

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL

ANDRÉ TEIXEIRA SÁ

**NEGOCIAÇÃO EM FUSÕES E AQUISIÇÕES:
RELAÇÕES DE INFLUÊNCIA PARA O ALCANCE DE ACORDOS**

Porto Alegre

2015

ANDRÉ TEIXEIRA SÁ

NEGOCIAÇÃO EM FUSÕES E AQUISIÇÕES:
RELAÇÕES DE INFLUÊNCIA PARA O ALCANCE DE ACORDOS

Dissertação apresentada à Universidade Federal do Rio Grande do Sul
como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em
Administração de Empresas.

Orientador: Antônio Domingos Padula

Porto Alegre

2015

CIP - Catalogação na Publicação

Teixeira Sá, André
NEGOCIAÇÃO EM FUSÕES E AQUISIÇÕES: RELAÇÕES DE
INFLUÊNCIA PARA O ALCANCE DE ACORDOS / André
Teixeira Sá. -- 2015.
184 f.

Orientador: Antonio Domingos Padula.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa
de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS,
2015.

1. Fusões e Aquisições. 2. Negociação. 3. Fit
Estratégico. 4. Sinergias. 5. Alcance de Acordos. I.
Domingos Padula, Antonio , orient. II. Título.

ANDRÉ TEIXEIRA SÁ

NEGOCIAÇÃO EM FUSÕES E AQUISIÇÕES:
RELAÇÕES DE INFLUÊNCIA PARA O ALCANCE DE ACORDOS

Dissertação apresentada à Universidade Federal do Rio Grande do Sul
como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em
Administração de Empresas.

CONCEITO FINAL:

Aprovado em 31 de Março de 2015

BANCA EXAMINADORA:

Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan – FGV/SP

Profa. Dra. Denise Lindstrom Bandeira – PPGE/UFRGS

Prof. Dr. Guilherme Kirch – PPGA/EA/UFRGS

Orientador - Prof. Dr. Antônio Domingos Padula – PPGA/EA/UFRGS

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar influências do *Fit* Estratégico para o alcance de acordos em negociações de Fusões e Aquisições (F&A). A metodologia envolveu pesquisa qualitativa com suporte quantitativo para desenvolver estrutura analítica que integrasse elementos de F&A e Negociação, permitindo identificar e avaliar 115 variáveis em 20 casos reais de negociações de F&As, 10 com Acordo Alcançado e 10 com Acordo Não Alcançado. Embora com limitações, o estudo alcançou os objetivos propostos identificando quatro Macrorrelações de Influência (MRI) principais: Existência de *Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de acordo, através das Sinergias, assim como sua ausência influencia negativamente; Riscos e Impedimentos integram a Equação de Valor para o Comprador, quando eles ameaçam a captura de valor, podem inviabilizar a chance de acordo; Pressões Indutoras influenciam positivamente a chance de acordos em operações de F&As; e, Interesses Críticos Convergentes são condição precedente para o alcance de acordos em operações de F&As. Esta dissertação contribui para o desenvolvimento de uma visão integrada entre F&A e Negociação, permitindo uma conduta mais consciente, consistente e estratégica para alcançar acordos.

Atenção particular é dada à MRI que envolve *Fit* Estratégico. Além de demonstrar ser forte fator de influência (82% dos casos com *Fit* atingiram acordo), a estrutura analítica quantitativa utilizada se revelou robusta (os resultados observados nos 20 casos confirmam estudo anterior com 218 casos de Shelton, 1988), apresentando aptidão para ser convertida em ferramenta de suporte à decisão, já que permite avaliar potencial sinérgico entre empresas e nichos de mercado.

Palavras-chave: Fusões e Aquisições. Negociação. Macrorrelações de Influência. Alcance de Acordos. *Fit* Estratégico. Sinergias.

ABSTRACT

The objective of this work is to analyze the influences of Strategic Fit in order to reach agreements in Mergers and Acquisitions (M&A) negotiations. The method involved a qualitative research with quantitative support to develop an analytical framework that integrates elements of M&A and Negotiation, allowing to identify and evaluate 115 variables in 20 actual cases of M&A negotiations of Which 10 Reached a Deal, and 10 Did Not Reach a Deal. Although with limitations, the study achieved its proposed objectives identifying four macro-relations of influence (MRI): Strategic Fit presence positively influences the chance of an agreement, through Synergies and its absence has a negatively influence; Risks and Impediments are part of the Value Equation to the Buyer, when threatening the capture of value they can prevent the chance of agreement; Inducing Pressures positively influences the chance of agreements in M&A transactions; and Critical Converging Interests is a pre-condition to reach agreements in M&A operations. This dissertation contributes to the development of an integrated view between M&A and Negotiation, enabling a more cognizant, consistent and strategic behavior in order to reach agreements.

Particular attention is given to the MRI that involves Strategic Fit, as it proved a strong influencing factor (82% of cases with Strategic Fit reached an agreement). As well, the quantitative analytical framework used showed to be robust (results in the 20 cases studied in here confirmed a previous study by Shelton in 1988 of 218 cases) indicating potential to become a decision-supporting tool, since it allows the synergy potential evaluation between companies and market niches.

Keywords: Mergers and Acquisitions. Negotiation. Macro-Relations of Influence. Reaching Agreements. Strategic Fit. Synergies.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Criação de valor em Fusões e Aquisições.....	14
Figura 2 - Zona de Possível Acordo	15
Figura 3 - Fronteira de Eficiência	16
Figura 4 – Racional conceitual adotado por Shelton para estimar retornos anormais..	29
Figura 5 – Sistema de classificação das 218 transações	30
Figura 6 – <i>Fit</i> Estratégico entre as empresas	32
Figura 7 - Mensuração do Nível de <i>Fit</i> Estratégico.....	33
Figura 8 - Calculando os impactos das sinergias no fluxo de caixa da empresa	37
Figura 9 - Tipos de sinergias e seus componentes.....	39
Figura 10 - Avaliação de sinergias	41
Figura 11 - Criação de valor em Fusões e Aquisições.....	43
Figura 12 - Zona de Possível Acordo	49
Figura 13 - Fronteira de eficiência.....	50
Figura 14 - Processo de negociação estratégica.....	52
Figura 15 - Modelo básico RBC para negociações complexas: o caso bilateral (x - y)	57
Figura 16 - Arena de atividade das partes primárias	60
Figura 17 - Os quatro aspectos das Condições na Perspectiva RBC	62
Figura 18 - Construção lógica dos elementos integrantes da estrutura analítica.....	76
Figura 19 - Influência do <i>Fit</i> Estratégico no Alcance de Acordos	84
Figura 20 - Análise do perfil das Sinergias por tipo de <i>Fit</i> Estratégico	96
Figura 21 - Equação de Valor para o Comprador.....	98
Figura 22 - Resumo dos principais resultados relativos às influências do <i>Fit</i> Estratégico na Flexibilidade de Precificação.....	100
Figura 23 - Equação de Valor e Risco para operações Sem <i>Fit</i> Estratégico (Não Relacionadas).....	102
Figura 24 - Equação de Valor e Risco para operações Com <i>Fit</i> Estratégico.....	103
Figura 25 - <i>Fit</i> Estratégico x Sinergias x Riscos / Impedimentos nas 10 operações Com Acordo Não Alcançado (ANA)	107
Figura 26 - Pressões indutoras / incentivos a fazer negócio	109
Figura 27 - Convergência de Interesses Críticos	114
Figura 28 - As quatro Macrorrelações de Influência e os principais aprendizados....	119
Figura 29 - Análise dos elementos estruturantes de Fusões e Aquisições nos Casos.	161
Figura 30 - Apresentação dos Elementos Analisados sobre Negociação	165

Figura 31 - Momento 1: Análise dos principais elementos da Negociação nos Casos	166
Figura 32 - Momento 2: Análise dos principais elementos da Negociação nos Casos	170
Figura 33 - Momento 3: Análise dos principais elementos da Negociação nos Casos	174
Figura 34 - Momento 4: Análise dos Principais Elementos da Negociação nos Casos	179
Gráfico 1 - Dispersão N° Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por Caso ...	87
Gráfico 2 - Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x Total de Sinergias (0-40)	88
Gráfico 3 - Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x N° de Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por Caso	89
Gráfico 4 - Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x N° de Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por Caso / Tipo de <i>Fit</i> Estratégico.....	90
Gráfico 5 - Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x N° de Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por Tipo de <i>Fit</i> Estratégico (média)	91
Gráfico 6 - Dispersão Suplementaridade (Similaridade de Produto+Tecnologia: 0-8) x Complementaridade (Similaridade de Clientes Servidos+Proposta: 0-8) x Total de Sinergias (0-40) por Caso / Tipo de <i>Fit</i> Estratégico.....	93
Gráfico 7 - Dispersão Suplementaridade (Similaridade de Produto+Tecnologia: 0-8) x Complementaridade (Similaridade de Clientes Servidos+Proposta: 0-8) x Total de Sinergias (0-40) por Tipo de <i>Fit</i> Estratégico (Média)	94
Gráfico 8 - Potencial Sinérgico x Pressões Indutoras.....	111
Gráfico 9 - As três Macrorrelações de Influência: (Pressões Indutoras) = X, (Sinergias) = Y, (Riscos/Impedimentos) = Z	113
Quadro 1 - Motivos para Fusões e Aquisições	26
Quadro 2 - Motivações para as Fusões e Aquisições	27
Quadro 3 - O processo de Fusões e Aquisições (F&A).....	44
Quadro 4 - Processo de assessoria (compra x venda).....	45
Quadro 5 - Teorias e perspectivas	54
Quadro 6 - Dimensão relacionamento	58
Quadro 7 - Dimensão condições.....	60
Quadro 8 - Matriz de negociações complexas	63
Quadro 9 - Fases da negociação	64
Quadro 10 - MNC: Elementos da negociação	65

Quadro 11 - Dez formas de negociação.....	67
Quadro 12 - MNC: Formas da negociação	68
Quadro 13 - MNC: Indicadores de avaliação da negociação.....	70
Quadro 14 - Síntese da metodologia a ser empregada.....	73
Quadro 15 - Análise da influência entre <i>Fit</i> Estratégico e Sinergias.....	85
Tabela 1 - Tipologias de combinações baseadas em competência	34
Tabela 2 - Análise da cadeia de valor e possíveis Sinergias.....	36
Tabela 3 - Análise vertical e horizontal da Perspectiva RBC.....	55
Tabela 4 - Matriz de Negociações Complexas: Inter-Relações.....	66

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	13
1.2	OBJETIVOS	17
1.3	Objetivo geral	17
1.4	Objetivos específicos	17
1.5	JUSTIFICATIVA	18
1.6	VISÃO GERAL DA METODOLOGIA DE PESQUISA	20
1.7	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	21
2	REVISÃO DE LITERATURA	22
2.1	FUSÕES E AQUISIÇÕES	22
2.1.1	Motivações	24
2.1.2	Fit Estratégico	28
2.1.3	Sinergias	38
2.1.4	Processo	43
2.2	NEGOCIAÇÃO	46
2.2.1	Conceitos	47
2.2.2	Modelos	51
3	METODOLOGIA	73
3.1	DESENVOLVER ESTRUTURA ANALÍTICA BUSCANDO INTEGRAR ELEMENTOS DE NEGOCIAÇÃO E DE FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) PARA AVALIAÇÃO DE CASOS DE NEGOCIAÇÃO	74
3.2	CARACTERIZAR 20 CASOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A), ONDE OCORRERAM NEGOCIAÇÕES, SENDO 10 COM ACORDO ALCANÇADO (AA) E 10 COM ACORDO NÃO ALCANÇADO (ANA)	77
3.3	ANALISAR E COMPARAR OS CASOS IDENTIFICANDO RELAÇÕES DE INFLUÊNCIAS PARA O ALCANCE DE ACORDOS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES	80
4	RESULTADOS	83
4.1	AS QUATRO MACRORRELAÇÕES DE INFLUÊNCIA NO ALCANCE DE ACORDOS	83
4.1.1	Por que a existência de Fit Estratégico influencia positivamente a chance de acordo e sua ausência influencia negativamente?	85

4.1.1.1	Influência do número de Similaridades (0-4) na geração de Sinergias (0-40) por caso.....	86
4.1.1.2	Influência da intensidade das Similaridades (0-12) na geração das Sinergias (0-40) por caso.....	87
4.1.1.3.1	Influência da Intensidade das Similaridades (0-12) x Número de Similaridades (0-4) x Geração de Sinergias (0-40) por caso.....	88
4.1.1.3.2	Influência da Intensidade das Similaridades (0-12) x Número de Similaridades (0-4) x Geração de Sinergias (0-40) por caso / Tipo de Fit Estratégico	89
4.1.1.3.3	Influência da Intensidade das Similaridades (0-12) x Número de Similaridades (0-4) x Geração de Sinergias (0-40), média por grupo de Fit Estratégico	90
4.1.1.4.1	Influência da Complementaridade x Suplementaridade na Geração de Sinergias por caso / Tipo de Fit Estratégico	92
4.1.1.4.2	Influência da Complementaridade x Suplementaridade na Geração de Sinergias, média do grupo por Tipo de Fit Estratégico	94
4.1.1.5	Influência do tipo de Fit Estratégico no perfil das Sinergias identificadas, média grupo por tipo de Fit Estratégico.....	95
4.1.1.6	Influência do Fit Estratégico na Flexibilidade de Precificação	97
4.1.2	Por que dois casos com alto Fit Estratégico não alcançaram acordo, já que operações com Fit Estratégico, em tese, possuem maior Flexibilidade de Precificação?	101
4.1.3	Por que um dos nove casos Sem Fit Estratégico (Não Relacionadas) alcançou acordo, em contraste com os demais oito casos Sem Fit Estratégico?	109
4.1.4	Reflexões finais e a 4ª Macrorrelação de Influência (MRI4): “Interesses Críticos Convergentes”	112
5	LIMITAÇÕES DO TRABALHO	116
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	117
	REFERÊNCIAS.....	122
	ANEXO A – Formulários de análise: Perspectiva RBC	134
	ANEXO B – Dimensões, Categorias e Variáveis da Estrutura Analítica Proposta	141

ANEXO C – Questionário Base Aplicado em Excel	147
ANEXO D – Base de Dados e Relações de Influências Comentadas	159
ANEXO E – Legendas – Elementos Analisados sobre Negociação	182

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta uma síntese da dissertação envolvendo: contextualização, objetivos, justificativa, visão geral da metodologia de pesquisa e estrutura da dissertação.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

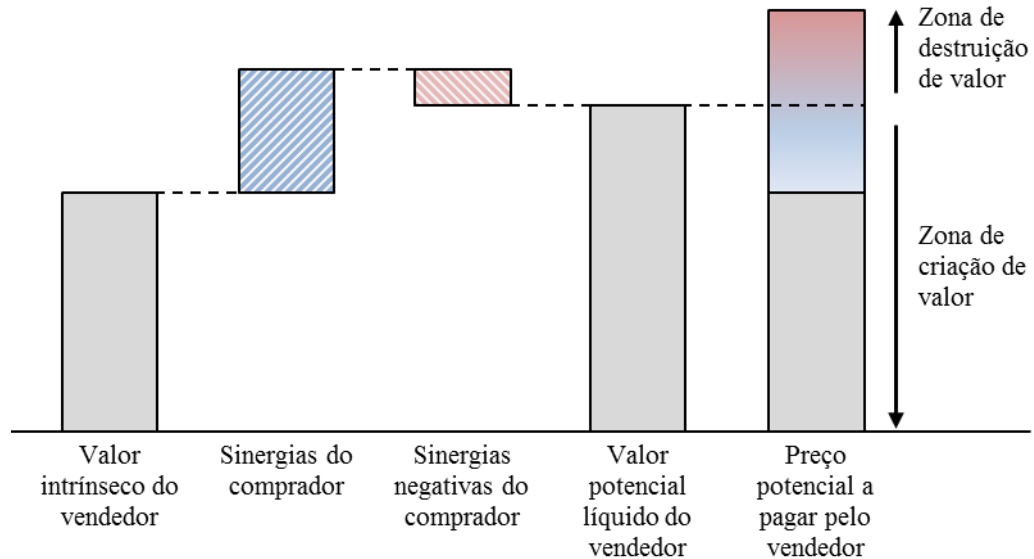
Fusões e aquisições (F&As) representam um tema complexo. Conforme Alves (2003, p. 1), são operações que demandam estruturas longas, envolvendo planejamento, combinação e integração, que podem demorar meses ou até anos e que requerem o envolvimento de muitas pessoas. Elas geralmente estão relacionadas diretamente com momentos de importância crítica e com um viés estratégico ou oportunístico (Détrie *et al.*, 1997) para as empresas envolvidas. Grandes decisões estão em jogo, propostas conflitantes de vendedores e compradores precisam ser atendidas e o processo negociação acaba sendo o meio pelo qual os acordos são alcançados. No entanto, para entender as principais influências no alcance de acordos, será que o fenômeno da negociação deve ser avaliado de forma isolada, ou ele também é influenciado pelas condições e características específicas dos candidatos de F&A?

O tema Fusão e Aquisição é retratado em diversos livros, estudos e artigos devido a sua amplitude e complexidade, conforme Lindholm e Hökfelt (2006, p. 17). O que, por um lado, permite o aprofundamento em campos distintos, ao mesmo tempo em que, por outro, aporta grande desafio para compreensão e isolamento dos fatores que contribuem para o sucesso de uma operação. Conforme Sirower (1997, p. 114), os estudos focados em administração e gestão são divididos em duas áreas distintas: (i) literatura baseada no estudo da variabilidade na performance das empresas compradoras; e (ii) literatura baseada no estudo do processo de integração das empresas após a transação descrevendo problemas potenciais.

Nos anos 1980, estudos no campo de F&A trouxeram à tona a dificuldade para gerar valor aos acionistas através de aquisições, conforme aponta Lubatkin (1983). Na prática, essas operações têm falhado em criar valor para as empresas, conforme abordado por diversos estudos mais recentes realizados, como Picot (2003) ou Koller (2005), por exemplo. À parte os inúmeros estudos que apontam problemas na integração das empresas (Cartwright e Cooper, 1996; Hubbard, 1999; Galpin e Herndon, 2000; Marks e Mirvis, 1998; Haspeslagh e Jemison, 1991), Sirower (1997) concluiu que, quando prêmios sobre o valor de mercado são pagos em aquisições, decresce significativamente a probabilidade de criação de valor.

Schweiger (2002) defende que, quando o preço pago por uma aquisição supera o valor intrínseco da empresa somado ao valor estimado das sinergias, ocorre destruição de valor devido ao sobrepreço. O que também é compartilhado por Park (2002), conforme Figura 1:

Figura 1 - Criação de valor em Fusões e Aquisições



Fonte: Park (2002), elaborada pelo autor.

A maioria das transações de F&A se utiliza do modelo de fluxo de caixa descontado para estimativa de valor da empresa adquirida, conforme afirmam Brunner, Eades, Harris & Higgins (1998), os quais se fundamentam em projetar resultados futuros e valor terminal e trazer a valor presente de acordo com uma taxa de desconto compatível com o risco da empresa. Conforme Schweiger e Very (2003), a habilidade do comprador em estimar precisamente o valor do vendedor é crítica para a criação de valor, já que uma proposta excessivamente alta poderá alocar ao vendedor grande parte do potencial de valor que poderia ser capturado pelo comprador.

Shelton (1988), ao analisar 218 casos de Fusões e Aquisições, entre 1962 e 1983, concluiu que as operações em que as empresas envolvidas possuem “Strategic Fit” (*Fit* Estratégico) são aquelas que mais geram valor, o que traz uma perspectiva interessante para que seja avaliada previamente ao fechamento dos acordos, evitando o insucesso. Clarke (1987) publicou artigo demonstrando técnicas para a mensuração do *Fit* Estratégico. A geração de valor nessas operações já estava no radar de outros estudos anteriores, no entanto,

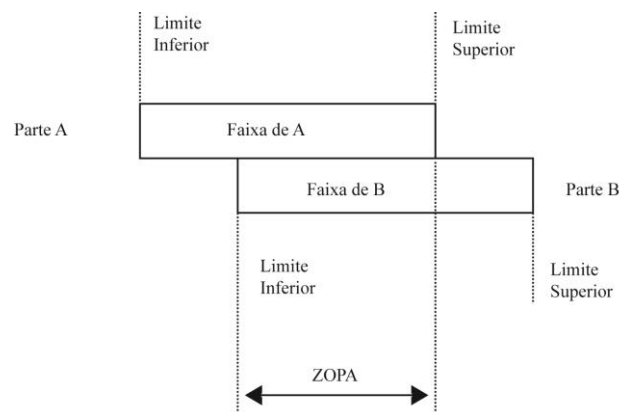
sobre o viés das sinergias, como em Ansof (1965), Newman e Logan (1971), Hofer e Schendel (1978), Wind & Mahajam (1985).

Voltando para o processo de negociação e admitindo-se que a criação de valor é um objetivo a ser buscado nas operações de F&As, parece existir uma íntima relação entre a percepção de criação de valor potencial identificado em uma eventual operação e a intenção de se engajar através de negociação, avançando para o fechamento da operação. Nessa perspectiva, importa entender melhor os modelos e processos de negociação, visando a conectá-los com o processo de F&As, para que se perceba de que forma eles interagem.

A negociação de forma geral é também um tema complexo, pois envolve uma série de fatores que coexistem e influenciam de maneiras distintas o processo. Diversos autores tratam sobre o assunto, no entanto, pela extensão de conteúdo, encontram-se diferentes focos nos estudos. Para efeitos práticos, optou-se por focar os modelos de negociação que buscam visões integradas, ou seja, que utilizam diversos conteúdos fragmentados para unificar em um modelo onde se possa compreender a inter-relação entre eles.

