mais estratégica quanto aos segmentos de atuação, passando a divulgar os resultados dos períodos desta maneira. Neste ano, porém, e apesar de não ter sido dado um foco grande a estes fatores em minhas análises, o cenário econômico macro foi uma variável importante no desempenho da empresa, marcado pela Copa do Mundo e pelas eleições. Ainda assim e conforme constatado por Ferreira e Callado (2014), o setor de TI tem um diferencial que é sua ligeira independência do crescimento econômico do país, já que os serviços de tecnologia são demandados tanto em projetos de expansão e inovação como de redução de custos e ganhos de escala (BRASSCOM, 2011 *apud* FERREIRA, CALLADO, 2014).

Neste sentido, a TOTVS sinalizou crescimento em todos os segmentos (*varejo, financial services, manufatura, etc.*). Houve, no entanto, uma mudança no modelo de negócios que havia sido estabelecido desde 2013, mas passou a ser adotado com maior força em 2014, que foi um maior foco em vendas de subscrição, de forma a aumentar a renda recorrente da empresa. Além do mais, conforme sinalizado mais acima, o cenário macroeconômico impactou os resultados da empresa devido ao descasamento dentre inflação de custos e reajustes de receita.

Com maior potencial de geração de caixa, a empresa estava com capacidade financeira o suficiente para dar seguimento aos planos de aceleração do crescimento via F&A e, em 2015, completaram a aquisição da Bematech. Porém, o objetivo, que consistia em adquirir know-how e recursos dos setores em que a Bematech estava consolidada (hotelaria e varejo), não teve os resultados esperados.

Apesar de ter um pequeno foco em software e aderência em segmentos considerados importantes para a TOTVS, a Bematech era especializada em hardware fiscal.

A análise que se faz desta aquisição que já foi reconhecida como um erro e em 2019 foi parcialmente vendida (venda da parte de hardware para a Elgin), é que foi um tipo de diversificação não relevante/conglomerada, de forma que o hardware não se relacionava de forma alguma com a base tecnológica da TOTVS que é, e sempre foi, o software. Apesar de Chandler (1990), segundo Iooty (2007) afirmar que é possível o êxito da diversificação conglomerada via economias de escala e escopo, essa forma de expansão leva à uma necessidade de revisão do portfólio, quase que constante. E foi dessa forma que a TOTVS passou a se posicionar quando a partir de 2015, estava tendo desempenhos decrescentes em relação aos anos anteriores, ano a ano, um pior que o outro.



Figura 9 - Desempenho Fase 3

Fonte: elaboração própria a partir de dados disponibilizados pela TOTVS na área de RI

Os resultados financeiros divulgados passaram a ter uma separação entre software e hardware, além da separação já existente, entre recorrente e não recorrente. A partir dessa

separação, a TOTVS pôde constatar que os segmentos em que atuava estavam respondendo de forma muito positiva, com uma aderência muito grande aos produtos e serviços relacionados ao software, mas de forma muito negativa ao braço de hardware, que estava com um ritmo de vendas lento e desde a aquisição da Bematech, não havia rendido frutos, com exceção da Bemacash, que passou a ser agnóstica e sem vínculos com o hardware Bematech.

Com a revisão do portfólio e um foco cada vez mais em segmentação e em agregar as cadeias de valor dos clientes por meio de software; foco em reduzir e disciplinar os custos, e consolidar o potencial de geração de caixa, a TOTVS voltou suas atenções em 2019 para as fusões e aquisições com o já feito *follow-on*.

Dada as análises realizadas, evidencia-se o papel fundamental de uma diversificação coerente no processo de crescimento da firma. A TOTVS adotou uma estratégia pioneira de fusão e aquisição, de modelos de franquias e de segmentação, sempre fazendo uso dos recursos técnicos e financeiros em abundância, de forma a potencializar seu crescimento. Entretanto, o questionamento que se é feito, mais contemporaneamente, é se a TOTVS seguirá realizando aquisições de acordo com as bases tecnológicas, ou de acordo com os recursos específicos das firmas que permitam haver sinergias e impulsionar a participação da TOTVS nos setores que almeja ter atuação. No entanto, tendo em vista todos os aspectos do processo de crescimento da TOTVS, acredita-se que por ter um elevado *path dependency*, bem como um elevado grau de aprendizado (Teece *et al.*, 1994), a TOTVS sempre tenderá a reforçar seu processo de crescimento via diversificação coerente, seja por meio de integração vertical, ou por meio de fusão e aquisição. Assim, tendo em vista os acontecimentos recentes (*follow-on*, Bemacash agnóstica e venda da Bematech), acredita-se que a TOTVS está retomando a essência da estratégia que adotava na fase 1, sempre entregando resultados e desempenhos crescentes e melhores, ano a ano.

5. CONCLUSÃO

O presente trabalho investigou o que constitui uma firma baseada em recursos e como se dá o processo de crescimento e expansão das firmas, via diversificação e fusão e aquisição, e de que forma a TOTVS S.A. adotou esta estratégia para expandir seus mercados e se fortalecer internamente para conquistar a liderança do setor de ERP.

Na elaboração do trabalho foram expostas as características dos softwares de gestão integrados (ERP), o setor de TI global e como se deu o desenvolvimento do software ERP desde o século 20. Também foi analisado o desenvolvimento o setor de TI nacional e foi apresentado brevemente o histórico da TOTVS S.A., discorrendo brevemente sobre seu processo de crescimento, que posteriormente foi aprofundado. Identificou-se que as firmas do setor estão inseridas num ambiente de intensa concorrência, onde há constante imitação, mudanças, inovações e necessidade de ter recursos que permitam às firmas terem vantagens competitivas e agregar valor ao cliente, dadas as necessidades de cada segmento que, de modo geral, têm necessidade de redução de custos e integração entre as diferentes áreas da empresa para que se possa definir e estabelecer diretrizes estratégicas de maneira mais eficiente, cuja dor os softwares como MRP, MRP II e mais recentemente, o ERP, buscam sanar.

Diante disso, foi feita uma descrição da literatura sobre a firma baseada em recursos e como se dá o processo de expansão e crescimento das firmas em um ambiente concorrencial, principalmente via diversificação relevante/concêntrica/coerente, sendo feita uma comparação com a diversificação conglomerada e porque as firmas tendem a focar na diversificação baseada em recursos que estão ligados à base tecnológica já existente. Foi também feita uma descrição sobre a estrutura de mercado na qual estão inseridas as firmas do setor (oligopólio), os objetivos da firma, a dinâmica concorrencial e de que formas a firma adquire vantagens competitivas, segundo as respectivas definições apresentadas.

Em seguida, foram descritas as estratégias de diversificação e a estratégia de fusão e aquisição como forma de diversificação relacionada e coerente, com contribuições importantes de Teece *et al.* (1994), Penrose (1959) e Iooty (2007) – e outros autores – a fim de estabelecer todos os antecedentes para, então, realizar uma análise da estratégia de F&A adotada pela TOTVS. Para tanto, foi necessário entender os tipos de fusão e aquisição existentes assim como os fatores que

conferem à empresa, vantagens competitivas, por este meio de expansão. A partir da definição da firma como baseada em recursos, tem-se que os recursos devem ser VRIN, ou seja, *valuable, rare, inimitable, nonsubstitutable*.

Partindo de todos os conceitos e revisões de literatura acima, foi feita uma análise do processo de crescimento da TOTVS S.A., ano a ano, e a influência que a adoção da estratégia de F&A teve no desempenho e crescimento da empresa. Anterior a análise, foi apresentada a metodologia utilizada e a justificativa da escolha da TOTVS S.A. como estudo de caso e o papel dos indicadores de desempenho neste estudo.