De forma simplificada, conforme Fisher e Ury (1981), em uma negociação, quando se tem a consciência de qual é a melhor alternativa em caso de não acordo, tem-se o MAANA (melhor alternativa à negociação de um acordo), ou, dito por outras palavras, o “Plano B”. Quanto melhor o Plano B, maior o poder de barganha ao negociar o Plano A. A Zona de Possível Acordo (ZOPA), conforme Mnookin, Peppet e Tolumelo (2000), é o campo de possíveis alternativas de consenso que estão ligadas pelas MAANAs individuais das partes, determinando os limites inferiores e superiores, conforme figura:

Figura 2 - Zona de Possível Acordo

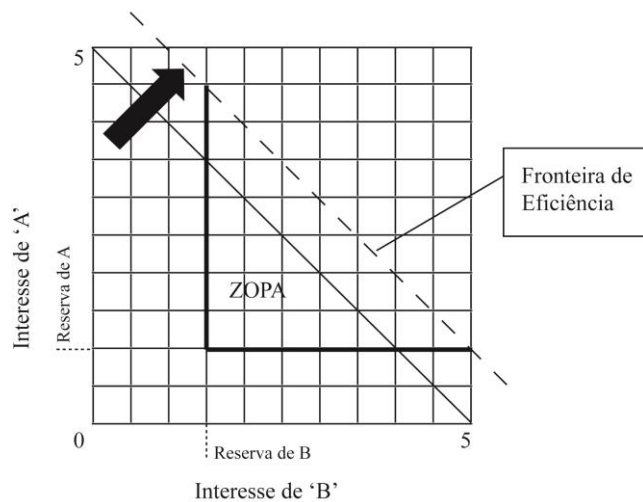


Fonte: Mnookin *et al.* (2000).

A intersecção da faixa A com a B é a Zona de Possível Acordo (ZOPA). Em uma situação prática, poderia ser o limite inferior do B, o preço mínimo pelo qual este estaria disposto a vender sua empresa; e o limite superior de A, o preço máximo pelo qual este estaria disposto a pagar pela empresa.

A abordagem de ganhos mútuos, que está relacionada com a abordagem negocial integrativo-cooperativa, busca expandir a área definida pela ZOPA no sentido de beneficiar ambas as partes (deslocamento positivo da fronteira eficiente), conforme pode ser observado na Figura 3:

Figura 3 - Fronteira de Eficiência



Fonte: Mnookin *et al.* (2000).

Como pode ser observado na Figura 3, a Fronteira de Eficiência é expandida, o que possibilita aumentar o ganho potencial total para ambas as partes. Esse ponto, que por outras palavras significa criação de valor para as partes, parece ter uma relação com os conceitos de sinergias e *Fit* Estratégico, na medida em que quanto maior for o *Fit* Estratégico entre as empresas, maiores serão as sinergias e, portanto, maior será o espaço de solução para uma negociação entre as empresas. No entanto, curiosamente, quando se avaliam os modelos e elementos de negociação sob uma visão integrada (Matriz de Negociações Complexas, Perspectiva RBC e outros), pouco aparece a preocupação com *Fit* Estratégico e Sinergias. Por exemplo: o foco parte da premissa de que existem partes em negociação e que elas buscam chegar a um acordo maximizando-se os resultados. E toda negociação parece estar

circunscrita no ambiente das empresas envolvidas e em eventuais alternativas/opções existentes; portanto, no potencial de maximização específico dos resultados sob a perspectiva dessas empresas.

Desta forma, perde-se a referência sobre o custo de oportunidade de se negociar com empresas que eventualmente teriam maior *Fit* Estratégico e maiores sinergias, cenário este onde o potencial de maximização do resultado da negociação poderia ser maior, e consequentemente maior seria o espaço de solução, o que aumentaria a chance de fechamento do negócio. Além disso, ao se negociar com empresas que têm baixo ou nenhum *Fit* Estratégico, há de se considerar que o potencial de maximização da negociação acaba ficando circunscrito num espaço pequeno de soluções, prejudicando as chances de acordo na negociação. Considerando haver aparente relação de influência no alcance de acordos de elementos de Fusões e Aquisições, notadamente *Fit* Estratégico e Sinergias, e elementos decorrentes do ambiente de negociação, cabe avaliar, sob uma perspectiva integrada, quais são as principais influências no alcance de acordos em negociações de Fusões e Aquisições? Esse fenômeno é exatamente o que se pretende analisar neste estudo.

1.2 OBJETIVOS

Nesta seção será abordado o objetivo geral e os objetivos específicos do trabalho proposto.

1.3 Objetivo geral

Analisar influências do *Fit* Estratégico para o alcance de acordos em negociações de Fusões e Aquisições.

1.4 Objetivos específicos

- 1) Desenvolver estrutura analítica buscando integrar elementos de negociação e de Fusões e Aquisições (F&A) para avaliação de casos de negociação;

2) Caracterizar 20 casos de Fusões e Aquisições (F&A), onde ocorreram negociações, sendo 10 Com Acordo Alcançado (AA) e 10 Com Acordo Não Alcançado (ANA);

3) Analisar e comparar os casos identificando relações de influência para o alcance de acordos em Fusões e Aquisições.

1.5 JUSTIFICATIVA

Fusão e Aquisição é um dos meios utilizados para expansão e crescimento de uma empresa ou grupo econômico, conforme defende Rasmussen (1989). No Brasil, por exemplo, o volume de anúncios de fusões, aquisições, oferta pública de aquisição (OPA) e reestruturações societárias atingiu em 2014 R\$ 193 bilhões, distribuídos em 146 transações registradas, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA¹, enquanto a empresa de consultoria PricewaterhouseCoopers – PwC² mapeou 879 transações, sendo 266 com valores divulgados somando US\$ 108,3 bilhões. Quaisquer que sejam as cifras, Fusões e Aquisições (F&As) têm representado um importante meio de expansão para as empresas no Brasil e, internacionalmente, sendo um fenômeno relevante tanto para economia quanto para o mundo acadêmico e profissional.

O propósito desta dissertação é focar o estudo de negociações em Fusões e Aquisições, buscando identificar relações de influência para o alcance de acordos. Muitas pesquisas são direcionadas ao tema Fusões e Aquisições ou ao tema negociação, os quais por suas naturezas complexas e de grande amplitude permitem o aprofundamento em uma infinidade diferente de questões. No entanto, por mais que, em tese, negociação seja uma etapa das Fusões e Aquisições, a literatura disponível não parece focalizar sob uma perspectiva integrada de causa e efeito as duas temáticas.

Por um lado, os trabalhos sobre Fusões e Aquisições majoritariamente buscam analisar a variabilidade na performance das empresas compradoras, problemas no processo de integração, ou temas específicos como tipos de F&As, avaliação/precificação de empresas e sinergias, motivações estratégicas, etc., conforme Ansoff (1965), Manne (1965), Mueller

¹ Disponível em: http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fusoes-e-aquisicoes/Documents/BoletimFeA_201502.pdf.

² Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/fusoes-aquisicoes-dezembro-14.pdf>.

(1969), Gort (1969), Newman e Logan (1971), Hofer e Schendel (1978), Salter & Weinhold (1979), Lubatkin (1983), Wind & Mahajam (1985), Jensen (1986), Clarke (1987), Shelton (1988), Larson (1990), Scherer e Ross (1990), Haspeslagh & Jemison (1991), Kloeckner (1994), Cartwright & Cooper (1996), Sirower (1997), Détrie *et al.* (1997), Marks & Mirvis (1998), Brealey e Myers (1998), Brunner, Eades, Harris & Higgins (1998), Hubbard (1999), Reed e Lajoux (1999), Galpin & Herndon (2000), Weston e Brigham (2000), Bower (2001), Schweiger (2002), Park (2002), Picot (2003), Schweiger e Very (2003), DePamphilis (2003), Cools *et al.* (2003), McNish & Sias (2004), Koller (2005), Copeland, Koller e Murrin (2006), Terjesen (2011). Eles estão muito mais focados no impacto da performance da empresa após uma operação e no fenômeno de Fusão & Aquisição propriamente dito do que no processo de obtenção dos acordos e sua relação com a operação, ou seja, desprezando a negociação.

Por outro, os estudos sobre negociação estão, em sua maioria, focados no processo de interação, partindo do pressuposto que existem partes (Comprador e Vendedor) em negociação e que elas buscam chegar a um acordo maximizando os resultados. E toda a abordagem parece estar circunscrita à realidade específica das empresas envolvidas (ambiente, circunstância e interesses), aos aspectos relacionais, comportamentais, culturais e a eventuais alternativas/opções existentes e na busca pela “criação de valor” durante a negociação, conforme Zeuthen (1930), Schelling (1960), Walton e Mckersie (1965), Deutsch (1973), Filey (1975), Thomas (1976), Fayerweather and Kapoor's (1976), Pruitt (1981), Fisher e Ury (1981), Raiffa (1982), Axelrod, (1984), Pruitt e Robin (1986), Sebenius e Lax (1987), Susskind e Cruikshank (1987), Graham's (1987), Carpenter and Kennedy (1988), Koehan and Katz (1988), Tung (1988), Weiss (1993), Mckernan e Fairman (1999), Mnookin, Peppet e Tolumelo (2000), Bazerman (2001), Gouvêa (2004), Dietmeyer e Kaplan (2004), Duzert (2007), Lempereur *et al.* (2009). Desta forma, deixam de considerar eventuais aspectos relacionados ao fenômeno da Fusão & Aquisição que poderiam influenciar o alcance de acordos.

Tomando como base esse contexto e considerando que não foram encontrados estudos que focalizassem as negociações de forma integrada com F&As, muito menos que fossem assertivos na identificação dos principais fatores que influenciam o alcance de acordos, emerge a oportunidade para o presente estudo buscar maior aprofundamento sob este viés, e eventualmente se beneficiar de seu ineditismo. Acresce ainda que esta abordagem parece ser relevante para o mundo acadêmico e profissional, já que o conhecimento das principais relações de influência no alcance de acordos em F&As poderá aprimorar a consciência dos

gestores envolvidos com esses processos, permitindo uma conduta consistente, estratégica e integrada que maximize as chances de sucesso na obtenção de acordos.

Especial propósito é visto pelo autor, já que, devido a sua atuação com negociações e F&As em empresa de assessoria especializada (*advising firm*), esse viés poderá trazer achados interessantes na área e, eventualmente, contribuir para aumentar a chance de acordos, beneficiando: (i) empresas de assessoria em F&As que poderão otimizar a conversão das transações; (ii) empresas assessoradas que poderão otimizar os recursos com ganho de produtividade no alcance de acordos; (iii) profissionais envolvidos em processos de F&As que poderão desenvolver visão integrada e aprimorar conduta para o alcance de acordos.

Em termos práticos, o autor se beneficia de oito anos de experiência com negociações em Fusões e Aquisições, sendo atualmente ligado à empresa de consultoria especializada (Trust & Co Investimentos). Essa circunstância, além de significar maior proximidade com o assunto e com detalhes sobre casos reais de negociação em F&As, permite contato com profissionais experientes na área, viabilizando acesso privilegiado ao autor para o estudo desse fenômeno. Esse cenário torna o estudo especialmente viável e oportuno de ser aprofundado.

1.6 VISÃO GERAL DA METODOLOGIA DE PESQUISA

Este estudo se apoia metodologicamente em pesquisa qualitativa, de caráter exploratório, voltado para o estudo de 20 casos reais de negociações em Fusões e Aquisições, 10 Com Acordo Alcançado e 10 Com Acordo Não Alcançado, envolvendo: pesquisa bibliográfica, construção lógica, *brainstorming*, pesquisa documental, aplicação de questionários, tabulação dos dados, análise preliminar dos dados com suporte quantitativo e leitura analítica dos casos.

A seleção dos casos respeitou os seguintes critérios: (i) disponibilidade e acesso a dados e informações; (ii) disponibilidade da pessoa envolvida no processo para entrevistas/questionários; (iii) casos que pudessem servir de base de comparação entre si; (iv) riqueza das informações disponíveis; (v) relevância das operações de F&A. Os casos foram, preferencialmente, escolhidos tomando como base as operações de F&A assessoradas pela empresa de consultoria da qual o autor participa, decorrente da maior facilidade na obtenção das informações e dos contatos qualificados com os potenciais envolvidos nas operações.

1.7 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Neste Capítulo é apresentada a fundamentação da dissertação, assim como os principais argumentos e motivações para seu desenvolvimento: contextualização, problema de pesquisa, justificativa, objetivos gerais e específicos e estrutura da dissertação.

O Capítulo 2 aprofunda a análise do tema, através da revisão da literatura. Tem o objetivo de contextualizar o leitor a respeito do referencial teórico proposto. A organização deste capítulo aborda duas seções principais: Fusões e Aquisições e Negociação.

O Capítulo 3 apresenta a metodologia utilizada para a realização desta pesquisa qualitativa na avaliação de 20 (vinte) casos de F&A distintos. Neste capítulo será discutido a metodologia para a execução dos objetivos propostos.

O Capítulo 4 está focado nos resultados alcançados a partir da análise de 20 operações de Fusões e Aquisições, 10 Com Acordo Alcançado e 10 Com Acordo Não Alcançado. Conforme proposto nos objetivos, está orientado para a identificação e análise das principais relações de influência percebidas no âmbito do estudo.

O Capítulo 5 comenta as principais limitações desta dissertação relacionando com a metodologia aplicada e a base de dados coletada.

O Capítulo 6 trata das considerações finais, abordando os resultados centrais, assim como a contribuição prática para o mundo acadêmico e profissional. Adicionalmente, apresenta sugestões para futuros aprofundamentos e estudos na área, como, por exemplo, o desenvolvimento de uma ferramenta de suporte à decisão.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo foi dividido em duas partes principais: (i) Conceitos e teorias sobre fusões e aquisições, e (ii) Conceitos e teorias sobre negociação. A primeira está focada em fusões e aquisições começando pela introdução do tema, passando pelos tipos de fusões e aquisições, as diferentes motivações até chegar aos temas de destaque que são *Fit Estratégico* e Sinergias, terminando com uma explanação do processo e do papel do *advisor* no contexto.

A segunda está focada em negociação, iniciando-se pela introdução do assunto, passando para a explicação dos conceitos centrais de negociação até chegar a modelos de negociação que buscam integrar diversas teorias, sendo dois deles os principais: *Perspectiva RBC* e a *Matriz de Negociações Complexas*.

2.1 FUSÕES E AQUISIÇÕES

Segundo Reed e Lajoux (1999), aquisição é um termo genérico utilizado para nomear o processo de mudança de propriedade de ações ou ativos que passam para o comprador; enquanto que a fusão é o termo específico para o procedimento que pode ou não acontecer após a aquisição. A aquisição é parte integral do processo de expansão e crescimento de uma empresa ou grupo econômico, conforme defende Rasmussen (1989).

A fusão está relacionada com a combinação de duas ou mais partes envolvidas na operação que deixam de existir legalmente com o intuito de formar uma terceira companhia, com identidade nova e, em tese, sem a predominância de nenhuma das anteriores, salienta Barros (2003). Enquanto que a aquisição determina o desaparecimento legal da companhia adquirida.

Conforme explica Alves (2003, p. 1) a fusão de empresas é um processo complexo que possui três elementos principais:

- (i) a transmissão patrimonial integral e englobada, com sucessão universal;
- (ii) a extinção (dissolução sem liquidação) de, pelo menos, uma das empresas fusionadas;
- (iii) congeminação dos sócios, isto é, ingresso dos sócios da sociedade ou das sociedades extintas na nova sociedade criada. (ALVES, 2003, p. 1)

Existem três tipos de aquisições geralmente utilizadas, de acordo com Unctad (2000), a (i) aquisição parcial que constitui aquisição de 10% até 49% do capital votante; (ii) a aquisição de controle, que corresponde a mais de 50% do capital votante; e, (iii) aquisição total, quando 100% do capital é transacionado. Havendo uma aquisição de menos de 10% do capital votante ela é considerada um investimento de portfólio.

Existem diferentes tipos de operações que envolvem fusões e aquisições, Mark & Mirvis (1998) partem de critérios como controle, possibilidade de reversão do acordo, necessidade de integração, investimento e demais impactos no modelo de gestão para definir combinações diversas entre empresas. Complementarmente sugerem varias categorias como: integração vertical, diversificação de produtos e serviços, compartilhamento de risco, globalização, acesso à tecnologia e outros recursos, inovação e aprendizado, flexibilidade operacional, compartilhamento de recursos e consolidação. Détrie *et al.* (1997) utilizando como base o estudo sobre os tipos de combinações dos autores referidos propôs quatro tipos de operações: formação de conglomerados, aquisições horizontais, aquisições verticais e operações visando diversificação de negócios. Estas classificações são também citadas por outros autores como Ross, Westerfield e Jaffe (1995), com a diferença que chamam formação de conglomerados aquelas operações que buscam a diversificação de seus negócios.

DePamphilis (2003) acredita que fatores como a relação entre as empresas devem ser entendidos para determinar a classificação da operação, avaliando se as companhias pertencem ou não a mesma indústria, e como se relacionam na cadeia produtiva, o que vai na mesma linha dos autores acima mencionados. Desta forma, denominam aquisições horizontais aquelas entre empresas do mesmo segmento, potencialmente concorrentes; por formação de conglomerados entende como o resultado da combinação de empresas de setores não relacionados; fusão ou aquisição vertical seriam aquelas quando firmas da mesma cadeia de valor se unem, por exemplo, o caso de união entre fornecedor e cliente ou entre o extrator da matéria prima e o seu utilizador. Quando a fusão ou aquisição é vertical ela pode ser classificada em dois tipos, segundo Camargos e Barbosa (2003): (i) a montante quando uma empresa adquiriu o seu fornecedor, ou seja, um participante da cadeia de valor que está atrás dela, e (ii) a jusante quando a operação é o inverso, a aquisição de um distribuidor, um participante que está a sua frente da cadeia de valor. Weston e Brigham (2000) acrescentam as operações de fusões e aquisições congêneres, o que envolve empresas da mesma indústria, no entanto, atuando em linhas de negócios diferentes, não sendo nem clientes e nem fornecedores.

2.1.1 Motivações

As motivações para uma operação de fusão e aquisição é uma das questões fundamentais para a compreensão do tema, pois está intrinsecamente ligada ao processo que envolve as decisões estratégicas que viabilizam ou não as transações. Existe uma infinidade de motivações identificadas no campo acadêmico e não parece haver um consenso absoluto a respeito.

Détrie *et al.* (1997) separa em duas categorias as operações: (i) aquelas com motivações estratégicas: buscam aprimorar o posicionamento (em relação a outras empresas) através da realização de sinergias ao combinarem diferentes empresas; (ii) aquelas de caráter essencialmente oportunistas: buscam ganhos de curto prazo, seja por meio da otimização da gestão e dos resultados da empresa adquirida ou em função de uma subavaliação implícita no valor de mercado de determinada empresa que se acredita ter valor superior.

Segundo Cartwright e Cooper (1999) há duas lógicas principais por trás das operações de fusões e aquisições: (i) a maximização de valor da empresa, e (ii) motivações do corpo diretivo. Elas idealmente estão muito ligadas, pois o corpo diretivo em última análise deveria perseguir a valorização da empresa.

Num estudo de nove transações Bower (2001) identificou seis principais motivações estratégicas: excesso de capacidade na indústria, expansão de produtos e mercados, foco em pesquisa e desenvolvimento (P&D) expansão geográfica e convergência industrial.

A empresa de consultoria BCG separa as estratégias de aquisições ou motivos para aquisições em três áreas principais, conforme Cools *et al.* (2003): (i) aquisições baseadas em economia de custos, principalmente em indústrias fragmentadas onde a consolidação através de aquisições pode adicionar escala e vantagens em custos; (ii) aquisições que buscam suprir *Gaps* de competências de uma empresa ao invés de desenvolver ela própria, por exemplo na indústria de telecom é uma forma de se manter o crescimento com o desenvolvimento e a inovação em indústria de rápidas mudanças; (iii) aquisições que buscam montar rapidamente um novo modelo de negócio. Hindery (2003) buscando sistematizar as motivações estratégicas por trás de operações de fusões e aquisições identificou três tipologias: (i) a mudança do modelo de negócio; (ii) o aprimoramento (ampliação, melhoria ou mudança na base de ativos); e (iii) a busca por ganhos de escala.

Brealey e Myers (1998) identificam como principal motivo para operações de integração horizontal a captura de ganhos de escala decorrente do aumento do nível de produção, redução de custos, transferência de *know how* e aplicação mais racional em P&D. Em operações de integração vertical a motivação estaria ligada ao maior controle do processo produtivo proporcionado pela aproximação da empresa à matéria-prima e/ou do consumidor final. A combinação de recursos complementares entre diferentes empresas pode ser outro fator motivante para uma operação, na medida em que, por exemplo, uma empresa tenha potencial de crescimento, mas não tenha capital para financiar sua expansão, então, se unir com outra empresa capitalizada e com interesse no segmento de mercado daquela empresa, proporcionaria um acesso mais rápido e um senso de oportunidade. A possibilidade de obtenção de benefícios fiscais poderia ser outra motivação, uma vez que uma empresa muito lucrativa ao adquirir outra empresa com prejuízos acumulados poderia desfrutar de uma redução de sua base tributável, o que proporcionaria uma economia com tributos futuros.

Adicionalmente, Brealey e Myers (1998) apontam dois outros motivadores, os quais consideram sem justificativas econômicas a diversificação e a redução dos custos financeiros de empréstimos e financiamentos, a primeira, pois não existem provas de que os investidores paguem um prêmio por empresas diversificadas, e no segundo caso, esta redução financeira só ocorre pois uma empresa acaba servindo de garantia a outra empresa, incorrendo num *trade off* que torna questionável a ocorrência de ganhos líquidos.

Em alguns casos os interesses pessoais de diretores de determinada empresa podem influenciar na decisão de seguir com uma operação, por questões de bem estar, mesmo que a operação possa prejudicar o valor da empresa, conforme aponta Camargos e Barbosa (2003).

A partir de uma série de estudos (Manne, 1965; Mueller, 1969; Gort, 1969; Jensen, 1986; Scherer e Ross, 1990; Kloeckner, 1994), Camargos e Barbosa (2005) identificaram seis principais motivos para fusões e aquisições, conforme consta no Quadro 1:

Quadro 1 - Motivos para Fusões & Aquisições

Expectativas Assimétricas	Diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra.
Compensações e Incentivos Tributários	Advindo de créditos tributários, relativos à compensação de prejuízos acumulados por uma das empresas envolvidas nos lucros de exercícios futuros da outra firma, conforme percentuais autorizados pela legislação brasileira.
Custos de Reposição e Valores de Mercado	Situação existente quando os custos de reposição dos ativos de uma firma forem maiores que o seu valor de mercado; isto é, quando a razão "Q de Tobin" (valor de mercado / valor patrimonial) de uma firma for menor do que a unidade ("Q de Tobin" < 1)
Busca de Economias de Escala (Sinergias Operacionais e Gerencias)	Advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (<i>know-how</i>).
Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	Advindo de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução da competição
Redução do Risco de Insolvência	Advinda da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita (F&As conglomerado e cosseguro)

Fonte: Camargos e Barbosa (2005, p. 3).