Constatou-se, a partir da descrição das 3 etapas de crescimento da TOTVS S.A. que, apesar de ter tido, na fase 3 (2015-2019) uma trajetória decrescente nos indicadores de performance (EBITDA, margem EBITDA e receita líquida), o papel das fusões e aquisições nos primeiros anos após o IPO foi fundamental para o estabelecimento da TOTVS S.A. como líder do setor de ERP e dos softwares de gestão, em geral. Até a aquisição da Bematech, em 2015, a empresa estava tendo resultados exemplares, mas ao realizar uma aquisição não-relevante, mas não necessariamente conglomerada, de uma empresa que não tinha foco em software, e sim em hardware, a TOTVS S.A. passou a não ter os retornos esperados, ainda que os resultados da parte de software estivessem sendo melhores, ano a ano. Constatou-se também que a administração da TOTVS teve um aprendizado importante ao entender que o foco deveria e deve ser, sempre, o software. As bases tecnológicas para o desenvolvimento de novas soluções estão estabelecidas desde quando a empresa ainda se chamava Microsiga e o processo de aquisição foi enraizado na cultura da empresa.

Com base nas análises realizadas e nos resultados que a empresa vem apresentando desde 2017, quando novamente entrou em uma trajetória crescente de bons resultados e, ainda, partindo do contexto de que a empresa vendeu a parte de hardware que herdou da Bematech, realizou um *follow-on* em 2019 e almeja ser uma *'techfin'*, espera-se que os próximos anos sejam marcados por importantes aquisições, que segundo já foi ressaltado pelos executivos da empresa, sempre será a principal estratégia a ser adotada com base em investimentos inorgânicos, para acelerar o crescimento da empresa. Seu diferencial é marcado por forte expertise em cada um dos setores em que trabalha, sendo os 3 principais: varejo, *financial services* e manufatura.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABES – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS EMPRESAS DE SOFTWARE. **MERCADO BRASILEIRO DE SOFTWARE: Panorama e Tendências**. 2018. São Paulo.

BALANCO, P.; PINTO, E. C. **Os Anos Dourados do Capitalismo: Uma Tentativa de Harmonização Entre as Classes**. PESQUISA & DEBATE, SP, volume 18, número 1 (31) pp. 27-47, 2007

BATISTA, C. N. *et al.* **Impactos das Fusões e Aquisições na Rentabilidade das Empresas Adquirentes: Uma Análise do Setor de Tecnologia da Informação Brasileiro no Período de 1994 a 2013**. XVII SEMEAD - Seminários em Administração, 2014.

BOTTAZZINI, M. L.; CALADO, R. D. **Concentração do mercado ERP no Brasil**. REVISTA DE INFORMÁTICA APLICADA, ano 2011, v. 7, n. 02, Jul/Dez 2011.

ANDRADE, B. C. C. **Uma Avaliação da Influência da Teoria do Crescimento da Firma de Edith Penrose no Desenvolvimento da Visão Baseada em Recursos**. 2016. Monografia (Especialização) - Curso de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. **Fusões e Aquisições de Empresas Brasileiras: Sinergias Operacionais, Gerenciais e Rentabilidade**. Contabilidade Vista & Revista, v. 21, n. 1, p. 69-99, 25 mar. 2010

FERREIRA, T. S. V.; CALLADO, A. L. C. **Fusões e aquisições no Brasil: reflexões acerca da evolução do volume de transações**. Revista Pensamento Contemporâneo em Administração. v. 9, n. 2, p. 70-83, 2015.

FILHO, P. J. M.; VIEIRA, G. M. **Fusões e aquisições (F&A) de empresas no Brasil (1990-2006)**. Brazil Journal of Management, ano 2010, v. 3, n. 1, 2010.

FORTE, S. *et al.* **Uma Análise do Desempenho da TOTVS Sob A Ótica do Contexto, Conteúdo e Processo em Função da F&A**. Gestão & Planejamento. 2016.

IOOTY, M. P., **Fusões e Aquisições, Diversificação e Coerência Corporativa: Uma Análise para as Empresas Líderes da Indústria Manufatureira Norte-Americana nos Anos 90.** Tese de Doutorado, IE-UFRJ, 2002.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **LIDERANÇA DE MERCADO NO SETOR DE TICS BRASILEIRO: ESTUDOS DE CASO DA TOTVS E DA POSITIVO INFORMÁTICA S/A.** 2014. Brasília

JACOBS, F. R.; WESTON JR., F. C. **Enterprise resource planning (ERP): a brief history.** Journal of Operations Management, ano 2007, ed. 25, 12 dez. 2006.

KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticos no Brasil.** 15ª Reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

KPMG. **Fusões e Aquisições 2018 – 4º Trimestre.** 2019. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/02/br-fus%C3%B5es-e-aquisi%C3%A7%C3%B5es-4-trim-2018.pdf>>. Acesso em: 01 ago. 2019

LABINI, Paulo Sylos. **Oligopólio e Progresso técnico.** São Paulo: Abril Cultural, 1984.

LOBO, Ana Paula. **TOTVS desiste de hardware e vende unidade da Bematech para a Elgin.** Convergência Digital: 13 de maio 2019. Disponível em: <<https://www.convergenciadigital.com.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?UserActiveTemplate=site&inford=50680&sid=5>>. Acesso em: 1 ago. 2019.

LOBO, Ana Paula. **TOTVS e Bematech ainda não avaliaram potenciais sinergias.** Convergência Digital: 17 ago. 2015. Disponível em: <<https://www.convergenciadigital.com.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?UserActiveTemplate=site&inford=40377&sid=5>>. Acesso em: 1 ago. 2019.

MACHADO, L. H. M *et al.* **A Descontinuidade Tecnológica numa Perspectiva Estratégica: O caso da TOTVS.** In: ENCONTRO ANUAL DE PROGRAMAS DE POS GRADUAÇÃO-ANPAD, 36., 2012,

MANZONI JR., R. **O mago das fusões**. Istoé Dinheiro: 21 ago. 2015. Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/negocios/20150821/mago-das-fusoes/291796>>.

Acesso em: 01 ago. 2019

MATOSO, J.; ABIB, G. **Competitive Advantage of Franchisee in the Software Market: The Case of TOTVS**. JISTEM J. Inf. Syst. Technol. Manag., São Paulo, v. 12, n. 3, p. 627-646, Dez, 2015.

NAKAGAWA, M. H. (2008). **Empresa Inovadora De Base Tecnológica: Um Modelo De Desenvolvimento Para O Contexto Brasileiro**, Tese (Doutorado) - Escola Politécnica da Universidade De São Paulo. Departamento de Engenharia De Produção. São Paulo.

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

PENROSE, E. (1959) **A teoria do crescimento da firma**, Ed. Unicamp, 2006.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 5ª ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PWC. **Fusões e Aquisições no Brasil – abril de 2019**. 2019. Disponível em: <<https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/assessoria-tributaria-societaria/fusoes-aquisicoes/2019/fusoes-e-aquisicoes-no-brasil-abril-2019.html>>

RENNER, M. **Totvs: craque em aquisições**. **Baguete**: 06 jul. 2015. Disponível: <<https://www.baguete.com.br/noticias/06/07/2015/totvs-craque-em-aquisicoes>>. Acesso em: 01 ago. 2019

SIMON, S. A. S. **De Bretton Woods ao Plano Marshall: a Política Externa Norte-Americana em Relação à Europa (1944-1952)**. Mestrado - Curso de Relações Internacionais, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.

SOARES, T. A. **Qual o melhor momento para a abertura de capital?** Nova economia, Belo Horizonte, v. 24, n. 2, p. 337-358, 2014.

STEINDL, J. (1983). **Maturidade e estagnação no capitalismo americano**. São Paulo, Abril Cultural (reimpresso da edição de 1952).