Se analisadas as motivações do Quadro 1 comparando com as motivações do estudo conduzido por Málaga (2007) no Quadro 2, pode-se perceber que a busca por monopólio, sinergias e assimetria informacional aparecem em ambos, no entanto, as demais motivações complementam a lista das diferentes motivações.

Analisando 27 estudos Málaga (2007) agrupou em oito principais motivações identificadas para fusões e aquisições conforme abordado no Quadro 2 :

Quadro 2 - Motivações para as fusões e aquisições

Motivações para as fusões e aquisições	Estudos
Orgulho Gerencial	Roll (1986), Berkovitch e Narayanam (1993) e Malmendier e Tate (2004)
Comportamento de Massa	Kelly (1994), Gleick (1998) e Toxvaerd (2002)
Supervalorização das ações e a assimetria informacional	Myers e Majluf (1984), Lang <i>et al.</i> (1989), Servaes (1991), Shleifer e Vishny (1986), Rhodes-Kropf e Viswanathan (2004) e Ang e Cheng (2003)
Monopólio e posicionamento competitivo	Segall (1968) e Eckbo (1983)
Choques Setoriais	Gort (1969), Schoenberg e Reeves (1999), Mitchell e Mulherin (1996), Gaughan (2002) e Jovanovic e Rousseau (2002)
Crescimento	Gaughan (2002)
Sinergia e Ganhos Econômicos	Lewellen (1971), Gaughan (2002) e Bruner (2004)
Maximização da Utilidade Gerencial	Firth (1980), Jensen (1987), Martin e McConnell (1991) e Agrawal e Jaffe (2003)

Fonte: Málaga (2007, p. 83).

Apesar de haver diversas visões a respeito dos fatores motivadores de operações de fusões e aquisições, segundo Copeland, Koller e Murrin (2006), publicação realizada com apoio da McKinsey & Company por seus sócios e ex-sócios, um dos fatores chave reside na expectativa financeira em relação ao retorno médio ao acionista. Em outras palavras, ao realizar uma operação os acionistas esperam maximizar o seu retorno, principalmente os da empresa adquirida.

Esta visão sobre o retorno dos acionistas também é compartilhada por Bradley *et al.* (1988), que em seus estudos com foco em empresas de capital aberto concluíram que o retorno acumulado anormal, para o período 5 dias anterior ao anúncio da operação e 5 dias posterior, é em média 31,8%.

Outra pesquisa realizada por Bruner (2004, p. 37) com foco em 25 estudos que analisaram o retorno anormal das empresas alvo em processos de aquisição, concluiu que os acionistas recebem retornos positivos (prêmio) e estatisticamente significantes. Este mesmo autor, Bruner (2004, p. 48) ao analisar os resultados de 22 artigos que buscaram entender o retorno combinado da operação através de testes aplicados, observou que 14 destes indicaram

retornos anormais positivos e significantes estatisticamente, apresentando evidências de que aquisições gerariam riqueza, mesmo quando considerados a empresa alvo e os acionistas adquirentes.

Firth (1980) acredita que todos os motivos para as operações de fusões e aquisições se resumem em duas teorias principais: (i) Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma e; (ii) Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial. A primeira teoria parte do pressuposto de que os gestores buscam maximizar o valor para os acionistas, e, portanto, busca maximizar o valor da firma, desta forma, uma operação de F&A se justificaria se resultar em geração de valor para os acionistas, seja decorrente de sinergias, aumento do poder de monopólio, substituição de administradores ineficientes, etc. A segunda teoria incorpora os interesses pessoais dos gestores, que além de buscarem uma performance satisfatória na empresa, tentarão aumentar sua utilidade (aumento de salário e poder, diminuição da possibilidade de demissão, etc.) com o pretexto de maximizar o valor para os acionistas.

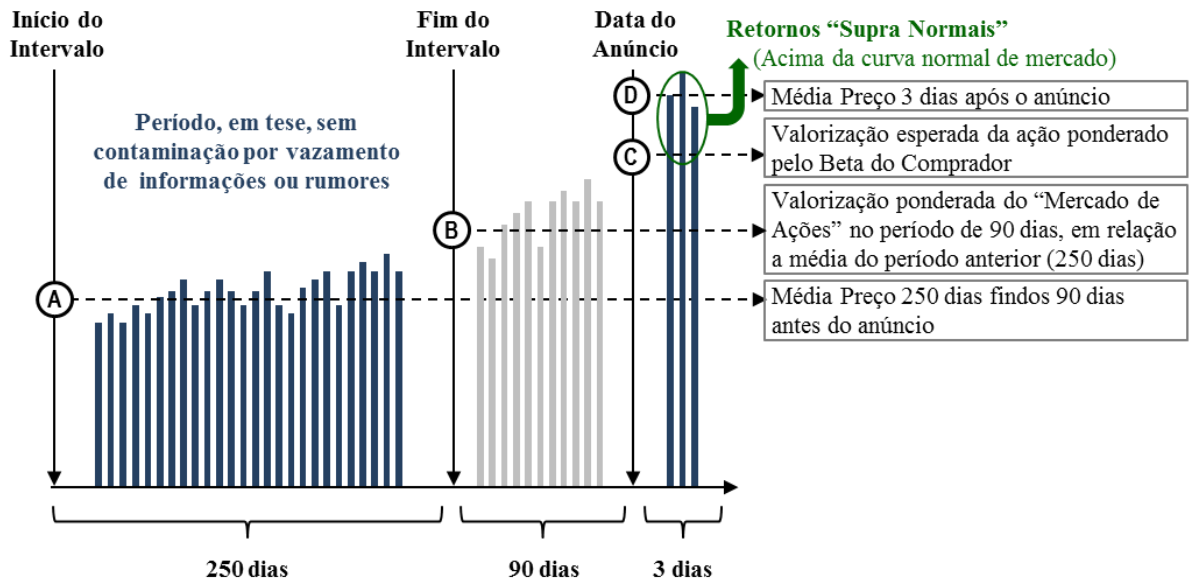
Segundo Terjesen (2011) o racional atualmente dominante para explicar atividades de fusões e aquisições está baseado na busca por otimização da performance financeira através de sinergias que aumentem as receitas e reduzam os custos.

2.1.2 *Fit Estratégico*

Esta seção merece especial atenção, já que o conceito de *Fit* estratégico permeará esta dissertação e servirá como um importante pilar para posteriores análises e compreensão dos fatores influenciadores em operações de fusões e aquisições. Apesar de ser apresentado diversas visões acerca do tema *Fit* estratégico o foco será na compreensão da publicação realizada por Shelton (1988), originária de seu trabalho de conclusão para obtenção de título de Ph.D. na Universidade de Harvard com suporte do Federal Reserve dos Estados Unidos e da empresa de consultoria Booz Allen & Hamilton, da qual fez parte como consultor.

O foco do trabalho de Shelton (1988) foi entender qual era a relação entre a existência de *Fit* estratégico e a geração de valor para os acionistas das empresas compradoras, sob a perspectiva da valorização das suas ações acima do esperado, conforme mostra a Figura 4 de forma simplificada.

Figura 4 – Racional conceitual adotado por Shelton para estimar retornos anormais



Fonte: Shelton (1988), adaptado e elaborada pelo autor

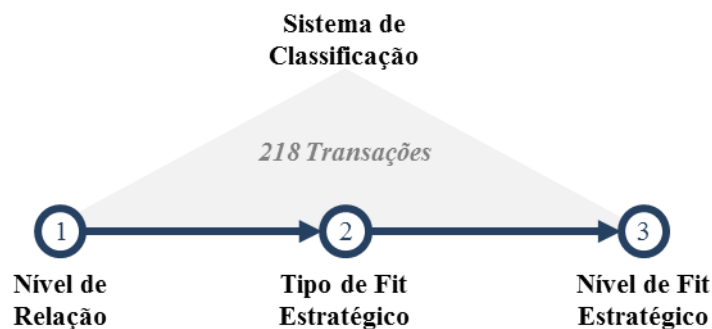
A Figura 4 mostra conceitualmente a oscilação do preço das ações da empresa compradora em azul e do preço ponderado do mercado em cinza em diferentes períodos. O racional buscado por Shelton estava em desenvolver um método estatístico que permitisse avaliar os retornos anormais comparativamente com o mercado de uma dada empresa compradora antes e após o anúncio de uma aquisição, com o objetivo de entender quais tipos de operações geram maior valor para os acionistas.

O método estatístico adotado por Shelton, conforme ilustra a Figura 4, incorporou quatro indicadores principais. O primeiro deles, indicado pela letra "A", é o preço médio da ação da empresa Compradora utilizado para fixar o valor de referência antes dos rumores de mercado, já que está circunscrito em um intervalo de 250 dias findos 90 dias antes do anúncio. O segundo, indicado pela letra "B", analisa a variação do mercado nos 90 dias anteriores ao anúncio oficial, ou seja, não incorpora a empresa Compradora. O terceiro, indicado pela letra "C", traduz o preço esperado da ação do Comprador, utilizando-se como referência a valorização do mercado e sua correlação com a empresa Compradora, ou seja, não tem relação com o preço efetivo da ação da empresa Compradora, já que é um preço teórico para evitar a utilização da precificação do mercado que já estaria contaminado por rumores de mercado. O quarto, indicado pela letra "D", refere-se ao preço médio de mercado da ação três dias após o anúncio oficial da operação.

A diferença entre o preço esperado para ação da empresa Compradora (letra “C”) e o preço médio efetivamente atingido após o anúncio (letra “D”) é, em tese, o retorno anormal da operação. Na Figura 4 foi exemplificado um cenário onde o retorno foi “supranormal”, ou seja, positivamente superior, o que sinalizaria que esta operação gerou valor acima do esperado. O racional de se utilizar a média dos três dias após o anúncio está em capturar a expectativa dos investidores com relação ao potencial de valorização da ação decorrentes da incorporação da aquisição realizada, isolando de outros possíveis fatores que poderiam contaminar a precificação, já que a valorização efetiva pode refletir diversos fatores tanto econômicos, quanto de gestão, o que dificultaria o isolamento do evento que se pretende entender.

Através de um modelo estatístico multivariado, Shelton (1988) utilizou um universo de 218 transações de empresas constantes no índice industrial da Fortune 500 entre 1962 a 1983, selecionadas de acordo com a disponibilidade de dados necessários para suas análises. O ponto central de seu estudo, que parece ter sido muito assertivo no método escolhido, é a forma de classificação das 218 transações, onde emerge a utilização do conceito de *Fit* estratégico, conforme mostra a Figura 5.

Figura 5 – Sistema de classificação das 218 transações



Fonte: Shelton (1988), elaborada pelo autor

O sistema de classificação adotado por Shelton está baseado em três etapas: (1) Nível de Relação, (2) Tipo de *Fit* Estratégico e (3) Nível de *Fit* Estratégico, conforme mostra a Figura 5.

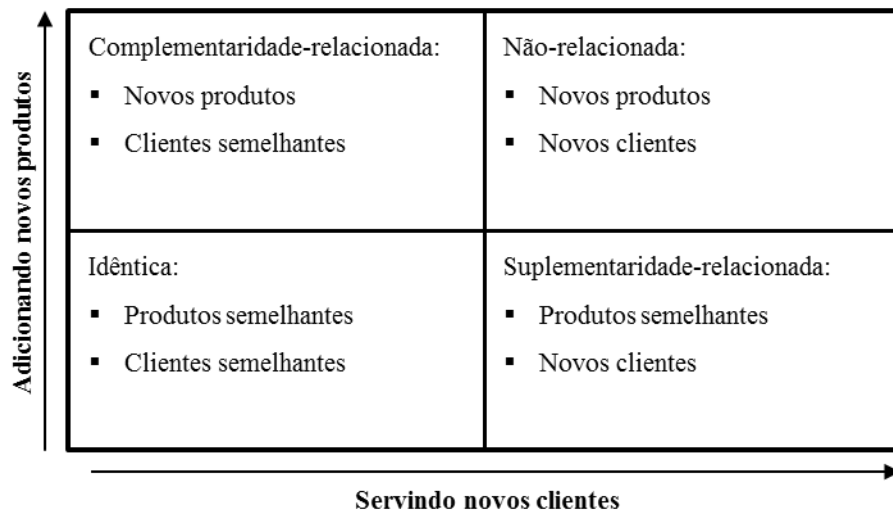
A **Primeira etapa**, o Nível de Relação, busca identificar quão relacionadas são as empresas envolvidas na transação baseado em quatro tipos de similaridades:

1. Tipo de Cliente Similar (Ex. segmentação): (i) Consumidor, (ii) Industrial, (iii) Profissional, (iv) Governo.
2. Tipo de Produto Similar (estágio de transformação): (i) Matéria-prima, (ii) Produtos intermediários ou Distribuição, (iii) Produtos acabados ou Varejo.
3. Tecnologia similar utilizada na produção: (i) Sim ou (ii) Não.
4. Propósito / Função semelhante servido em uso: (i) Sim ou (ii) Não.

Empresas relacionadas devem possuir no mínimo três características entre as quatro seguintes: (i) similaridade de clientes servidos, (ii) similaridade de produtos vendidos, (iii) tecnologia similar utilizada na produção, e (iv) semelhança na proposta servida.

A **Segunda etapa**, Tipo de *Fit* Estratégico, está ancorada nos conceitos de similaridades e complementaridades de Salter & Weinhold (1979), que defendem que os candidatos para aquisição que ofereçam um bom *Fit* com as habilidades e recursos únicos do adquirente possuem chances mais elevadas de atingir a criação de valor potencial. Complementam ainda que em processos de diversificação relacionados, o benefício mais significativo para os acionistas advém quando habilidades especiais e o conhecimento da indústria de um dos candidatos podem ajudar a melhorar a posição competitiva do outro. A distinção principal em diversificações relacionadas é se o candidato desejar expandir habilidades e recursos existentes em novos mercados (suplementaridade), ou, se desejar adicionar novas habilidades e recursos, porém sem alterar o mercado (complementaridade). Este ponto de vista é melhor compreendido através da Figura 6:

Figura 6 – *Fit* Estratégico entre as empresas

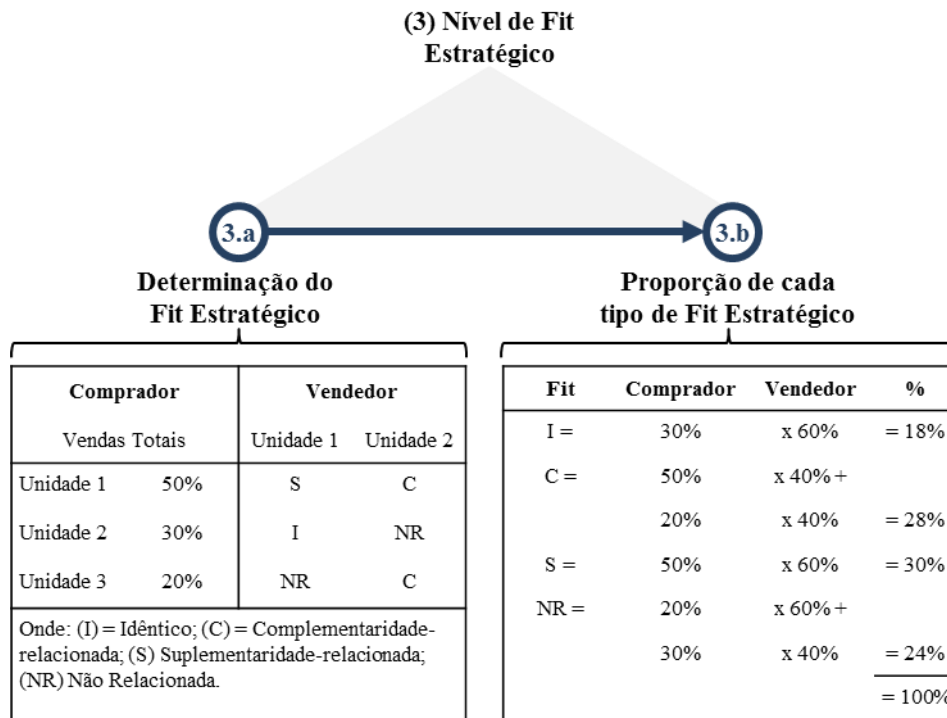


Fonte: Shelton (1988, p. 280), traduzido e elaborada pelo autor.

Conforme mostra a figura 6, as empresas podem ter quatro tipos diferentes de *Fit* Estratégicos. Um *Fit* de Complementaridade-relacionada é puramente uma integração vertical, enquanto que um *Fit* de Suplementaridade-relacionada é uma integração horizontal. O foco em Suplementaridade-relacionada proporciona acesso a novos clientes e mercados, mais do que novos ativos e produtos. O foco em Complementaridade-relacionada proporciona acesso a novos produtos ativos ou competências para produtos orientados para mercados já atendidos, mais do que para novos mercados.

A **Terceira etapa** consiste na mensuração exata do Nível de *Fit* Estratégico, já que, por exemplo, uma transação entre empresas com múltiplas unidades fabris com diferentes mix de produtos e clientes pode conter proporções diferentes de cada tipo de *Fit* estratégico, conforme mostra a Figura 7.

Figura 7 - Mensuração do Nível de *Fit* Estratégico



Fonte: Shelton (1988), elaborada pelo autor

Esta etapa utiliza o percentual das vendas de cada uma das partes (Comprador e Vendedor) ponderada pela proporção equivalente a cada um dos quatro tipos de *Fit* Estratégico para chegar ao nível percentual do tipo de *Fit* Estratégico.

Shelton, ao cruzar seu modelo estatístico multivariado com o sistema de classificação das 218 transações, chegou a conclusões interessantes a respeito da geração de valor para os acionistas e sua relação com os tipos de *Fit* estratégico.

A conclusão principal é que as operações que geram valor são aquelas que possuem *Fit* Estratégico Idêntico, de Complementaridade-relacionada e de Suplementaridade-relacionada. Embora as operações que permitem expansão em novos mercados (Suplementaridade-relacionada) e as dentro do mesmo negócio (Idêntico) são as que geram mais valor. Este cenário permitiu concluir que o foco no *Fit* Estratégico proporciona um meio mais apurado para a compreensão do impacto na criação de valor na combinação de ativos.

Secundariamente, através do cruzamento de informações complementares como tamanho da aquisição e nível de disputa entre compradores, o autor concluiu que: (i) Compradores devem buscar alvos maiores com alta qualidade de ativos que permitirão

expandir em mercados relacionados ou nos seus mercados existentes; e, (ii) Compradores não devem ter medo de adquirir alvos disputados, pois muitas vezes são os mais desejáveis candidatos.

Em uma linha muito semelhante ao Salter & Weinhold (1979), Larson (1990) sugere algumas tipologias que também se baseiam nos conceitos de similaridade e complementaridade, conforme pode ser visto na Tabela 1:

Tabela 1 - Tipologias de combinações baseadas em competência

Relação com a Produção	Relação com o mercado		
	Mesmo país principal		Diferentes países principais
	Mesmo grupo de clientes principais	Diferente grupo de clientes principais	
Mesma produção principal	F&A com sobreposição		Mercado
Principais input e/ou processos semelhantes	Dual		
Long-linked	Vertical		
Não relacionada	Produto	F&A não relacionado	

Fonte: Larson (1990, p. 209), elaborada pelo autor.

Basicamente são identificadas três tipologias principais com algumas variações:

1. F&A com sobreposição: indica sobreposição da produção principal no mesmo país principal, por exemplo, um competidor.
2. F&A complementar com as seguintes variações:
 - a) Complementaridade de mercado entre empresas em diferentes países principais com pelo menos similaridade da produção principal;
 - b) Complementaridade de produto entre empresas com o mesmo grupo de clientes principais no mesmo país com a produção principal não relacionada;

- c) Complementaridade vertical entre empresas com produção *long-linked* (conectada ao longo da cadeia de produção);
 - d) Complementaridade Dual (dupla) entre empresas com produção similar e no mesmo país principal
3. F&A não relacionadas entre empresas com produção não relacionadas e pelo menos diferentes grupos de clientes principais.

Reed e Lajoux (1999, p. 186-190) também compartilham de semelhante visão acerca de *Fit* estratégico, extrapolando suas análises de casos de fusões e aquisições para entender que características são comuns às empresas envolvidas em operações consideradas “academicamente” como de sucesso, identificando: *strategic Fit* (encaixe estratégico ou *Fit* estratégico) entre as empresas (adquirente e adquirida), foco, complementaridade e similaridade. Curiosamente identificaram características comuns também em operações que destroem valor na maior parte dos casos, como as aquisições de diversificação ou de conglomerado, as quais poderiam ser consideradas com operações Não Relacionadas se comparado com a visão de Salter & Weinhold (1979) ou de Larson (1990), com o objetivo de aumentar o tamanho da empresa e o poder de seus gestores. Outra conclusão é que a estratégia e habilidade dos gestores em realizar a integração no período posterior a aquisição são decisivos para o sucesso na criação de valor.

Embora academicamente já existisse na época estudos relacionando *Fit* estratégico e geração de valor apesar do conceito aparentemente recente, Clarke (1987) constatou existir uma grande falta de análise estratégica nas diversas operações de fusões e aquisições, o que na sua visão estava relacionada com a alta taxa de insucesso das operações (dificuldade em adicionar valor para os acionistas). Seus estudos evoluíram na busca de maneiras de melhorar as chances com que as sinergias são atingidas, e por consequência, otimizar as chances de captura de valor para os acionistas.