TANO, M. T. **Fusões e Aquisições no Mercado Cervejeiro Brasileiro**: a fusão Heineken/Brasil Kirin e seus resultados para o domínio Ambev nos próximos anos. 2017. Monografia (Especialização) - Curso de Economia, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2017.

TEECE, D., *et al.*, **Understanding Corporate Coherence**: Theory and Evidence. *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.23, pp.1-30, 1994.

TOTVS (2006a). **Apresentação dos Resultados do 4T05**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2006b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T05**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2006c). **Release de Resultados do 4T05**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2007a). **Apresentação dos Resultados do 4T06**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2007b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T06**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2007c). **Release de Resultados do 4T06**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2008a). **Apresentação dos Resultados do 4T07**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2008b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T07**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2008c). **Release de Resultados do 4T07**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2009a). **Apresentação dos Resultados do 4T08**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2009b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T08**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2009c). **Release de Resultados do 4T08**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2010a). **Apresentação dos Resultados do 4T09**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2010b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T09**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2010c). **Release de Resultados do 4T09**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2011a). **Apresentação dos Resultados do 4T10**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2011b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T10**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2011c). **Release de Resultados do 4T10**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2012a). **Apresentação dos Resultados do 4T11**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2012b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T11**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2012c). **Release de Resultados do 4T11**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2013a). **Apresentação dos Resultados do 4T12**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2013b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T12**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2013c). **Release de Resultados do 4T12**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2014a). **Apresentação dos Resultados do 4T13**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2014b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T13**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2014c). **Release de Resultados do 4T13**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2015a). **Apresentação dos Resultados do 4T14**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2015b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T14**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2015c). **Release de Resultados do 4T14**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2016a). **Apresentação dos Resultados do 4T15**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2016b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T15**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2016c). **Release de Resultados do 4T15**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2017a). **Apresentação dos Resultados do 4T16**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2017b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T16**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2017c). **Release de Resultados do 4T16**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2017d). **Formulário de Referência - 2017 - TOTVS S.A.** Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2018a). **Apresentação dos Resultados do 4T17**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2018b). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T17**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2018c). **Release de Resultados do 4T17**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2019a). **Apresentação Institucional 2T19**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2019b). **Modelo por assinatura: você está por dentro?** Disponível em: <https://www.totvs.com> › blog › modelo-por-assinatura. Acesso em: 31 ago. 2019.

_____. (2019c). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 1T19**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2019d). **Apresentação dos Resultados do 4T18**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2019e). **Transcrição da Teleconferência de Resultados do 4T18**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2019f). **Release de Resultados do 4T18**. Disponível em: <<https://www.ri.totvs.com>>. Acesso em: 01 ago. 2019

_____. (2019b). **O que é ERP?** Disponível em: <https://www.totvs.com/blog/o-que-e-erp/#o_que_e_erp>. Acesso em: 31 ago. 2019.

VALOR CONSULTING. **Negócio em conjunto (joint operation)**. 2014. Disponível em: <<https://www.valor.srv.br/pergResps/pergRespsIndex.php?idPergResp=542>>. Acesso em 31 ago. 2019

VARIAN, H. R. **Microeconomia: Uma Abordagem Moderna**. 8a edição. 2010

VASCONCELOS, Y. L. **EBITDA – Retrato do desempenho operacional**. Informações Objetivas – IOB - COMENTA, v. 49, n. 1, p. 1-6, 2001.

VIRI, Natalia. **Totvs quer ser ‘techfin’- e passa a régua na Bematech**. Disponível em: <<https://braziljournal.com/totvs-quer-ser-techfin-e-passa-a-regua-na-bematech>>. Acesso em: 1 ago. 2019.

WIKIPEDIA. **Problema do ano 2000**. Disponível em: <https://pt.wikipedia.org/wiki/Problema_do_ano_2000>. Acesso em: 01 ago. 2019.