Interessante observar que seu foco esteve em unificar a análise e avaliação de *Fit* Estratégico com Sinergias, propondo maneiras de melhor estimá-las. Uma das formas de avaliação proposta é a análise da cadeia de valor, popularizada por Micheal Porter, onde o objetivo estaria ligado à identificação de como as sinergias podem adicionar competitividade em custos e vantagens em diferenciação, como mostra a Tabela 2:

Tabela 2 - Análise da cadeia de valor e possíveis sinergias

Fatores direcionados por custo	Possíveis sinergias de custos	Fatores de diferenciação	Possíveis sinergias de diferenciação
1. Capacidade	Consolidação de planta para operar em capacidade máxima	Linha de produto adicional	Melhores termos de venda
2. Escala / Massa crítica	Acesso a novos mercados ou canais de distribuição para atingir massa crítica (economia de escala)	Preenchimento de <i>Gaps</i> (espaços)	Habilidade para "fechar mercado"
3. Efeito de aprendizado	Acesso a habilidades/gestão para otimizar conhecimento existente	Extensão de abrangência	Compartilhamento de benefícios relacionados à marca
4. Fator de redução de custos	Acesso a recursos com custos mais baixos	Forte imagem da marca	Oportunidade para usar apelo em outros produtos para melhorar preços/volumes
5. Logística	Acesso a novas localizações operacionais dentro da área de abrangência econômica	Base de consumidores / Penetração geográfica	Aumento das vendas através de relacionamentos e canais estabelecidos
6. Tecnologia	Acesso a design proprietário, instalações de P&D conjuntas, menor custo com <i>overhead</i> através de melhoria de sistemas	Logística / serviços administrativos	Melhoria potencial de vendas/preços
		Melhoria de qualidade/performance	Melhoria potencial de vendas/preços

Fonte: Clarke (1987), elaborada pelo autor.

Na tabela 2 é possível perceber tanto os fatores direcionados por custo e suas possíveis sinergias – à esquerda, quanto os fatores direcionados por diferenciação e suas possíveis sinergias – à direita. Obviamente o que se pretende ao se realizar esta análise é entender quais seriam os principais fundamentos das sinergias, para que em um segundo momento elas sejam validadas e quantificados os impactos financeiros no fluxo de caixa da empresa conforme mostra a Figura 8:

Figura 8 - Calculando os impactos das sinergias no fluxo de caixa da empresa

Empresa A + Empresa B		Possíveis efeitos sinérgicos adicionais	
Volume de vendas	=	Receita	Aumento de volume, aumento de preços
X			
Preço de venda	-	Custos	Redução de custos
	=	Lucro operacional	Aumento do lucro operacional
	+/-	Variação de capital de giro	Variação de acordo com variação de volumes
	+	Depreciação	Possível aceleração da depreciação
	-	Investimento de capital	Redução em caso de sinergia na produção
	-	Pagamento de Impostos	Benefícios fiscais decorrente de prejuízos acumulados
	+	Valor Terminal no final do período	Aumenta com aumento do fluxo de caixa

Fonte: Clarke (1987), elaborada pelo autor.

Conforme mostra a Figura 8, existe uma equação principal dada pela diferença entre receita (volume x preço) e custo, resultando em lucro operacional, onde está o foco de grande parte das sinergias que são complementadas por sinergias adicionais que também tem impacto no fluxo de caixa como: variação em capital de giro, aceleração de depreciação, redução do capital investido, redução no pagamento de impostos e aumento do valor terminal (resultado do aumento do fluxo de caixa).

Mais recentemente, Terjesen (2011) concorda em aproximar os conceitos de *Fit* estratégico e sinergias já que acredita que a maioria das operações de fusões e aquisições parte do princípio que as empresas combinadas valerão mais do que elas individualmente separadas. Complementa, ainda, que o sucesso destas operações depende da habilidade de atingir “*strategic Fit*” (*Fit* estratégico). A principal diferença no seu pensamento com relação ao inicialmente proposto sobre *Fit* estratégico é sua orientação para a busca de *Fit* estratégico, dando a ideia de que as empresas devem o ter como objetivo.

2.1.3 Sinergias

Esta seção também é de fundamental importância no âmbito da dissertação, já que o conceito de *Fit* estratégico está intimamente relacionado com o conceito de sinergias, de modo que os dois temas são complementares, e servirão como importantes pilares para a interpretação dos casos.

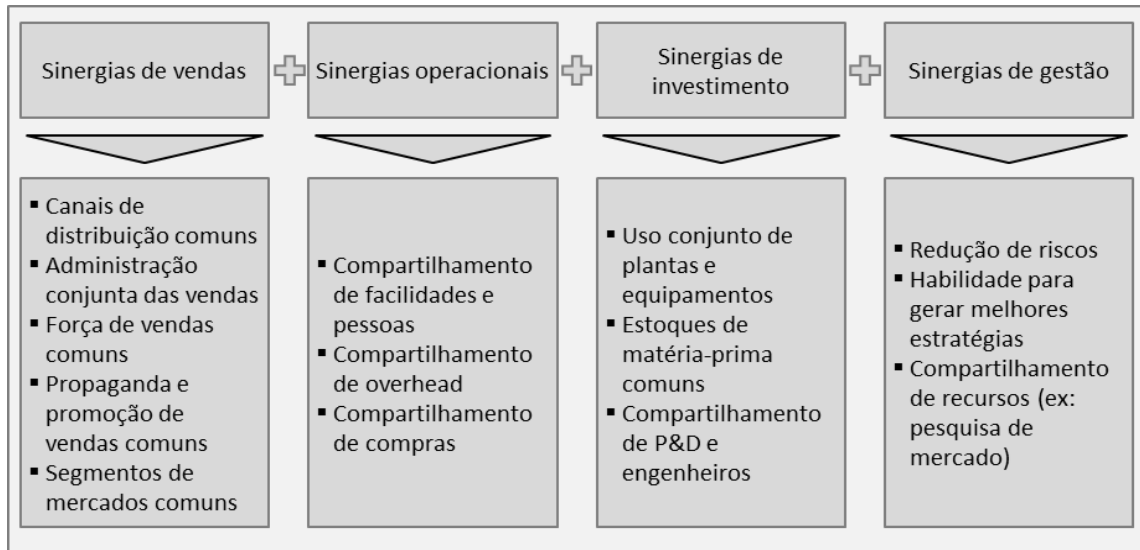
Segundo a literatura disponível, parece não haver consenso absoluto sobre as fontes possíveis de sinergias, no entanto, as visões teóricas em grande parte dos casos parecem ser complementares, ou abordam sobre outra perspectiva temas semelhantes.

A procura de sinergias se explica, conforme Ansof (1965, p. 75), quando: “a empresa busca uma postura baseada na relação produto/mercado com performance combinada que seja superior do que a soma das partes”, o que por outras palavras significa que em uma determinada situação a soma de $2 + 2$ seja superior a 4, por hipótese 5. Curiosamente esta visão de sinergias baseada na relação produto/mercado que precede os estudos de Salter e Weinhold (1979) e também Shelton (1988) foi de alguma forma absorvida pelo conceito de *Fit* Estratégico, quando ao definir o tipo se utiliza uma matriz de dois eixos: (i) Servindo novos produtos e (ii) servindo novos clientes.

Na avaliação do potencial de criação de valor existem duas áreas distintas segundo Salter e Weinhold (1981). A primeira esta relacionada com a otimização da geração de caixa das empresas combinadas em uma proporção maior do que elas teriam de forma separada. A segunda está relacionada com a possibilidade de obter o mesmo fluxo de caixa, porém com menos risco e variabilidade.

Wind e Mahan (1985) tem uma visão voltada para a conexão entre os componentes geradores das sinergias e os tipos de sinergias dentro de uma perspectiva financeira: (i) sinergias de vendas, (ii) sinergias operacionais, (iii) sinergias de investimento, (iv) sinergias de gestão, conforme mostra a Figura 9:

Figura 9 - Tipos de sinergias e seus componentes



Fonte: Wind & Mahajan (1985), elaborada pelo autor.

Sobre a perspectiva de Wind & Mahajan (1985), a existência dos componentes das sinergias indicadas na Figura 9 são uma sinalização para que existam as sinergias, e que elas venham a se refletir em termos financeiros.

Larsson (1990) categoriza as sinergias em quatro tipos: (i) Sinergia de poder de mercado: através do movimento em direção ao monopólio com aumento do preço de produtos e redução de custos de fornecedores; (ii) Sinergia operacional: redução de custos de fabricação e de marketing através de aumento da escala, experiência e escopo; (iii) Sinergia de gestão: melhoria do *know how* de gestão através de técnicas de gestão complementar e complementar; (iv) Sinergia financeira: redução do custo de capital e proteção de riscos.

De acordo com Schweiger e Very (2003), as fontes de sinergias se classificam em 4 tipos: (i) custo; (ii) receita; (iii) poder de mercado; e (iv) intangíveis. Percebem-se semelhanças com Wind e Mahajan (1985), onde as de receita estão relacionadas com vendas e as de custos com sinergias operacionais, no entanto, desconsidera as de gestão e investimento, mas adiciona as relacionadas ao poder de mercado e as intangíveis.

As sinergias de custo se dividem em dois tipos: (i) redução de custos fixos, e (ii) redução de custos variáveis. A redução de custos fixos geralmente está associada à economia de escopo/escala e produtividade. Adicionalmente ela está relacionada com a redução de despesas gerais, comerciais e administrativas. As reduções de custos variáveis estão associadas com o incremento do poder de barganha em compras e aumento de produtividade.

As duas formas de reduções de custos dependem da consolidação física de atividades das empresas combinadas, elas geralmente estão presentes em grande parte das operações de F&A.

As sinergias de receita geralmente são buscadas, mas, raramente são capturadas em operações de F&A. Elas estão associadas à venda casada de produtos ou serviços através de organizações de vendas complementares ou canais de distribuição, que servem diferentes regiões geográficas, grupos de clientes ou tecnologias. A premissa por trás é de que mercados complementares desejam os mesmos produtos e serviços. Adicionalmente, sinergias de receita podem derivar da expansão de linhas de produtos e serviços das empresas para proporcionar uma proposta mais completa aos seus clientes ou com um pacote mais atrativo. O ponto crítico para capturar esta sinergia é alavancar competências complementares sem adicionar custos, o que inclui: (i) Aumentar a produtividade de vendas através da venda de maior volume com o mesmo número de vendedores ou até com menos; (ii) Venda casada de produtos através da complementaridade da organização de vendas e canais de distribuição; (iii) Redução de custos fixos de desenvolvimento de novos produtos utilizando produtos complementares.

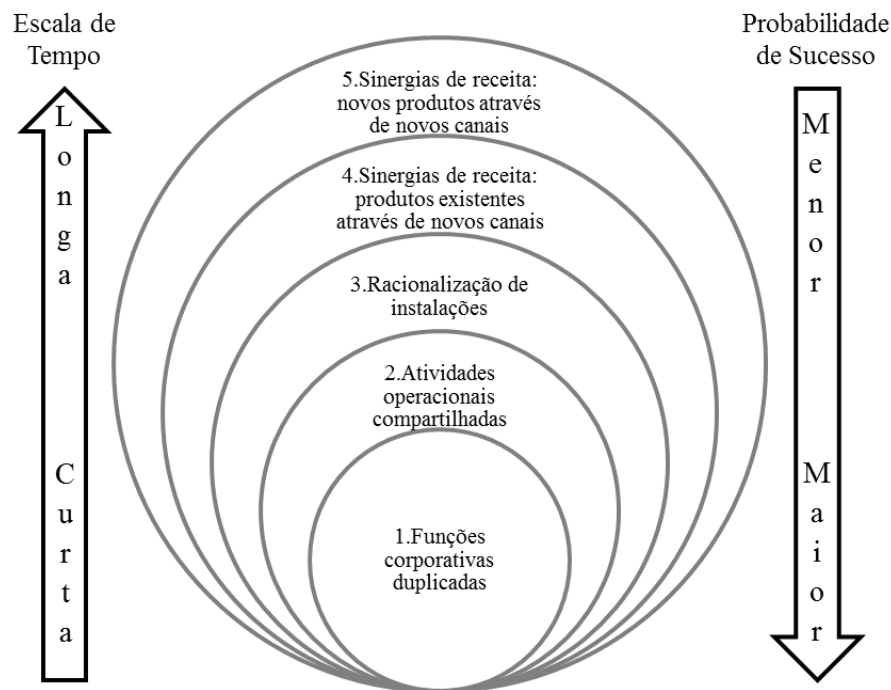
As sinergias relacionadas ao poder de mercado provem da eliminação de competidores do mercado e capacidade do mercado. Este tipo de sinergia acaba sendo um elemento central em economias com mercado maduro, onde se busca consolidação e existe excesso de capacidade produtiva. Isto permite que o adquirente mantenha ou aumente preços no mercado, melhorando a rentabilidade e o fluxo de caixa.

As sinergias intangíveis são as mais difíceis de serem capturadas, pois são muito difíceis de serem mensuradas. Intangíveis incluem extensão de nome de marcas, compartilhamento de conhecimento e *know how*. De acordo com Haspeslagh e Jemison (1991) as sinergias intangíveis se fundamentam na habilidade de transferir competências de uma organização para outra.

Terjesen (2011) aponta seis diferentes tipos de sinergias, potencialmente motivadoras de operações de fusões e aquisições: (i) redução de custos fixos, (ii) aumento do *market-share*, (iii) potencial de venda cruzada, (iv) maiores economias de escala, (v) redução de impostos, e (vi) recursos mais eficientes de distribuição.

A partir do original *Mastering the Merge*, publicada na Harvard Business School Press com apoio da empresa de consultoria Bain & Company, Harding e Rovit (2005) identificam cinco tipos principais para a avaliação de sinergias positivas, conforme Figura 10:

Figura 10 - Avaliação de sinergias



Fonte: Harding e Rovit (2005, p. 104), elaborada pelo autor.

Segundo Harding e Rovit (2005) o círculo 1 advém das funções duplicadas que não atendem diretamente o cliente, como: tesouraria, jurídico, recursos humanos, etc., existe pouco risco, portanto a probabilidade de captura é alta. O círculo 2 representa a combinação de custos operacionais, como: distribuição, vendas e despesas regionais, existe risco de abalar relações com clientes, portanto é preciso ter cautela, mas geralmente as empresas conseguem capturar. No círculo 3 estão envolvidas questões significativas de pessoal e regulamentações, pois envolvem economias com racionalização de instalações. Os círculos 4 e 5 representam as sinergias de receita, iniciando pelo aumento de vendas de produtos existentes através de novos canais, até as menos certas, que são a venda de novos produtos por novos canais.

Interessante observar que Mcnish & Sias (2004), dois *experts* em fusões e aquisições da Consultoria mundialmente conhecida McKinsey & Company, realizaram pesquisa envolvendo 60 empresas que realizaram duas ou mais aquisições em um período de cinco anos e concluíram que as empresas tendem a superestimar sinergias. Adicionalmente,

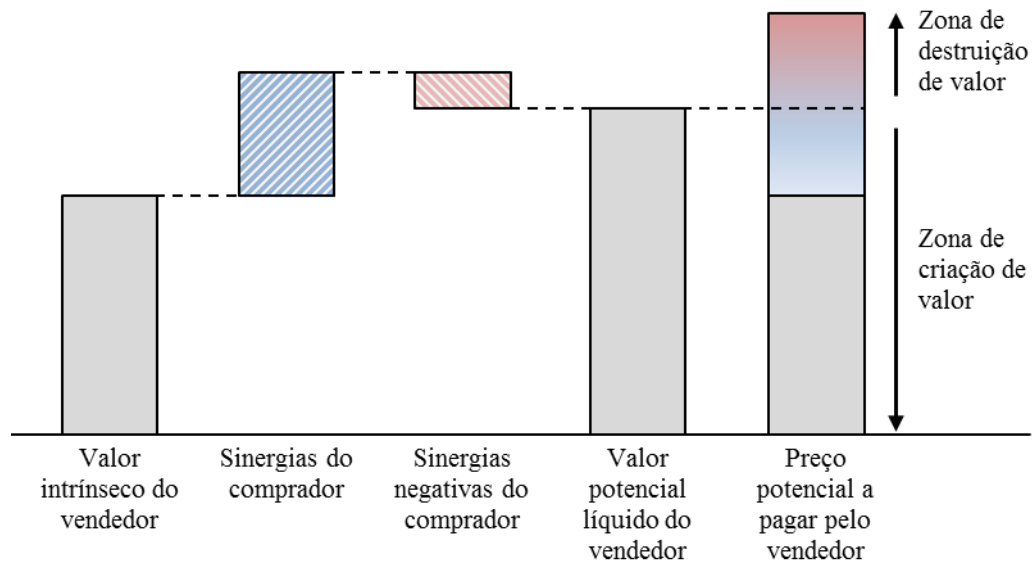
constatarem que 35% das estimativas baseadas em sinergias de custos superestimaram em 20% ou mais, no entanto, 70% das empresas falharam em atingir as sinergias baseadas em receitas. Esta abordagem confirma visão expressada por Harding e Rovit (2005) demonstrada na Figura 10.

Adicionalmente Schweiger e Very (2003) complementam apontando a existência de sinergias negativas. Operações de F&A são intervenções em organizações que podem criar rupturas e conseqüentemente destruir o valor intrínseco de uma firma. Embora seja crítico desenvolver a gestão focada na captura de sinergias positivas, é importante gerir para evitar as sinergias negativas.

Como exemplos de sinergias negativas, segundo Sirower (1997), estão: (i) os custos relacionados ao processo de integração, que não apareceriam se as empresas fossem mantidas separadas, eles incluem investimentos necessários para atingir sinergias baseadas em custos e receitas (custos para o fechamento da transação, custos de padronização de tecnologia da informação (TI) entre as empresas, etc.); (ii) a perda de participação de mercado para os competidores quando perde o foco no *core business*; (iii) perda de clientes para o competidor, quando estes tinham mais opções de fornecedores e após a transação passam a ter muita concentração com um único cliente; (iv) baixo entendimento sobre os fundamentos das sinergias poderão induzir ao pagamento de prêmios não justificáveis na aquisição (sobrepço), avaliações inconsistentes do alvo e desperdícios de recursos de gestão voltados à fase pós-aquisição. Larson (1990) adiciona como outra sinergia negativa quando o planejamento de integração pós-aquisição é subestimado e mal realizado, induzindo a dificuldade de captura das sinergias.

Importante salientar também como ocorre a materialização do valor potencialmente criado na operação, o qual está diretamente relacionado com o propósito de compreensão e mensuração das sinergias. O direcionador principal para a criação de valor está pautado na capacidade do comprador em realizar mais sinergias que o prêmio pago pela aquisição. Conforme Park (2002), com apoio da consultoria Accenture, a diferença entre o valor pago e as sinergias criadas, menos as sinergias negativas, é exatamente o valor criado na operação, como pode ser verificado na Figura 11:

Figura 11 - Criação de valor em Fusões e Aquisições



Fonte: Park (2002), elaborada pelo autor.

A Figura 11, parte do valor intrínseco do vendedor, ou seja, o valor da empresa sem as eventuais sinergias, apenas o valor da empresa antes da operação. Após, estão as sinergias positivas verificadas, deduzida das sinergias negativas, totalizando o valor potencial líquido do vendedor com sinergias. Por último, na coluna relacionada ao preço a pagar pelo vendedor, verifica-se a existência de um patamar de preço que significa o divisor entre a zona de criação e destruição de valor. Quando se paga mais do que o valor intrínseco da empresa somado ao valor líquido das sinergias ocorre destruição de valor. Desta forma, para que haja criação de valor é preciso pagar menos do que o valor intrínseco da empresa somado ao valor líquido das sinergias.

2.1.4 Processo

Segundo Rhinow (2006), ao analisar o processo de F&A sob a ótica de três autores diferentes: Marks & Mirvis (1998), Sirower (1999) e Galpin & Herdon (2000), identificou cinco etapas principais. Cada autor interpreta de forma diferente as etapas, no entanto de forma complementar, o que está detalhado no Quadro 3:

Quadro 3 - O processo de fusões e aquisições (F&A)

Etapas de combinação	Marks & Mirvis (1998)	Sirower (1999)	Galpin & Herdon (2000)	Detalhamento das etapas
Planejamento estratégico	Pré-combinação	Definição estratégica	Formulação	Elaboração de cenários futuros para a organização e possíveis diretrizes estratégicas a serem implementadas. Identificação de <i>Gaps</i> no modelo de negócios da empresa para a efetivação das diretrizes estratégicas estabelecidas.
Prospecção de oportunidades		Busca de empresas potenciais para aquisição	Localização	Prospecção de oportunidades no mercado para suprimir os <i>Gaps</i> identificados na etapa de planejamento estratégico. Estabelecimento de objetivos para potenciais combinação e identificação de potenciais benefícios a serem obtidos com a transação.
Avaliação de oportunidades		Avaliação das empresas <i>target</i> identificadas Avaliação financeira	Investigação	Atuação de diferentes áreas de expertise - área financeira, jurídica, RH e comercial - para levantamento de informações nas empresas <i>target</i> . Detecção de riscos e análise de compatibilidade com o critério estratégico definido inicialmente pela organização para a efetivação da combinação. Confirmação da decisão para a continuidade do processo.
Negociação e efetivação do acordo		Negociação	Negociação	Definição de possível intervalo de preços e condições para a efetivação da transação. Negociação com as empresas <i>target</i> ou seus representantes. Articulação interna com as devidas instâncias da organização para a aprovação do acordo referente à transação.
Integração pós-combinação		Combinação e Pós-combinação	Integração pós-fusão	Integração

Fonte: Rhinow (2006, p.54)

É interessante observar que a primeira etapa é a de “Planejamento Estratégico”, que é o que deve orientar estrategicamente a condução das próximas etapas para que a operação de F&A atenda aos interesses da Companhia. Desta forma a próxima etapa “Prospecção de oportunidades” deve ser uma extensão da primeira, pois as oportunidades a serem prospectadas deverão respeitar o planejamento estratégico. A próxima etapa é a do aprofundamento da análise das oportunidades prospectadas, sendo esta a etapa de avaliação.

Após uma avaliação rigorosa são identificadas as melhores oportunidades e então parte-se para a negociação com as empresas alvo, até a efetivação de um acordo definitivo. A última etapa é a de “Integração pós-combinação” a que envolve todos os esforços para efetivar a união das empresas após a transação ser realizada no sentido de atender as motivações estratégicas associadas.

Durante o processo de uma operação de Fusão e Aquisição, algumas vezes empresas contratam assessores para auxiliar na condução da fase de seleção e negociação com alvos escolhidos conforme Allen *et al.* (2004) denomina de “intermediários financeiros”, mais conhecidos como *advisors*, são especialistas em produção e processamento de informações. Eles utilizam sua expertise na coleta de informações para verificar o preço de reserva para a fusão com a outra parte, o potencial de ganhos sinérgicos, assim como, os riscos da transação.

Segundo Agrawal *et al.* (2012), ultimamente, o papel do *advisor* de F&A tem sido assistir seus clientes para obterem melhores preços e termos nas transações, o que não seria possível sem assistência de um *advisor*. O *advisor* também reduz o risco de contingências para diretores e administradores, pois contam com especialistas para decidirem sobre transações de F&A. Em outras palavras, o papel do *advisor* seria o de maximizar os resultados da operação de F&A para o seu cliente.

Ainda, de acordo com Agrawal *et al.* (2012), existem três situações onde um *advisor* pode atuar: *buy-side advisor* (como *advisor* do lado comprador), *sell-side advisor* (como *advisor* do lado vendedor), e *common advisor* (como *advisor* de ambos os lados). Cada uma destas situações demandam responsabilidades distintas por parte do *advisor*, como pode ser observado no Quadro 4:

Quadro 4 - Processo de assessoria (Compra x Venda)

<i>Buy-side advisor</i> (Assessoria na compra)	<i>Sell-side advisor</i> (Assessoria na venda)
Avaliação dos alvos escolhidos e determinação de propostas competitivas;	Auxiliar na formulação de estratégias para conclusão de uma transação;
Preparação e coordenação de documentos;	Identificação e contato com potenciais compradores;
Avaliação das aquisições propostas sob a perspectiva estratégica e financeira;	Preparação do memorando de oferta;
Recomendação de formas de financiamento da aquisição;	Desenvolvimento de apresentações para o conselho de administração;
Identifica potenciais concorrentes na disputa por algum alvo;	Negociação com potencial comprador;
Ajuda na defesa da transação para os acionistas vendedores;	Execução e fechamento de acordo definitivo entre as partes.
	Preparação de outros documentos

<p>Busca <i>feedback</i> de participantes do mercado de ações; Participa de negociações com os alvos e seus representantes.</p> <p>Adicionalmente, o <i>advisor</i> pode recomendar preço de oferta e termos da transação, estimar o preço final incluindo despesas relacionadas ao negócio, recomendar método de pagamento e sugerir estratégias de negociação.</p>	<p>relacionados a transação; Coordenação da preparação de documentos por advogados, contadores e outros; Avaliação do negócio da parte vendedora; Assistência aos gestores no desenvolvimento de projeções.</p>
--	---

Fonte: Agrawal *et al.* (2012), elaborado pelo autor.

No caso do *common advisor* ocorre que o intermediário financeiro é o mesmo para a parte vendedora e para a parte compradora. Esta situação origina um conflito de interesse potencial, pois não existe um papel definido para o *advisor*.

Segundo Huber e Paulson (2001), existem três diferenças básicas entre uma operação de compra e uma de venda: (i) o comprador esta buscando olhar para o valor futuro decorrente do ativo a ser adquirido; (ii) o vendedor busca vender pelo valor máximo possível combinado com o menor prazo de pagamento possível; (iii) compradores e vendedores em uma fusão estratégica olham para uma relação de sócios duradoura, que beneficie ambas as partes e seus respectivos *stakeholders*.

Analisando as considerações de Fleuriet (2008) apud Agrawal *et al.* (2012) sobre as responsabilidades de um *advisor* é possível relacionar com as etapas do processo de F&A identificadas por Rhinow (2006). Das cinco etapas (planejamento estratégico, prospecção de oportunidades, avaliação de oportunidades, negociação e efetivação do acordo, integração pós-combinação) o *advisor* parece atuar em três delas (prospecção de oportunidades, avaliação de oportunidades, negociação e efetivação do acordo), não fazendo parte do processo de planejamento estratégico nem do processo de integração.

2.2 NEGOCIAÇÃO

A visão sobre negociação pode divergir entre os autores, a interpretação de Fisher *et al.*, por exemplo, é de que “a negociação pode ser definida como o meio básico de conseguir o que se quer de outrem. É uma comunicação bidirecional concebida para chegar a

um acordo, quando você e o outro lado têm alguns interesses em comum e outros opostos” (FISHER; URY; PATTON, 1994, p. 15).

Guirado (2008) entende a negociação como um processo que envolve comunicação e interação, onde duas ou mais partes procuram um acordo para satisfazer os seus interesses. O conceito de Vaz (2002) sobre negociação é de que a negociação demanda, por um lado, observância, conhecimento e o emprego de regras e princípios razoavelmente estabelecidos, e, por outro, fatores subjetivos (características do negociador, como experiência, conhecimento e habilidade).

Para Shell negociação é “uma atividade humana facilmente identificável que ajuda as pessoas a atingir metas e solucionar problemas” (SHELL, 2001, p. 5).

Segundo Sebenius e Lax (1987) negociação é a possibilidade de se fazer algo melhor por meio de uma ação conjunta, no entanto, defende que não deverá ser surpresa caso as ações de não negociação mostrem ser o melhor meio para se realizar algo. A negociação seria um possível caminho para a realização de alguma coisa, havendo provavelmente alternativas.

Pessoa (2009) afirma que a negociação deve ser entendida como um processo onde grupos de pessoas mudam suas posições originais rumo ao alcance satisfatório de suas mútuas necessidades, com o propósito de construir uma relação duradoura.

2.2.1 Conceitos

Walton e Mckersie (1965) definem a barganha distributiva como um processo onde as partes tentam maximizar sua participação em um “bolo fixo”, o todo é um valor fixo e o jogo seria aumentar a parcela na captura deste “bolo”. Desta forma, uma parte ganha e a outra perde (ganha-perde). O comportamento dos negociadores geralmente gira em torno de seus pontos de preferência e seus pontos de resistência, o efeito das diferenças entre as partes se mantém no intervalo destes pontos, e várias estratégias ocorrem para manipular a percepção do oponente em relação aos pontos de preferências e resistências.

Os mesmos autores, Walton e Mckersie (1965), entendem como barganha integrativa o processo pelo qual as partes buscam explorar opções em conjunto para aumentar o valor do ganho total sem dar ênfase para a distribuição. Este tipo de barganha tende seguir um formato conjunto de *problem-solving* (problema-solução) e beneficiar todas as partes. As partes devem

reconhecer e definir o problema, buscar soluções possíveis, avaliar as opções e selecionar uma que maximize o ganho conjunto. A crítica neste processo é a vontade de dividir informações combinada com a comunicação aberta. A barganha integrativa está relacionada com a abordagem de ganhos mútuos que será analisada mais adiante.

Axelrod, (1984) complementa que no processo de negociação concessões geralmente são realizadas como um meio de cooperação e mudança de estratégia para aumentar as chances de acordo. Quando é utilizada a tática de exigir concessões de ambas as partes os negociadores atingem ganhos maiores ao aplicar uma abordagem cooperativa, segundo Zeuthen (1930).

Conforme foi abordado anteriormente por Lax e Sebenius (1986), no processo de negociação muitas vezes os negociadores se deparam com um dilema ao considerar se revelam informação para criar um valor total conjunto, o que por outro lado poderia prejudicar a distribuição do todo na negociação.

O Equilíbrio de Nash mencionado anteriormente, conforme Gouvêa (2004) pode ser entendido no contexto de uma negociação, como o ponto onde os negociadores atingem um acordo *pareto-eficiente*, ou seja, um ponto onde os ganhos de ambas as partes foram otimizados ao nível onde qualquer evolução no sentido de beneficiar um dos lados implica em prejudicar a outra parte. Este ponto indica a otimização da soma dos interesses das partes.

Fisher e Ury (1981) utilizam o termo BATNA (*best alternative to a negotiated agreement*) que pode ser traduzido para o português como MAANA (melhor alternativa à negociação de um acordo), para identificar o poder de barganha de uma parte em relação a outra. Quanto melhor for a sua alternativa para o caso de não ocorrer o acordo que está sendo negociado, melhor será o poder de barganha desta parte em relação a outra parte, pois caso a negociação não ocorra existe ainda uma alternativa a ser escolhida. Portanto, quanto melhor for a sua MAANA menos você depende da realização do acordo, o que traz vantagem negocial.

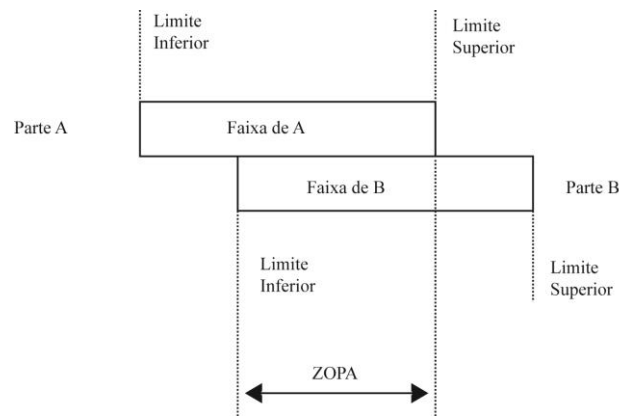
Bazerman (2001) se refere ao BATNA como sendo um conselho simples que negociadores experientes frequentemente oferecem: antes de entrar em qualquer negociação importante, você deve considerar o que você fará se nenhum acordo for alcançado.

A preparação é uma das mais importantes etapas da negociação de acordo com Fisher e Ury (1981), uma vez que ela providencia informações suficientes para facilitar o acordo, define os problemas a serem resolvidos e situa claramente as partes envolvidas. Harvard

(2003) complementa inserindo nesta etapa a análise da ZOPA (zona de possível acordo), entendido por Raiffa (2002) como intervalo de satisfação das partes envolvidas.

Mnookin, Peppet e Tolumelo (2000) entendem como ZOPA um conjunto das possíveis alternativas para ambos os lados, definido por limites inferiores e superiores, os quais estão ligados com a MAANA de cada uma das partes. O intervalo entre os limites inferiores e superiores (definido pelas MAANAs) é campo de alternativas que podem resultar em consenso e, conseqüentemente, em um acordo. Estes limites são definidos pelo Preço de Reserva de cada uma das partes. Esta dinâmica pode ser observada na Figura 12:

Figura 12 - Zona de Possível Acordo

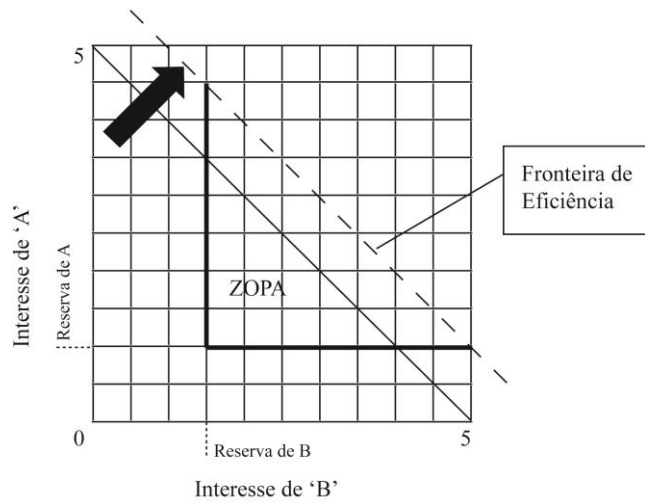


Fonte: Mnookin *et al.* (2000)

Conforme pode ser observado na Figura 12, a ZOPA é a área de intersecção da Faixa A com a Faixa B, a qual está entre o limite inferior da parte B e o limite superior da parte A.

Abordagem de ganhos mútuos, que esta relacionada com a abordagem negocial integrativo-cooperativa, busca expandir a área definida pela ZOPA no sentido de beneficiar ambas as partes (deslocamento positivo da fronteira eficiente), conforme pode ser observado na Figura 13:

Figura 13 - Fronteira de eficiência



Fonte: Mnookin *et al.* (2000).

Como pode ser observado na Figura 13, a Fronteira de Eficiência é expandida, possibilitando ampliar o ganho potencial total para ambas as partes. Um ponto central que emerge é: Como obter ganhos mútuos no contexto de uma negociação? A resposta parece estar relacionada com a construção de consenso.

Filey em 1975, explorando as ideias de Walton e Mckersie (1965) formatou um modelo para *Integrative decision-making* (tomada de decisões de forma integrativa), baseado em seis etapas: (i) revisar e ajustar condições relacionais entre as partes (criar um ambiente que promova a igualdade, cooperação, comunicação e compartilhamento das informações); (ii) revisar e ajustar percepções; (iii) revisar e ajustar atitudes (criar processo que maximize o compartilhamento de informações e evite trazer a tona hostilidades e atitudes negativas do passado); (iv) definir o problema; (v) busca por alternativas; e, (vi) atingir consenso.

Em tese a busca por consenso nas negociações integrativas implicitamente envolvem questões ligadas ao relacionamento, o que é abordada por Fisher e Ury (1981) através da “negociação baseada em princípios”, a qual sugere quatro conselhos: (i) separe as pessoas do problema (seja duro/rígido com o problema e brando/cooperativo com as pessoas); (ii) foque nos interesses e não nas posições; (iii) invente opções de ganhos mútuos; e, (iv) insista em utilizar critérios objetivos para julgar soluções.

Pruitt e Robin (1986) sugeriram o método *creative problem-solving* como um processo que incentiva a criatividade para encontrar solução para o problema. Este processo é composto de quatro passos: (i) verificar se realmente existe um conflito de interesse; (ii)

analisar os seus interesses pessoais, definindo aspirações elevadas mas razoáveis, estando pronto para se comprometer com estes interesses; (iii) busca de uma forma de reconciliar as aspirações de ambas as partes; e, se necessário, (iv) diminuir as aspirações e continuar a busca.

De acordo com Mckearnan e Fairman (1999) o caminho para atingir o consenso passa por: (i) explorar os interesses das partes; (ii) *Joint Fact-Finding*; (iii) criar opções sem compromisso; e, (iv) gerar pacotes diferentes de propostas.

Neste contexto Fisher, Ury e Patton (1994) defendem a importância de entender o problema da outra parte como parte integral do processo de negociação, permitindo melhor compreender o que está por trás das posições de cada parte, chegando-se aos reais interesses.

O *Joint Fact-Finding* é segundo Ehrmann e Stinson (1999), um processo que constrói um entendimento a partir da melhoria da comunicação e da confiança. Ele se resume na busca conjunta de dados com o objetivo de atender metas comuns, mesmo com interesses divergentes. A partir do *Joint Fact-Finding*, as partes identificam as questões centrais que precisam ser esclarecidas, para depois trabalhar conjuntamente na busca de dados para permitir os esclarecimentos necessários.

Os autores Mckearnan e Fairman (1999) entendem que a criação de opções sem compromisso proporciona a geração de ideias “fora da caixa”, o que de certa forma incentiva a criatividade e elimina o julgamento prematuro.

Adicionalmente os mesmos autores defendem o agrupamento das propostas como meio para selecionar aquelas que atendam a maior parte das questões que estão na pauta de negociação. Desta forma, com diversas opções na mesa e com pacotes para atender a maior parte dos interesses em jogo melhora as condições para conduzir a negociação rumo ao consenso. Conforme Susskind e Cruikshank (1987: 86): “Se elas podem encontrar suficientes itens que elas valorizem de forma diferente, elas poderão negociar e explorar essas diferenças, e todos irão ganhar.”

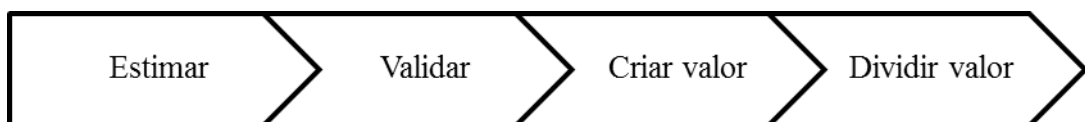
2.2.2 Modelos

Dietmeyer e Kaplan (2004) ao conduzirem uma pesquisa com vendedores nos Estados Unidos descobriam alguns dados que contribuem para a reflexão sobre negociação: (i) 85%

disseram que as negociações estão cada vez mais complexas; (ii) 74% reportaram que estão lidando com compradores mais profissionais; (iii) 67% falaram que estão vivenciando cada vez mais comportamentos irracionais entre os seus competidores; (iv) 63% afirmaram que a relação com os clientes está cada vez mais orientada para o longo-prazo; (v) 85% falam que mais negociações internas estão ocorrendo comparado ao passado; e, (vi) 58% observam grandes consolidações por parte dos compradores e dos vendedores.

Avaliando este cenário Dietmeyer e Kaplan (2004) propuseram um processo de negociação estratégica para otimizar a condução das negociações, o qual é supostamente um processo racional e sistemático que permite estabelecer caminhos práticos e efetivos para lidar com negociações. Este processo possui quatro etapas: (i) Estimar; (ii) Validar; (iii) Criar valor; e, (iv) Dividir valor, conforme pode ser visto na Figura 14.

Figura 14 - Processo de negociação estratégica



Fonte: Dietmeyer e Kaplan (2004), elaborada pelo autor.

A primeira etapa “Estimar” compreende duas atividades: (i) estimar a MAANA de ambas as partes para entender qual é a relação de poder de barganha, e quem possui maior poder na negociação; e, (ii) estimar a lista de itens desejados na negociação por ambos os lados, determinando o que é mais e menos importante. A importância desta atividade está relacionada com as diferenças de percepção de valor para cada uma das partes, que ao serem identificadas beneficiam a criação de valor e, posteriormente, divisão de valor.

A segunda etapa “Validar” é sobre identificar o que você sabe ou não sabe sobre as consequências de um não acordo (MAANA) e sobre a lista de itens desejados, através de um exercício de *fact-finding* (busca por fatos) em quatro fontes diferentes: (i) seu próprio conhecimento sobre com quem você está negociando e seus competidores; (ii) o conhecimento de membros na sua organização que já trabalharam anteriormente com quem você está negociando ou com seus competidores; (iii) dados públicos disponíveis em jornais, artigos, relatórios anuais, etc.; e, (iv) a pessoa com quem você está negociando (é a mais importante delas, sua validação ocorre em reuniões e encontros, estes é que permitem que você avance).

A terceira etapa “Criar valor” está relacionada com criar valor mensurável de negócio para ambas as partes na negociação. Nesta etapa é importante considerar o que foi estimado e validado anteriormente, para estruturar opções que possam contemplar mais do que os itens de importância primária para as partes, mas, também incluir outros benefícios que possam tornar as opções ainda mais atrativas. Quando no contexto da negociação é possível atingir um acordo melhor do que a MAANA de cada uma das partes ocorre uma situação ganha-ganha (*win-win*). Através da troca de itens com percepções de valores distintos entre as partes é possível crescer o valor total potencial da negociação.

A quarta e última etapa “Dividir valor”, ao reunir todas informações e aprendizados obtidos anteriormente, sugere o autor que se apresente três ou mais “ofertas múltiplas iguais” para a outra parte, as quais são igualmente aceitáveis do seu ponto de vista. Ao realizar múltiplas ofertas você permite que a outra parte enxergue a proposta que tenha mais valor para ela, buscando evitar dano à relação.

Chama atenção a incorporação por Dietmeyer e Kaplan (2004) de diversos conceitos abordados anteriormente (MAANA, Criação de valor, Divisão de valor, etc.) de forma sistematizada. Adicionalmente, ao definir um processo com criação e divisão de valor, implicitamente está sendo unificada a barganha integrativa com a distributiva, no entanto, predomina o viés colaborativo na negociação ao se buscar a criação de valor, incluindo-se, portanto, uma abordagem de ganhos mútuos.

Lax e Sebenius (2009) propõem um modelo de negociação que compreende três dimensões de análise: tática, design do negócio e configuração. Os autores consideram adicionar duas dimensões que na literatura tradicional deixaram de ser exploradas.

A dimensão “tática” é um campo geralmente conhecido, o qual os autores descrevem como: “Ela inclui as jogadas persuasivas e o processo de avanço gradual da negociação que você escolhe para lidar diretamente com o outro lado da mesa.” (LAX; SEBENIUS, 2009, p. 16).

A dimensão “design do negócio” incorpora outros aspectos além do confronto direto. “As pessoas que fazem o design do acordo sabem como identificar fontes ocultas de valor econômico e não econômico. Possuem uma abordagem sistemática que permite antecipar e estruturar acordos criativos, de forma a revelar esses valores para as partes envolvidas.” (LAX; SEBENIUS, 2009, p. 16).

A dimensão “configuração” está relacionada com as iniciativas fora da mesa de negociação, que impactam na situação, favorecendo o negociador 3-D. Segundo os autores

quando as partes já estão determinadas, os tópicos já foram estabelecidos e a mesa está montada, grande parte da negociação já foi definida; é por isso a necessidade de realizar ações antes do embate tático na sala de reuniões. Desta forma os negociadores ao utilizar uma abordagem 3-D,

[...] preparam a mesa, assegurando-se que as pessoas certas foram abordadas na sequência certa, para negociar os temas certos que se relacionam com um conjunto de interesses certos na mesa ou mesas certas, no momento certo, com as expectativas corretas e cientes das consequências de não fechar negócio caso não cheguem a um acordo.

Quadro 5 - Teorias e perspectivas

Arena	Autores	Descrição
Modelos orientados para a visão americana (campo doméstico)	Raiffa (1982); Schelling (1960); Deutsch (1973); Pruitt (1981)	Modelo de barganha estratégica: aborda objetivos dos atores ou preferências, ações e resultados. Ele descreve o comportamento de realização de concessões, assumindo a maximização das preferências, para prescrever resultados ótimos.
	Walton and McKersie (1965, p. 281ff)	Modelo de barganha Intra-organizacional: chama a atenção para o conflito interno e resolução de conflitos, particularmente como é expressa na negociação dos limites do papel dos representantes.
	Thomas (1976, pp. 912-930)	Modelo estrutural de conflito comportamental: foco não é sobre o comportamento e os resultados, mas nas condições que os moldam. O modelo engloba predisposições comportamentais, pressões sociais, estrutura de incentivos, regras e procedimentos.
	Carpenter and Kennedy (1988) Susskind and Cruikshank (1987)	Modelo prescritivo de processo orientado para a resolução de conflitos: reforça a atenção para as condições e distintamente amplia a dimensão temporal reconhecendo a pré-negociação, negociação e fase de implementação ou pós-negociação.
	Koehan and Katz (1988, p. 1-18)	Modelo de negociação coletiva: o modelo focaliza nos objetivos de três partes - força de trabalho, gestão e governo - e incorporam elementos do ambiente externo, estruturas institucionais e os processos de barganha (a partir de vários pontos de vista), o objetivo das partes e a administração do seu relacionamento.
para negociação empresarial	Graham's (1987, p. 168)	Modelo de processo para todas as culturas: estágio não relacionado com tarefas, tarefas relacionadas à troca de informações, persuasão e concessões e acordo.

Fayerweather and Kapoor's (1976, p. 29-45)	Destaca uma grande variedade de ambientes de negócios internacionais. Sua estrutura compreende: a situação da negociação, as áreas funcionais (por exemplo, finanças), "quatro C" (interesses comuns, interesses conflitantes, compromisso, e os critérios para a realização de negociações), o ambiente (político, econômico, social e sistemas culturais), e a "perspectiva" (grandes fatores tais como experiências de negociação anteriores que influenciam a negociação atual).
Tung (1988)	Paradigma conceitual: além do contexto ambiental (política, econômica, institucional-legal, cultural), o paradigma consiste no contexto da negociação, as características do negociador, as seleções estratégicas e processo, e o resultado da negociação.

Fonte: Weiss (1993, p. 272-273), traduzido e elaborado pelo autor.

Interessante observar que algumas das teorias utilizadas para desenvolver a perspectiva RBC, já foram mencionadas anteriormente, como por exemplo, por Raiffa; Schelling; Walton e McKersie; Pruitt; Susskind e Cruikshank, evidenciando sua característica “inclusiva”, conforme dito por Weiss (1993).

A perspectiva RBC permite integrar dimensões verticais e horizontais através de uma forma analítica e temporal, conforme é demonstrado na Tabela 3:

Tabela 3 - Análise vertical e horizontal da Perspectiva RBC

Foco analítico		
Nível		
Relacionamento entre partes primárias		
Interorganizacional		
Intergrupo		
Interpessoal		
<i>Cross-level</i> (Entre níveis)		
Comportamento entre partes primárias		
Organização		
Grupos		

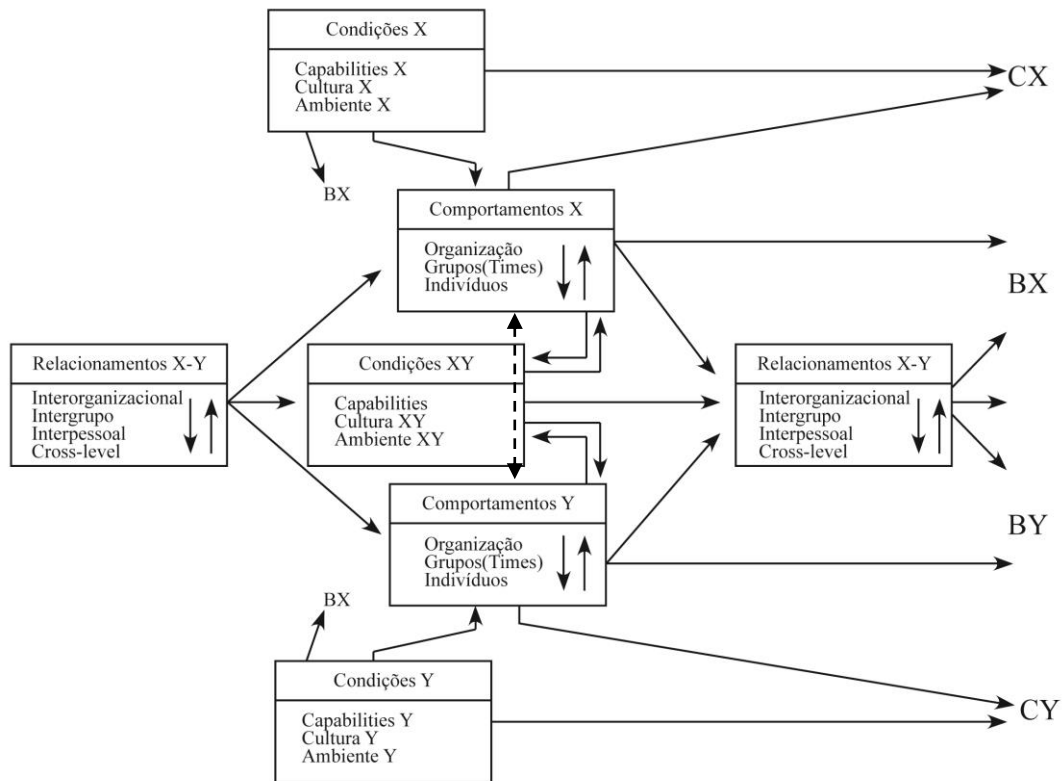
Indivíduos			
Condições			
Circunstância			
Capabilities			
Cultura			
Ambiente			
	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
	Tempo		

Fonte: Weiss (1993, p. 276), traduzido e elaborada pelo autor.

A perspectiva RBC colocada sob a forma da tabela 3 é o modelo simplificado que permite entender as dimensões chaves analisadas pelo modelo, assim como, suas variáveis, demonstrando a suas evoluções durante o tempo em cada uma das três fases identificadas (Pré-negociação, Negociação e Pós-negociação).

No entanto é analisando a figura 6, que o autor explica as inter-relações entre as dimensões principais (RBC) e as variáveis definidas.

Figura 15 - Modelo básico RBC para negociações complexas: o caso bilateral (x - y)



Fonte: Weiss (1993, p.276), traduzido e elaborada pelo autor.

A Figura 15 demonstra as inter-relações das variáveis e dimensões em um exemplo bilateral, formado por uma negociação entre duas partes.

É interessante observar que existem condições comuns (X-Y: Circunstância, Cultura e Ambiente) que trocam influências com o comportamento individual de ambas as partes (X e Y: em nível Organizacional, Grupo e Indivíduo) e influencia o relacionamento conjunto de (X-Y: de forma Interorganizacional, Intergrupo, Interpessoal e *Cross-level*), ao mesmo tempo em que é influenciada por questões do próprio relacionamento conjunto (X e Y). Em paralelo existem condições individuais de ambas as partes (X e Y: *Capabilities*, Cultura e Ambiente) que influenciam os comportamentos individuais de ambas as partes (X e Y), que por sua vez, trocam influências entre si e influenciam o relacionamento conjunto (X-Y).

A inter-relação de todas estas variáveis e dimensões ao mesmo tempo é consolidada nas funções (Cx, Cy, Bx, By e Rxy), que constituem o resultado da influência de todas as variáveis nas três perspectivas RBC.

Cada uma das dimensões principais (Relacionamento, Comportamento e Condições) possui variáveis de análise com objetivos distintos, mas complementares, as quais influenciam no resultado conforme demonstrado anteriormente. Um grande número de itens a serem analisados em cada uma destas dimensões pode ser encontrado no **Anexo A**, conforme identificado por Weiss (1993, p. 280-285).

A dimensão **Relacionamento** remete a análise da relação entre partes primárias em quatro níveis (interorganizacional, intergrupo, interpessoal e *cross-level*), para sua melhor compreensão o autor complementa com alguns conceitos necessários, conforme mostra o Quadro 6:

Quadro 6 - Dimensão relacionamento

Conceitos	Descrição
Relacionamento como um foco	Um "relacionamento" pressupõe duas ou mais partes envolvidas. Na literatura escritores abordam "os elementos essenciais", e distinguem a diferença entre "conexão contínua" e interações discretas. O impulso universal é "o espaço entre" as partes que estão concebidas no escopo de variáveis independentes tais como a semelhança nos interesses das partes, a igualdade de poder e os níveis de confiança, bem como as variáveis dependentes tais como a intensidade do conflito expressado, a ocorrência de situações marcantes (<i>turning point</i>) e a extensão do acordo alcançado.
Partes para negociação complexa	O modelo RBC direciona indiretamente as partes envolvidas (os atores) para a negociação baseada em relacionamentos e comportamentos, desde que os três aspectos sejam relativamente mais importantes e em parcimônia como um cenário. Nem todas as características e comportamentos constitucionais do ator social em questão são relevantes para a análise da negociação. Além disso, para usar o modelo, o pesquisador deve identificar as partes envolvidas. Levar em conta duas considerações: o tipo do participante, e o nível de comportamento ou da atividade.
Partes primárias e outras	Existem três tipos de participantes em uma negociação: primário, secundário e terciário. Os primários possuem metas inter-relacionadas e tornam-se engajados em conversas diretas. Os secundários possuem uma participação indireta no resultado, mas não se consideram diretamente envolvidos.
Níveis e unidades	As partes primárias mais óbvias de uma negociação complexa, como definida acima, são as organizações. Na verdade, alguns estudos de tais negociações tratam abstratamente as organizações como partes ou como um todo unitário alinhado com o modelo estratégico de barganha. Entretanto, uma parte significativa dos estudos "negligencia características multinível e entrenível do fenômeno organizacional." O trabalho em diferentes campos sugere que, em um fenômeno social complexo, os atores existem em mais do que um nível, agem como unidades de maneiras diferenciadas e influenciam uns aos outros em níveis cruzados.

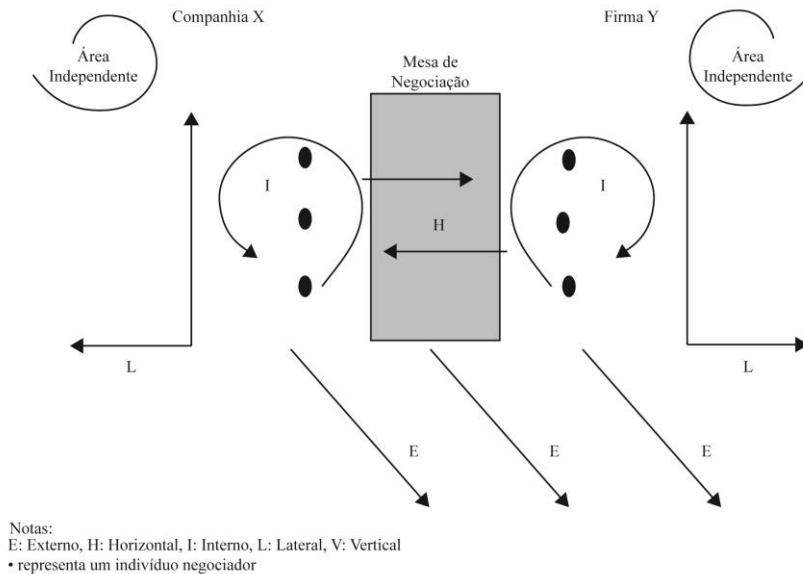
Relacionamento negociações complexas	As distinções entre as partes primárias aparecem em três tipos de relações correspondentes: interorganizacional, intergrupo e interpessoal (veja a Tabela 1 (topo vertical, dimensão analítica)). Relacionamentos entre unidades iguais de análises podem ser classificados como "simétricos". Assimétricos ou de nível cruzados entre as unidades desiguais também ocorrem como um quarto tipo. Por exemplo, um chefe executivo de uma organização pode reunir-se com a equipe de negociação de uma segunda empresa.
--------------------------------------	---

Fonte: Weiss (1993), elaborado pelo autor.

A segunda dimensão busca analisar o **Comportamento** das partes primárias, ou seja, o comportamento de uma parte primária afetando ou direcionado para a outra parte como integrante de uma negociação. O termo abrange comportamento com efeitos não intencionais sobre a contraparte na negociação, bem como ações intencionais de negociação. Especificamente, ele inclui domínios cognitivos tais como percepção, processamento de informações e julgamento (BAZERMAN, 1983); estilos verbais; fazer concessões substantivas, e abordagens gerais como integradora ou “dura”. O comportamento das partes integrantes influencia a natureza, no curso e nos resultados das suas negociações e relacionamento.

Nesta dimensão são analisadas seis relações de comportamento entre partes primárias: (i) independente (realizado pela própria parte e relevante para a negociação, mas não comunicada à contraparte, por exemplo: planejamento); horizontal (ação dirigida à contraparte, geralmente na mesa de negociação); interna (atividade interna de uma parte, como uma equipe de negociação); vertical (comunicação com superior ou subordinado entre membros da mesma parte); lateral (não vertical, ações relevantes de negociação voltadas a pares ou colegas de uma mesma parte), e externa (dirigido para influenciar além das partes integrantes da negociação, por exemplo, direcionado à mídia de massa). Estas interações comportamentais podem ser observadas na Figura 16:

Figura 16 - Arena de atividade das partes primárias



Fonte: Weiss (1993, p. 286), traduzido e elaborada pelo autor.

A dimensão **Condições** busca analisar os fatores que estimulam, restringem ou de outra forma modificam o comportamento das partes primárias e os relacionamentos em negociações complexas. Estes fatores podem ser eventos, contextos, estados de espírito, ações de partes não primárias.

A palavra *Condições* reflete o caráter ativo, motivador e influenciador desta dimensão, a qual analisa quatro questões: (i) Circunstância, (ii) *Capabilities* (Competências), (iii) Cultura; e, (iv) Ambiente, conforme é abordado pelo autor de acordo com o Quadro 7.

Quadro 7 - Dimensão condições

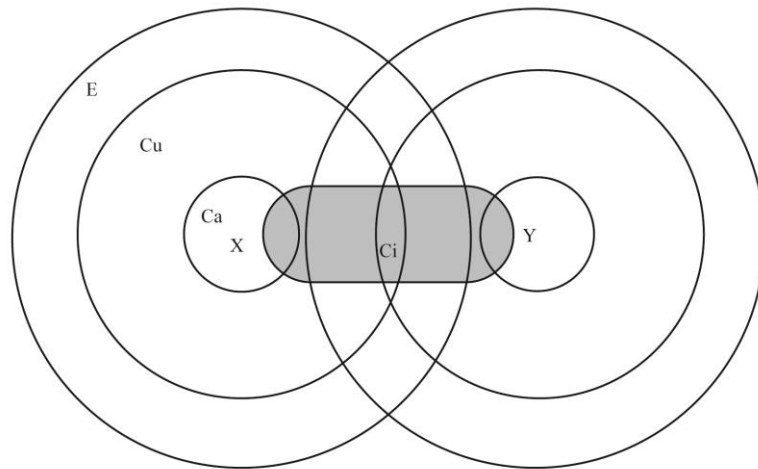
Conceitos	Descrição
Circunstância	As circunstâncias referem-se aos aspectos físicos e sociais da negociação, "situação(ões)" em amplo sentido, utilizadas por ambas as partes primárias. Em paralelo "o contexto estrutural" de barganha inclui a neutralidade do local, a disponibilidade dos diferentes canais de comunicação (e.g., face a face, telefone, fax), semelhança dos costumes da indústria, cobertura da mídia de massa, e a presença de intérpretes e partes terceiras neutras. Embora, a mera presença ou ausência de relacionamento prévio da parte primária seja relevante neste momento, as qualidades particulares dos relacionamentos como os níveis de confiança são requisitos consideráveis nos relacionamentos (pré-negociação). (...) Circunstâncias como pressão de tempo para fechar o acordo podem afetar o comportamento e o relacionamento das partes primárias em qualquer nível organizacional, grupal ou individual (veja a Figura 12).

<p><i>Capabilities</i> (Competências)</p>	<p>As competências (<i>Capabilities</i>) estão relacionadas com as habilidades, recursos e peculiaridades da parte primária que propiciam que elas influenciem e sejam influenciadas por uma contraparte, tanto diretamente, como indiretamente através de comportamentos (veja a Figura 12). As peculiaridades estão incluídas na Perspectiva RBC promovendo a aplicabilidade de sua cultura cruzada, uma vez que, em muitas culturas a habilidade de influenciar os outros do negociador parece estar mais baseada em status do que em habilidades. Outros elementos específicos tais como experiência de negociação das partes, disposições e motivações, personalidade, e autoridade.</p>
<p>Cultura</p>	<p>Cultura refere-se ao mesmo tempo aos conhecimentos adquiridos por uma pessoa para interpretar o seu mundo e como ao seu agir propositado e ao cenário de comportamentos aprendidos, os quais são compartilhados. Os modelos de negociação internacionalmente orientados que incluem a dimensão cultura tendem a se referir exclusivamente a grupos com pessoas de mesma nacionalidade, porém na negociação com partes primárias, grupos pertencem culturas étnicas e organizacionais. (...) Todas as culturas podem estabelecer com a parte uma concepção básica para o processo de negociação, assim como expectativas respeitando os aspectos de interação com a contraparte, e seu atual comportamento. As organizações, assim como os indivíduos, podem experimentar negociações e serem influenciados pela sua cultura nacional étnica.</p>
<p>Ambiente</p>	<p>Ambiente refere-se não simplesmente sobre [não culturais] "elementos 'de fora' para além de um conjunto de organizações focais, mas sim sobre recursos concentrados, força, dominação política, e mais concretamente sobre outras organizações." Esses fatores ambientais afetam o comportamento das partes e de seus relacionamentos. Desta forma importa incluir os elementos geralmente reconhecidos como as políticas governamentais locais e, a economia respectiva e os sistemas legais, e os elementos que não são estritamente provinciais ou de localização específica (e.g., multilateral, regional e condições globais dentro de um ambiente XY – Vejam a Figura 12).</p>

Fonte: Weiss (1993), elaborado pelo autor.

É importante observar que as quatro dimensões abordados no Quadro 7, acabam por se sobrepor parcialmente em um contexto de negociação entre duas partes (por exemplo X e Y) na Figura 17:

Figura 17 - Os quatro aspectos das Condições na Perspectiva RBC



Notas:

X: Companhia X; Y: Firma Y

Ci: Circunstâncias, Ca: Capacidades, Cu: Culturas, E: Ambientes

Fonte: Weiss (1993, p. 288), traduzido e elaborada pelo autor.

O que a Figura 17 demonstra é que as Circunstâncias (Ci) se apresentam como um somatório de três aspectos comuns em ambas as empresas, os quais se referem a: competências (*Capabilities*), cultura e ambiente.

A dimensão *temporal* complementa o modelo composto por 3 fases: pré-negociação, negociação e pós-negociação. A Pré-negociação começa no momento que uma das partes decide negociar com a outra parte primária, continua envolvendo planejamento separado e conjunto, e termina quando as partes começam a responder suas propostas iniciais em direção a resolução das questões importantes. O período de Negociação inicia quando as partes definem uma agenda com intenções mútuas de comprometimento de troca (barganha) ou quando ambas as partes movem-se de suas posições iniciais; acobertam seus comportamentos formais e informais de negociação, através da comunicação explícita e "tática"; e continuam em uma negociação com a finalidade de atingir suas metas, podendo visualizar um acordo, um não acordo ou alguma outra coisa no meio do caminho. A Pós-negociação começa assim que as partes procuram seguir adiante ou de outra maneira a fim de conviver com suas realizações. Esse período continua sem um ponto final fixo.

A Matriz de Negociação Complexa (MNC) é outro modelo que parece ir na mesma linha da Perspectiva RBC, em função do seu caráter inclusivo, abordando um amplo conjunto de teorias complementares. A Matriz de Negociação Complexa, desenvolvida pela

EBAPE/FGV através de seu Programa de Negociações Complexas em cooperação com *Harvard Law School* em seu Programa de Negociação, e por ESSEC/IRENE-Paris, pretende integrar “as principais pesquisas e instrumentos de negociação identificados no mundo”, conforme comenta um de seus organizadores Yann Duzert no “Manual de Negociações Complexas”. (LEMPEREUR *et al.*, 2009).

Este modelo está formatado em quatro etapas principais: Preparação, Criação de Valor, Distribuição de Valor e Implementação/Monitoramento. Ela se complementa com dez elementos da negociação, dez formas de negociação e dez indicadores de avaliação conforme Quadro 8:

Quadro 8 - Matriz de negociações complexas

Etapas do Processo de Negociação		
Preparação > Criação de Valor > Distribuição de Valor > Implementação-Monitoramento		
Elementos	Formas	Indicadores de Avaliação
Contexto	Negociações Diretas	Controles
Interesses	Negociações Informais Paralelas (PIN)	Racionalidade
Opções	Diálogo entre Múltiplas Partes (MSD)	Risco
Relacionamento	Agente	Otimização Econômica
Poder	Facilitação	Ética
Cognição	Mediação	Equidade
Tempo	Meta-Mediação	Sustentabilidade
Padrão	Arbitragem	Produtividade
Concessões e Compromissos	Judicial	Emoções
Conformidade Legal	Uso da Força	Sistema Autopoiético

Fonte: Duzert (2007, p. 74).

Esta matriz tem em sua essência a abordagem de ganhos mútuos que vai pautar toda a implementação da metodologia, permitindo a maximização dos recursos para o alcance dos ganhos mútuos, a elaboração e concretização de acordos, critérios objetivos para construção das estratégias para distribuição do valor. Esta metodologia busca, mesmo em situações de *stress*, alcançar soluções pacíficas.

O processo de negociação da MNC

A MNC divide o processo em quatro etapas, conforme está demonstrado no Quadro 9:

Quadro 9 - Fases da negociação

Fase 1	Fase 2	Fase 3	Fase 4
Preparação	Criação de Valor	Distribuição de Valor	Implementação / Monitoramento
Definição clara da equipe e atribuições; Identificação dos interesses próprios e dos das outras partes; Estabelecimento da própria MAANA e avaliação do potencial de sua melhoria; Estudo de faixas de definição da ZOPA; Estudo de alternativas e sugestões para ganhos mútuos.	Exploração dos interesses de todas as partes; Suspensão de críticas; Adiamento de impasses; Criação, sem compromissos, de opções para aumento do valor disputado; Adoção de mediadores neutros para a melhoria da comunicação.	Desenvolvimento de um clima de mútua confiança; Discussão e definição de padrões e critérios para distribuição do valor criado; Utilização de elementos neutros na sugestão de alternativas para a distribuição do valor criado; Elaboração de acordos inter-referenciados que se reforcem mutuamente.	Montagem de acordos sobre o monitoramento e controle das decisões tomadas; Desenvolvimento de aspectos que facilitem a sustentação dos acordos; Alinhamento de incentivos e controles organizacionais; Melhoria do relacionamento; Previsão de utilização de elementos neutros em situações de disputa.

Fonte: Duzert *et al.* (2005) *apud* Gouvêa (2004), elaborado pelo autor.

No Quadro 9 chama atenção a inclusão de diversos conceitos relacionados anteriormente e as diferentes orientações em cada etapa do processo. Segundo Duzert e Spinola (2009) a “Preparação” está relacionada com o que é feito antes de se iniciar uma negociação; a “Criação de Valor” está ligada ao que é feito para compreender e explorar os interesses das partes, criando opções de acordos e eliminando as críticas para aumentar e qualificar as possibilidades; a “Distribuição de valor” está relacionada ao que se desenvolve para alcançar um acordo tomando como ponto de partida a distribuição das opções definidas na etapa anterior, esta etapa tem como característica a assertividade na negociação, ocorrendo influência, jogo de poder e comunicação; a “Implementação / Monitoramento” está focada nas atividades de implementação e acompanhamento para garantir a efetivação do acordo.

Os elementos da negociação na MNC

Os dez elementos abordados na MNC incorporam diversos conceitos da literatura sobre o tema negociação e sob a perspectiva de teorias já consolidadas, como pode ser visto no Quadro 10, com informações extraídas de Duzert *et al.* (2008).

Quadro 10 - MNC: Elementos da negociação

Elementos	Descrição
Interesses	O foco nos interesses aumenta a probabilidade de acordo porque facilita a criação de sugestões para ganhos mútuos.
Opções	Quando necessário os negociadores deveriam, juntos, criar cenários sem prévio comprometimento para oferecer opções de ganhos mútuos.
Poder	O poder estabelecido nas negociações é relacionado a diferentes aspectos, como alternativas, coalizão, poder de recompensa ou de ameaça, questões psicológicas, e até mesmo o grau de dependência ou a necessidade estabelecida entre o negociador e o acordo. O poder é considerado como um fator para obter maior influência na negociação.
Concessões	As concessões são geralmente concedidas como forma de cooperação e como estratégia de mudança para aumentar as chances de acordo. Uma tática interessante é adotar a abordagem de recíprocas concessões, os negociadores adquirem ganhos altamente significativos quando são cooperativos. Em casos de assimetrias, o ideal é a presença de um mediador para ajudar os negociadores a converter suas posições em direção ao acordo, o qual é chamado de equilíbrio de Pareto ou de equilíbrio cooperativo de Nash.
Critérios	A discussão dos critérios representa uma oportunidade para facilitar a negociação através das regras e dos padrões flexíveis.
Legalidade e conformidade	As tolerâncias enfatizam a importância da percepção de justiça e da validade legal do acordo nas propostas e representam uma oportunidade para facilitar a realização do acordo através do relaxamento das regras e dos padrões.
Relacionamento	O relacionamento é enaltecido como um produto da estratégia adotada. A abordagem consensual é alcançada quando o acordo é visto pelas contrapartes como o melhor negócio, considerando o contexto. Consequentemente, estabelecendo um aprimoramento no relacionamento das contrapartes.

Cognição	A cognição é representada como um grande elemento de influência na preparação do palco porque introduzem questionamentos e evita os dogmas dos negociadores, embora ela comprometa a transparência e o paradoxo da confiança, ela limita a racionalização e a predisposição em realizar pesquisa conjunta de dados. A comunicação adequada deve ser utilizada para esclarecer os interesses do negociador e melhorar a colaboração da contraparte.
Tempo	O tempo é um elemento que influencia não apenas nas decisões mas também nos relacionamentos. É importante enfatizar que a produtividade da negociação pode ser inversamente proporcional a possibilidade de ganhos múltiplos, uma vez que o tempo é o elemento crucial para avaliar decisão e indicadores de relacionamento.
Contexto	O contexto é o elemento que proporciona a informação suficiente para o entendimento do ambiente da negociação.

Fonte: Duzert *et al.* (2008), elaborado pelo autor.

Os dez elementos explicados no Quadro 10 estão relacionados com as quatro etapas do processo (preparação, criação de valor, divisão de valor e execução). Cada elemento pode estar relacionado com uma ou mais etapas do processo, conforme mostra a Tabela 4:

Tabela 4 - Matriz de Negociações Complexas: Inter-relações

Passos	Preparação	Criação de Valor	Divisão de Valor	Execução
Elementos				
Interesses	X	X		
Opções	X	X		
Poder	X	X		
Concessões			X	
Contexto	X			
Relação	X	X	X	X
Critério	X		X	
Conhecimento		X	X	X
Observância				X
Tempo	X			X

Fonte: Duzert *et al.* (2008, p. 3), traduzido e elaborada pelo autor.

Avaliando as inter-relações dos dez elementos com as quatro etapas do processo, chama atenção a importância do Relacionamento em todas as etapas e da Cognição nas três últimas. A etapa de preparação é a que possui maior número de inter-relações com os elementos, e a criação de valor é a segunda, evidenciando a importância destas etapas para a negociação. O que em tese deveria significar o campo onde os negociadores deveriam gastar os seus maiores esforços e concentração.

As formas de negociação na MNC

Conforme abordado por Brandão (2005), as dez formas de negociação se dividem em dois grandes grupos, oito são baseadas em interesses e duas são baseadas na lei, conforme pode ser verificado no Quadro 11:

Quadro 11 - Dez formas de negociação

Tipo	Formas
Baseadas em Interesses	1. Negociações diretas
	2. Negociações informais paralelas (PIN)
	3. Diálogo entre múltiplas partes (MSD)
	4. Negociações com o auxílio de agentes
	5. Negociações via facilitador
	6. Negociações via mediador
	7. Negociações via meta-mediador
	8. Negociações através de arbitragem
Baseadas na Lei	9. Negociações através de juiz
	10. Negociações baseadas na força policial

Fonte: Brandão (2005), elaborado pelo autor.

O entendimento das dez formas de negociações foi conceituado por Duzert *et al.* (2010), conforme segue no Quadro 12.

Quadro 12 - MNC: Formas da negociação

Formas	Descrição
Negociação direta	Trata-se de uma negociação entre as partes onde os interessados tratam diretamente com a outra parte, sem intermediários (mediadores) a fim de defender seus interesses e chegar a um acordo.
Negociações informais paralelas (PIN - <i>Parallel Informal Negotiation</i>)	As partes atuam informalmente agilizando as questões a partir de workshops, com ênfase em brainstorming e na busca de solução de problemas. Nesse ambiente, os representantes estão livres para ouvir os outros, perceber como o mundo observa os pontos de vista das outras partes e, também, para explorar opções que os negociadores oficiais não consideram. Como os participantes do workshop se movimentam para posições de influência e poder, a melhoria do relacionamento entre eles permite uma efetiva solução de problemas.
Diálogo entre Multistakeholders (MSD- <i>Multistakeholder Dialogue</i>)	Diálogos entre Multistakeholders é um processo atualmente utilizado, por dezenas de agências das Nações Unidas e de organizações multilaterais, na busca do desenvolvimento de intensivas conversações entre representativos grupos de interesse. A participação de três ou mais stakeholders em uma negociação conduz a uma possibilidade de criação de coalizão. Os objetivos do MSD referem-se à construção do relacionamento, à reunião e troca de informações, ao brainstorming para solução de problemas e à construção de consenso, sendo esse último o mais ambicioso. As informações geradas conjuntamente terão maior credibilidade entre todas as partes, sendo a construção do relacionamento indispensável quando há divergência entre valores fundamentais, tornando-se importante que as partes iniciem a construção de alguma possibilidade de acordo. Por meio do MSD, são promovidos diálogos informais nos quais cada uma das partes compreende as perspectivas das outras partes e, assim, exploram as áreas de acordos e desacordos.
Negociação com utilização de agentes	Os agentes possuem seus próprios interesses sobre o fato negociado, e por vezes os indicadores ou metas para mensuração de seu resultado ou do êxito de sua atuação podem diferir dos parâmetros e resultados da negociação. Segundo os autores sua forma de atuação não é através da neutralidade, pois representam uma das partes, de alguma forma, agindo por ela ou no lugar dela. Os agentes possuem importância e mais valia quando possuem conhecimentos específicos de sobre o objeto negociado ou sobre o ambiente em que a negociação se desenvolve.
Negociação por meio de facilitador	Os facilitadores são pessoas que têm a habilidade de gerenciar encontros e conversas entre partes que estão em litígio. Os facilitadores fazem seu trabalho frente a frente com as partes. O facilitador deve apresentar-se com imparcialidade, não possuindo autoridade para decidir junto aos grupos envolvidos na negociação. Os facilitadores assumem a responsabilidade de desenvolver as agendas de reunião, verificar o papel de trabalho e o material de preparo, estabelecer padrões e regras de conduta para preservar o relacionamento entre as partes e garantindo fluidez nos encontros, estabelecem canais de comunicação e fomentam a interação a fim de conduzir às soluções para a construção do acordo.

Mediação	O objetivo do mediador é ajudar as partes a negociarem de maneira mais efetiva. O mediador não resolve o problema nem impõe solução, sua função é ajudá-los a buscar o melhor caminho e fazer com que estejam de acordo, depois de encontrada as soluções. O mediador tem controle do processo, mas não dos resultados.
Meta-Mediação	A meta-mediação é apresentada como a mediação de segunda ordem, sendo executada por pessoa e/ou organização que constrói os referenciais políticos e as visões de mundo comuns a um sistema social. Meta-mediador é definir clara e concretamente o problema, examinar as soluções já tentadas, definir claramente a mudança necessária, formular e implantar o projeto para promover a mudança, explicitar o implícito para expressar ao invés de esconder.
Arbitragem	Num processo de arbitragem, cada parte apresenta sua posição para um árbitro, que por sua vez estabelece regras a respeito das questões envolvidas. As decisões do árbitro, por sua vez, podem ser voluntárias ou obrigatórias, dependendo das regras e dos compromissos prévios entre as partes. O acordo arbitral só necessitará ser levado a juízo caso não seja cumprido espontaneamente pelas partes.
Juiz: utilização do poder legal	Nesta esfera, as negociações se baseiam na aplicação das leis, de forma que o processo de criação de valor é suprimido e o juiz exerce o papel de autoridade máxima, responsável por determinar o resultado final da disputa. Nesta fase resta às partes tentar compreender o conceito de justiça e respectivos parâmetros elegidos pelo juiz a fim de elaborar uma proposta ou evidências que seja percebida como mais justa que a do oponente e até mesmo que seja capaz de orientar a tomada de decisão do juiz.
Polícia e Força Militar	Vale ressaltar que neste aspecto, abordagens preliminares e subjacentes precedem, na maioria das vezes, a implementação da força, sendo, portanto expostas por retaliações e ameaças e para isto é necessário observar os riscos e consequências destas abordagens. A utilização da força pode promover uma escalada do conflito de forma que o objetivo principal que é a defesa dos interesses acaba sendo subavaliada.

Fonte: Duzert *et al.* (2010, p. 34, 40-43), elaborado pelo autor.

Avaliando-se as dez formas de negociação são percebidas peculiaridades distintas, as quais se adéquam com maior ou menor aderência a diferentes situações negociais ao mesmo tempo em que podem ser utilizadas combinações de formas de negociação na medida em que determinado conflito ou negociação escale para um novo patamar, por exemplo, uma negociação direta pode acabar sendo resolvida nos tribunais (Utilização do poder legal).

Indicadores de avaliação na MNC

Por fim, a MNC é complementada com dez indicadores de avaliação das negociações. Estes indicadores permitem analisar os resultados de uma negociação sob diversos aspectos com o objetivo de balizar e servir como orientação possibilitando a comparação entre negociações diferentes e de natureza distintas.

Os dez indicadores foram identificados por Duzert *et al.* (2010) tomando-se como referência diversas teorias e autores sobre o tema, os quais estão identificados, no Quadro 13.

Quadro 13 - MNC: Indicadores de avaliação da negociação

Indicadores
1. Satisfação e racionalidade limitada
2. Controles para a implementação
3. Riscos
4. Otimização Econômica
5. Ética
6. Justiça e Equidade
7. Impactos e sustentabilidade
8. Produtividade
9. Emoções
10. Sistema Autopoiético
Fonte: Duzert <i>et al.</i> (2010)

A “Satisfação e racionalidade limitada”, abordado por Simon (1947, 1997) é entendida como algo a ser buscado pelas pessoas que perseguem a eficiência na obtenção dos recursos e a otimização econômica. Quando há insatisfação as pessoas tendem a prolongar a negociação para buscar um acordo satisfatório, este processo às vezes pode levar a escalada irracional e a

irracionalidade competitiva, as quais estão relacionadas ao engajamento à negociação por ambas as partes, conforme complementa Bazerman (2004).

A avaliação através de “Controles”, abordada por Susskind e Field (1996), diz respeito ao processo relacionado à intenção natural das partes em controlar os resultados através da disponibilização de informações de suporte a negociação coletadas unilateralmente. Por mais precisa que as informações podem ser, quando o processo é unilateral pode não inspirar confiança, o que no entendimento do autor pode ser resolvido ao ser proposto um processo de coleta conjunta de informações.

A avaliação de “Riscos”, abordada por Bazerman e Kahneman, está relacionada com as percepções distintas das pessoas em relação ao risco, assim como a predisposição de cada uma das partes em assumir riscos. Culturalmente é percebido alguns padrões coletivos em relação à percepção de riscos o que pode fazer com que as partes apostem em diferentes cenários futuros. Adicionalmente, partes com alta capacidade de assumir riscos podem levar um negócio a um elevado nível de incerteza, enquanto que partes com aversão ao risco podem ter a intenção de conhecer todos os riscos potenciais e o negócio de forma mais detalhadamente possível, esta situação pode ser amenizada com instrumentos de compartilhamento de risco.

A “Avaliação sobre a otimização econômica”, abordado por Nash e Pareto, compreende os aspectos relacionados à otimização da negociação, ou seja, maximização do retorno e minimização dos custos incorridos. Acordos que consigam criar valor buscam otimizar a negociação para ambos os lados, o que pode aumentar o valor de suas propostas.

A “Avaliação da ética” proposta por Varela (1999) relaciona-se com o comportamento do negociador. Segundo o autor é o imediatismo da percepção da ação que deve ser analisada criticamente, o que em sua obra estuda o comportamento do negociador sobre quatro tipos de ação humana, sendo apenas uma delas a verdadeira manifestação ética: (i) ações que emergem do desejo de ganhar; (ii) ações que emergem de respostas habituais aos padrões; (iii) ações que emergem de regras determinadas externamente; e, (iv) ações que emergem da extensão do seu sentimento.

A “Avaliação de justiça e equidade” de acordo com Rawls (2000), leva em consideração a busca da imparcialidade na concepção dos acordos. Acordos justos seriam aqueles que garantiriam situações equitativas e equilibradas entre as partes da negociação.

A “Avaliação de impactos e sustentabilidade” está ligada a obtenção de acordos sustentáveis que tenham como horizonte o longo prazo levando em consideração três esferas: aspectos sociais, aspectos políticos e aspectos ambientais.

A “Avaliação da produtividade” proposta por Klein (1998), busca avaliar a qualidade do acordo em momentos de ultimato. As diferenças culturais podem influenciar no entendimento do conceito de produtividade, o que para os chineses está relacionado com ganhos de escala, novos mercado e relacionamento; para os brasileiros está relacionado com tempo da operação e resultados financeiros. A capacidade de percepção e intuição do negociador pode influenciar na obtenção do acordo, sendo necessário alinhamento entre as partes.

A “Avaliação das emoções” busca analisar o impacto das emoções na negociação. Quando as partes não conseguem controlar a emoção, geralmente na etapa de distribuição de valor, podem prejudicar a negociação. As emoções são prejudiciais principalmente quando são destrutivas, e se traduzem em agressão, apego ou ilusão, conforme abordado por Goleman e Dalai Lama (2003). Desta forma, é importante que o negociador tenha equilíbrio emocional para controlar os relacionamentos e as interações entre as equipes.

A “Avaliação do sistema autopoietico” esta relacionada com a ideia de os sistemas serem influenciados entre si, no entanto, cada influência pode gerar uma adaptação/modificação que poderá influenciar o influenciador inicial, apresentando uma interconectividade entre os sistemas. Ao negociar com em sistemas que estão em constante movimento, em crise, em desequilíbrio, é importante vislumbrar a estabilidade do sistema ao qual compões, e dos sistemas ao qual fazem parte. A estabilidade pode ser alcançada por meio do respeito e preocupação com a sustentabilidade dos acordos, incrementando as chances de sucesso e de um processo eficiente e satisfatório.

3 METODOLOGIA

Este capítulo tem por objetivo apresentar a metodologia utilizada para a realização desta pesquisa qualitativa para a avaliação dos 20 (vinte) casos de F&A distintos. Nele será discutido a metodologia para a execução dos objetivos propostos, envolvendo:

(1) Desenvolver estrutura analítica buscando integrar elementos de negociação e de fusões e aquisições (F&A) para avaliação de casos de negociação;

(2) Caracterizar 20 casos de fusões e aquisições (F&A), onde ocorreram negociações, sendo 10 com Acordo Alcançado (AA) e 10 com Acordo Não Alcançado (ANA);

(3) Analisar e comparar os casos identificando relações de influências para o alcance de acordos em fusões e aquisições.

A pesquisa esta organizada de acordo com os objetivos propostos, de maneira a cumprir passo a passo cada um deles. Esta pesquisa qualitativa tem caráter exploratório e contará com estudos de casos. A síntese da metodologia a ser utilizado pode ser visto no Quadro 14:

Quadro 14 - Síntese da metodologia a ser empregada

Objetivos específicos	Método
1. Desenvolver estrutura analítica buscando integrar elementos de negociação e de fusões e aquisições (F&A) para avaliação de casos de negociação;	Pesquisa bibliográfica: leitura exploratória, leitura seletiva e leitura analítica. Construção lógica: análise de conteúdo (definição da unidade de análise e construção das categorias) e indução analítica. Brainstorming: envolvimento de pessoas com elevada experiência nos temas abordados para validação prática.
2. Caracterizar 20 casos de fusões e aquisições (F&A), onde ocorreram negociações, sendo 10 com Acordo Alcançado (AA) e 10 com Acordo Não Alcançado (ANA);	Questionários: perguntas abertas/fechadas sobre os casos. Pesquisa documental: seleção dos casos com base nos dados primários e secundários disponíveis. Tabulação dos dados: as respostas foram tabuladas de maneira a permitir a realização de análises
3. Analisar e comparar os casos identificando relações de influências para o alcance de acordos em fusões e aquisições.	Análise preliminar dos dados: sistematização dos dados tabulados e análises preliminares. Leitura analítica dos casos: identificação das relações de influências para o alcance de acordos; Brainstorming: envolvimento de pessoas com elevada experiência nos temas abordados para interpretação e validação.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme Fossatti e Luciano (2008) o método pressupõe a definição da estratégia de pesquisa para atingir os objetivos propostos. O autor adiciona que o método busca explicar como o pesquisador pretende cumprir os objetivos propostos, abrangendo os objetivos específicos e o objetivo geral. Desta forma a pesquisa científica deve estar claramente definida para que qualquer outro pesquisador que desenvolva os mesmos métodos sobre o mesmo assunto possa atingir resultado semelhante, conforme comentam os autores.

3.1 *DESENVOLVER ESTRUTURA ANALÍTICA BUSCANDO INTEGRAR ELEMENTOS DE NEGOCIAÇÃO E DE FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A) PARA AVALIAÇÃO DE CASOS DE NEGOCIAÇÃO*

Esta seção busca apresentar a estrutura analítica proposta validando categorias e variáveis para assegurar que o modelo contenha os elementos adequados, tanto do processo de negociação como de fusões e aquisições (F&A), assim como, assegurar que apresente a dinâmica de interação entre os elementos o mais próximo possível da realidade, garantindo sua robustez.

Esta etapa se apoia em literatura para construções lógicas, sendo utilizada para a validação do modelo de análise com a incorporação de vivência prática no assunto, através da abordagem com pessoas com notório saber e experiência sobre os temas.

A partir da revisão da pesquisa bibliográfica realizada foi revisto o conteúdo com vistas a validar a construção lógica com suas categorias, variáveis e inter-relações, integrando os temas abordados. Posteriormente o modelo resultante foi submetido à avaliação crítica de pessoas com experiência em negociações em Fusões e Aquisições, através de técnicas de *brainstorming*, para validação das dimensões, variáveis e categorias.

A realização da construção lógica teve por base a análise de conteúdo, que segundo Bardini (1979, p. 41) *apud* Bêrni e Fernandez (2012) refere-se a:

[...] um conjunto de técnicas de análise de comunicação voltadas à obtenção, por meio de procedimento sistemático e objetivo, de descrição do conteúdo das mensagens, de indicadores que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção e recepção das mensagens.

Bêrni e Fernandez (2012) entendem que o aprofundamento da análise de conteúdo passa por duas etapas: (i) definição da unidade de análise; e (ii) construção das categorias.

Os mesmos autores acreditam que os problemas de pesquisa mais proveitosos tendem a exigir muito da criatividade do pesquisador, permitindo uma abordagem inovadora. No entanto, embora a criatividade seja importante, a revisão da literatura existente pode auxiliar significativamente na elaboração das categorias. Adicionam que:

A experiência de outros pesquisadores evita a elaboração de sistemas de classificação que podem ser ‘reinvenção da roda’ ou – o que é pior – apresentar limitações ou inconsistências que outros autores já ultrapassaram. Ao contrário, o conhecimento de sistemas classificatórios já utilizados, com maior ou menor sucesso, pode levar ao aprimoramento. (BÊRNI; FERNANDEZ, 2012, p. 351)

Após a definição das dimensões, categorias e variáveis, o modelo analítico foi submetido a um grupo de seis profissionais da área de fusões e aquisições com experiência em negociações, através de seções de brainstorming, para validação prática, permitindo inclusão ou exclusão de categorias.

Segundo Prazeres (1996) o *brainstorming* é uma ferramenta para incentivar a geração de ideias. O termo em inglês significa “tempestade de ideias”, mas o autor sugere que a melhor tradução seria “livre debate” e têm como objetivo principal gerar o maior número de ideias por um determinado grupo de pessoas, não restringindo nenhuma ideia, ou seja, a qualidade da ideia não é fator preponderante.

Prazeres (1996, p. 52) define *brainstorming*, também conhecido como *creative thinking* nos Estados Unidos, como:

Técnica utilizada por grupos de trabalho ou times da qualidade para encorajar a geração esclarecimento e avaliação de uma lista de ideias, problemas ou tópicos de forma criativa e rápida a respeito de um determinado assunto. A ênfase é na quantidade de ideias e não na qualidade. O brainstorming por ser usado de forma estruturada (onde cada componente do grupo pode dar uma ideia cada rodada, como num jogo de cartas, ou passar a vez – isso é positivo por dar igual oportunidade de participação a todos, mas pode criar certa pressão sobre alguns componentes) ou de forma não estruturada (onde cada componente da ideias à medida que elas forem surgindo – positivo por ser mais informal, mas pode inibir a participação de alguns). Um brainstorming tem três fases distintas: fase de geração, onde o líder esclarece o assunto a ser abordado, o escreve num quadro ou *flip-chart*,

lista as ideias apresentadas, até não surgir mais nenhuma; fase de classificação, onde o grupo faz uma revisão da lista, para certificar-se de que todos entendem cada item da mesma forma e para condensar/eliminar duplicações; e fase de avaliação, na qual o grupo discutiu a lista e procura eliminar itens sem importância ou fora do escopo.

A seção de *brainstorming* foi precedida com um detalhamento completo da estrutura analítica proposta para avaliação de casos de negociação em fusões e aquisições para todos os integrantes, a fim de garantir o entendimento e permitir que a seção de *brainstorming* fosse produtiva.

Como resultado da aplicação da metodologia chegou-se aos seguintes resultados, conforme mostra a Figura 18:

Figura 18 - Construção lógica dos elementos integrantes da estrutura analítica

Foco da construção lógica	Dimensões identificadas	Categorias identificadas	Variáveis identificadas	Orientação <i>brainstorming</i>
Integrar elementos / variáveis sobre Fusões & Aquisições	1.Macro objetivos	2 categorias	81 variáveis identificadas relacionadas a Fusões e Aquisições	Foco na atratividade estratégica das operações.
	2.Caráter da operação	2 categorias		
	3.Motivações	3 categorias		
	4.Fit estratégico	4 categorias		
	5.Tipologias	7 categorias		
	6.Objetivos sinérgicos	2 categorias		
	7.Sinergias positivas	6 categorias		
	8.Sinergias negativas	1 categoria		
Integrar elementos / variáveis sobre Negociações	1.Condições	5 categorias	36 variáveis identificadas relacionadas a Negociações	Foco nas Pressões Indutoras de um lado, e nas Pressões Impeditivas, do outro.
	2.Conteúdo	8 categorias		
	3.Atuação	13 categorias		
	4.Avaliação	10 categorias		
Total	12 dimensões identificadas	63 categorias identificadas	117 variáveis identificadas	3 orientações para foco

Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme apresenta a Figura 18, todas as 117 variáveis, as quais foram agrupadas em 63 categorias e 12 dimensões, decorrem do referencial teórico desenvolvido no âmbito deste estudo. Portanto, 100% das variáveis foram extraídas de referenciais teóricos, conforme está detalhado no Anexo B. Após o desenvolvimento da estrutura analítica, ela foi submetida à apreciação de um grupo de seis profissionais da área de fusões e aquisições com experiência em negociações. Em seção de *brainstorming*, foi apresentada a estrutura para os profissionais avaliarem e validarem. Após o detalhamento completo da estrutura analítica, os profissionais a validaram, no entanto, sugeriram uma abordagem focada em 3 pontos principais para facilitar a análise dos casos e a manipulação das variáveis: (i) Foco na atratividade estratégica dos casos; (ii) Foco na compreensão das pressões indutoras a concretização dos negócios: e, (iii) Foco nas pressões impeditivas (riscos e impedimentos).

3.2 CARACTERIZAR 20 CASOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES (F&A), ONDE OCORRERAM NEGOCIAÇÕES, SENDO 10 COM ACORDO ALCANÇADO (AA) E 10 COM ACORDO NÃO ALCANÇADO (ANA)

Esta seção parte da etapa anterior com o sentido de capturar interações a partir de casos reais de negociações em fusões e aquisições, sob a perspectiva analítica proposta. Foram caracterizados 20 casos de fusões e aquisições, sendo 10 com acordo alcançado e 10 com acordo não alcançado, visando cobrir uma amostra suficientemente heterogênea para que se pudessem entender fatores comuns em cada um dos grupos. A amostra encontrou limitação em 20 casos, em função (i) da disponibilidade de casos da empresa de assessoria consultada que pudessem ser explorados via entrevista com pelo menos um participante da negociação; (ii) da disponibilidade de informação sobre os casos; e (iii) da intensão de manter a paridade em número de casos com acordo alcançado e com acordo não alcançado. A forma de análise teve como base o estudo de caso, os quais foram caracterizados a partir da aplicação de questionários assistidos selecionando-se profissionais que participaram do início ao fim dos casos selecionados os chamados *project managers* (gestores de projeto).

A condução desta etapa passou pela seleção dos casos reais relativos aos processos de negociação em F&A, coleta de dados através de aplicação de questionários assistidos, pesquisa documental como suporte e, em alguns casos pontuais, os respondentes dos questionários foram acessados novamente para esclarecimentos de dúvidas e inconsistências.

Posteriormente, todos os dados foram organizados e tabulados de forma a permitir a realização de análises comparativas e identificação de relações de influências.

A seleção dos casos respeitou os seguintes critérios: (i) disponibilidade e acesso a dados e informações; (ii) disponibilidade da pessoa envolvida no processo para entrevistas/questionários; (iii) casos que pudessem servir de base de comparação entre si; (iv) riqueza das informações disponíveis; (v) relevância das operações de F&A. Os casos foram, preferencialmente, escolhidos tomando como base as operações de F&A assessoradas pela empresa de consultoria que o Autor participa, decorrente da maior facilidade na obtenção das informações e dos contatos qualificados com os potenciais envolvidos nas operações.

A pesquisa documental buscou junto a empresa de consultoria que o Autor participa, elementos que permitissem a caracterização dos casos de negociação em F&A escolhidos, em um formato mais descritivo e pontual, como datas, períodos, durações, desenvolvimento de documentos, assinatura de documentos, etc., de forma a permitir a validação conjunta com os questionários. Os questionários, instrumento principal da coleta de dados, além de enriquecer a caracterização dos casos, focaram na coleta de dados relativos às interações naturais dos processos de negociação em F&A dos casos escolhidos, de forma bem mais detalhada e direcionada.

A aplicação de questionário, principal instrumento utilizado como coleta de dados neste estudo, conforme Testa, Luciano e Rech *apud* Fossatti e Luciano (2008, p. 75), é composto por questões escritas e apresentadas para pessoas, com intuito de conhecer opiniões, crenças, interesses, sentimentos, situações vivenciadas, expectativas, etc. A construção do questionário deve ser cuidadosa incluindo itens como: o tipo de perguntas, o conteúdo das perguntas, a escolha das perguntas, a formulação das perguntas, o número de perguntas e a apresentação do questionário.

A consecução da caracterização dos 20 casos, portanto, tomou como base de coleta de dados a aplicação de um questionário. Este questionário foi desenvolvido com orientação a partir da estrutura analítica proposta, que contém 117 variáveis, 63 categorias e 12 dimensões de análise conforme apresentado anteriormente. No entanto, se verificou a necessidade de priorizar algumas variáveis e categorias em detrimento de outras, para permitir um maior aprofundamento naquelas consideradas mais importantes. Por esta razão o questionário não abrangeu 100% das variáveis identificadas na estrutura analítica, já que em benefício do tempo e da síntese o questionário deve ser limitado a um determinado tempo de resposta.

Neste caso o questionário foi desenvolvido para demorar entre 45-60 minutos no máximo, de outra forma, haveria dificuldade em coletar tantas informações em 20 casos diferentes.

Com o objetivo de orientar o questionário para captura de dados que permitissem identificar as principais relações de influência no alcance de acordos em operações de Fusões e Aquisições, foram desenvolvidas perguntas abertas e fechadas (buscando-se mensurar a intensidade dos fenômenos), baseada na estrutura analítica proposta, focada nas três considerações extraídas das sessões de *brainstorming*: (i) Foco na atratividade estratégica dos casos, (ii) Foco na compreensão das pressões indutoras a concretização dos negócios, e (iii) Foco nas pressões impeditivas (Riscos e Impedimentos).

O questionário foi dividido em quatro partes principais: (A) Dados do respondente; (B) Caracterização das empresas (Parte / Contraparte) e dos Interesses; (C) Atratividade estratégica; e, (D) Negociação. A (C) Atratividade Estratégica, a qual incluiu principalmente os conceitos de Fusões e Aquisições, se subdividiu em 4 subcategorias principais: (C.1) Motivações Estratégicas, (C.2) *Fit* Estratégico, (C.3) Tipologias, e (C.4) Sinergias. A (D) Negociação, a qual buscou incluir os conceitos de negociação, se subdividiu em 3 subcategorias principais: (D.1.) Caracterização da Negociação e Pressões Indutoras, (D.2) Caracterização do Impasse / Impedimentos para a Concretização do Negócio, e (D.3) Caracterização da Relação / Comportamento na Negociação.

A partir de uma versão preliminar elaborada pelo Autor, o questionário foi submetido ao mesmo grupo de profissionais da área para que fosse possível capturar variáveis decorrentes da experiência prática. Nestas sessões foram agregadas variáveis direcionadas a 4 seções específicas: (i) Caracterização das empresas e interesses (Objetivo das partes, Status operacional, Objeto transacionado, Aporte de capital); (ii) Caracterização da negociação (Assinatura de documentos, Documentos desenvolvidos mas não assinados, Documentos de suporte desenvolvidos); (iii) Pressões incentivando a concretização do negócio (Ausência de sucessão, Dificuldades financeiras da empresa / risco de insolvência, Existência de outros projetos melhores para investimento facilitando a negociação, Problemas entre acionistas / crise societária, Entrada de legislação / regulamentação específica); (iv) Caracterização do Impasse / Impedimentos para a concretização do negócio (Relacionado a precificação, Relacionado a estrutura proposta, Relacionado a riscos – Riscos legais / ambientais, Riscos financeiros, Riscos estratégicos, Riscos conjunturais – Balanceamento de riscos ficou desequilibrado na estrutura proposta).

A versão final do questionário incorporou 115 variáveis de análise. Utilizou-se o formato eletrônico em *Excel* para permitir maior agilidade no envio dos questionários, mas principalmente, maior agilidade na tabulação dos dados quando do recebimento. O questionário final aplicado encontra-se no Anexo C.

O questionário teve seis respondentes, profissionais da área de fusões e aquisições com experiência em negociação, cada um deles respondeu em média 3,3 questionários, cada um direcionado a um caso em específico. Os questionários foram retornados respondidos por e-mail, em arquivo *Excel*. Os 20 questionários respondidos, decorrentes dos 20 casos estudados, foram analisados preliminarmente e confrontados com a data-base disponível para verificação das informações e eliminação de inconsistências. Todas as informações que divergiram da base de dados e as respostas inconsistentes foram questionadas novamente aos respondentes de maneira a definir o tratamento final.

Após o ajuste final de todos os questionários, eliminando informações inconsistentes, partiu-se para a tabulação dos dados. Todas as informações numéricas foram mantidas, variáveis que buscavam mensurar níveis de intensidade (Nula, Baixa, Média e Alta) foram convertidas em números de 0 (zero) a 3 (nível máximo). Variáveis que buscavam identificar a presença ou ausência de fenômenos específicos foram classificadas em 0 (nulo/ausente) ou 1 (presente). A tabulação dos dados visou preparar e organizar toda a base de dados coletados em um único lugar, ou seja, os 20 casos com suas respectivas 115 variáveis analisadas, para permitir a realização de análises e compilações.

3.3 ANALISAR E COMPARAR OS CASOS IDENTIFICANDO RELAÇÕES DE INFLUÊNCIAS PARA O ALCANCE DE ACORDOS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

Esta etapa do projeto buscou analisar os 20 casos de negociação propostos com foco na identificação das relações de influências no alcance de acordos nas negociações entre as 115 variáveis analisadas.

Após realizar a caracterização dos casos, através da compilação dos resultados dos questionários, eliminando-se inconsistências, e a tabulação dos dados na etapa anterior, foi realizada uma leitura analítica preliminar buscando-se avaliar se emergiam elementos críticos para o alcance de acordos. Desta etapa surgiu a necessidade de sistematizar os dados de maneira a facilitar as análises e identificação das relações de influências.

Os dados foram organizados tomando-se como referência a perspectiva do *Fit* Estratégico e das Sinergias identificadas, formando-se três grupos principais: (i) Alto *Fit* Estratégico; (ii) Baixo *Fit* Estratégico; (iii) Sem *Fit* Estratégico (operações Não Relacionadas). Os casos foram ordenados de acordo com as sinergias identificadas, de maior para menor, o que coincidiu com os grupos formados, sendo os casos com maiores sinergias no grupo de Alto *Fit* Estratégico, médias sinergias no grupo Baixo *Fit* Estratégico, e baixas sinergias no grupo Sem *Fit* Estratégico. Todas as demais variáveis analisadas foram colocadas sob a perspectiva dos três grupos formados.

A partir dos três grupos formados as categorias de análises foram apresentadas conforme Anexo D: tomando-se como referência a base de dados, a qual foi organizada em forma de tabela, e agrupada nas 14 dimensões: (1) Nível de Similaridade, (2) *Fit* Estratégico, (3) Tipologias, (4) Sinergias (Gestão + Vendas + Operacionais + Financeiras + Investimento + Intangíveis), (5) Caráter, (6) Resultado, (7) ZOPA, (8) Agrupamentos (Alto *Fit* Estratégico, Baixo *Fit* Estratégico e Sem *Fit* Estratégico), (9) Desafios, (10) Interesses, (11) Análise de Competências, (12) Comprometimento, (13) Evolução da Negociação, (14) Aspectos Relacionais, e Comportamentais. As primeiras oito dimensões tiveram como foco principal as variáveis relacionadas com Fusões e Aquisições, já as seis dimensões seguintes (9-14) tiveram como foco principal as variáveis relacionadas à Negociação.

Adicionalmente, se revelou necessária a realização de uma etapa quantitativa, ao se analisar as quatro dimensões principais, foco sugerido pelos seis profissionais da área de fusões e aquisições nas sessões de *brainstorming*, ou seja, duas dimensões sobre Fusões e Aquisições (Foco na atratividade estratégica: *Fit* Estratégico e Sinergias) e duas dimensões sobre Negociação (Foco nas Pressões Indutoras e Pressões Impeditivas). Com relação às duas dimensões sobre Fusões & Aquisições foi analisado: (i) *Fit* Estratégico, incluindo as quatro similaridades (Nº de Similaridades + Intensidade das Similaridades) e (ii) Sinergias (os seis tipos de sinergias principais e suas subcategorias). Do lado das dimensões sobre Negociação outras duas também foram incluídas: (i) Pressões Indutoras e (ii) Riscos / Impedimentos.

Basicamente estas quatro dimensões analisadas sobre o prisma quantitativo foram cruzadas entre si e apresentadas sobre a forma de gráficos de dispersão com o objetivo de analisar a existência ou não de uma “linha de tendência” com coeficientes de explicação relevantes para determinar se um conjunto de variáveis tem relação de influência com outro conjunto de variáveis, e, qual a equação de regressão que estaria implícita.

A partir da leitura analítica dos resultados decorrentes de todos os cruzamentos e análises realizadas, em conjunto com apresentação preliminar dos resultados ao mesmo grupo de seis profissionais da área de Fusões e Aquisições, através de nova sessão de *brainstorming*, as relações de influências foram observadas e identificadas. A partir da identificação das relações de influências foram elaborados os resultados buscando demonstrar cada uma das relações identificadas. Esta etapa da análise deu origem ao conceito “Macrorrelações de Influência” que foi utilizada para apresentação dos resultados principais.

4 RESULTADOS

Este capítulo tem por objetivo apresentar os resultados alcançados a partir da análise de 20 operações de Fusões e Aquisições, 10 com Acordo Alcançado e 10 com Acordo Não Alcançado. Todos os casos selecionados fazem parte de um universo de experiências vividas e lideradas por seis profissionais de mercado, residentes no Rio Grande do Sul, que fazem ou fizeram parte da equipe da empresa especializada em Fusões e Aquisições na qual o autor atua. Essas operações envolveram empresas brasileiras e ocorreram nos últimos 10 anos, grande parte decorrente de experiências recentes. Os casos foram codificados, por questões de confidencialidade, e, portanto, as operações não foram divulgadas no âmbito deste trabalho.

Tendo em vista que o número de variáveis analisadas por caso é muito extenso, permitindo identificar diversas relações de influência entre elas, optou-se por apresentar neste capítulo apenas as Macrorrelações de Influência (MRI), de forma sistêmica, para que se evidencie e facilite a compreensão de como o “todo” está interligado. Afinal, estas são as mais importantes no âmbito do estudo. Portanto, o objetivo aqui não é comentar todas as 115 variáveis analisadas por caso, mas sim como as principais dimensões se inter-relacionam, incorporando as variáveis e observações que explicam essas influências a partir da base de dados disponível que se encontra no Anexo D – “Base de dados e relações de influência comentadas”.

4.1 AS QUATRO MACRORRELAÇÕES DE INFLUÊNCIA NO ALCANCE DE ACORDOS

Os resultados são apresentados seguindo uma estrutura focada em facilitar a compreensão das Macrorrelações de Influência identificadas, passando por considerações sobre: 1. Atratividade estratégica (*Fit* Estratégico e Sinergias); 2. Pressões Impeditivas (Riscos e Impedimentos); 3. Pressões Indutoras (Fatores Intrínsecos, Fatores Ambientais e Fatores Circunstanciais); e, 4. Interesses Críticos (Convergência). A forma de apresentação busca instigar o leitor e direcionar o foco através de um racional de Questionamentos e Respostas que parte de uma estatística fechada sugerindo a 1ª Macrorrelação de Influência (MRI1) e se desdobra em uma detalhada explicação do fenômeno seguida de perguntas que são respondidas ao longo do capítulo e que permitem compreender as três outras MRIs.

A Figura 19 apresenta a 1ª Macrorrelação de Influência (MRI1), “*Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de alcance de acordos (AA)”:

Figura 19 - Influência do *Fit* Estratégico no Alcance de Acordos



Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme se observa na Figura 19, dos 20 casos analisados, 11 casos tinham *Fit* Estratégico. Destes, 82% (nove casos) alcançaram acordo (AA) e nos dois casos que não houve acordo também não houve impasse de precificação, indicando haver maior flexibilidade.

Em contraste, dos nove casos Sem *Fit* Estratégico, ou seja, operações Não Relacionadas, apenas 11% (um caso) alcançou acordo e 89% (oito casos) não alcançaram acordo (ANA). No entanto, em 100% dos casos houve impasse de precificação, indicando menor flexibilidade.

Em resumo, o que a Figura 19, sinaliza é que a “existência de *Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de alcance de acordos, assim como sua ausência influencia negativamente a chance de acordo”. No entanto, emergem questionamentos que devem ser respondidos:

- (1) Por que a existência de *Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de acordo e sua ausência influencia negativamente?

- (2) Por que dois casos com alto *Fit* Estratégico não alcançaram acordo, já que operações com *Fit* Estratégico, em tese, possuem maior Flexibilidade de Precificação?
- (3) Por que um dos nove casos Sem *Fit* Estratégico (Não Relacionadas) alcançou acordo, em contraste com os demais oito casos sem *Fit* Estratégico?

Estas três questões são respondidas ao longo do capítulo, suportadas nos resultados analíticos decorrentes da aplicação do questionário, assim como em embasamentos teóricos e resultados de *brainstorming* com seis profissionais de Fusões e Aquisições.

4.1.1 Por que a existência de Fit Estratégico influencia positivamente a chance de acordo e sua ausência influencia negativamente?

A compreensão da influência positiva do *Fit* Estratégico no alcance de acordos passa pela compreensão de como este está relacionado com a geração de Sinergias entre as empresas, sendo necessário avaliar Similaridades, *Fit* Estratégico e Sinergias conforme mostra o Quadro 15:

Quadro 15 - Análise da influência entre *Fit* Estratégico e Sinergias

(1) Similaridades	(2) <i>Fit</i> Estratégico	(3) Sinergias
(a) Similaridade de clientes servidos (b) Similaridade de produtos vendidos (c) Tecnologia similar utilizada na produção (d) Semelhança na proposta servida	1. Idêntico 2. Suplementaridade-relacionada 3. Complementaridade-relacionada 4. Não Relacionadas	(a) Sinergia de gestão (b) Sinergia de vendas (c) Sinergia operacional (d) Sinergia financeira (e) Sinergia de investimento (f) Sinergias intangíveis

Fonte: Elaborado pelo autor.

Fit Estratégico, conceito explicado no referencial teórico, foi utilizado com base nos conceitos de Shelton (1988), que categoriza operações de Fusões e Aquisições, avaliando quatro tipos de Similaridades distintas: (i) Similaridade de clientes servidos; (ii) Similaridade

de produtos vendidos; (iii) tecnologia similar utilizada na produção; (iv) semelhança na proposta servida. Nos casos avaliados, foi analisada a presença de cada uma delas e também a intensidade (0-3). Adicionalmente, todos os casos foram enquadrados pelos respondentes em um dos quatro tipos de *Fit* Estratégico: (i) Idêntico; (ii) Suplementaridade relacionada; (iii) Complementaridade relacionada; e (iv) Não Relacionadas.

As Sinergias foram classificadas em seis tipos diferentes, conforme visão integrada de vários autores. Em cada um desses tipos foram avaliadas Sinergias específicas e mensuradas de 0 a 3 pelos respondentes dos questionários. O somatório das intensidades verificadas forma os totalizadores de cada tipo de Sinergia.

Tendo como referências as três dimensões principais (Similaridades, *Fit* Estratégico e Sinergias), os dados entre elas foram cruzados, através de gráficos de dispersão, permitindo analisar principalmente as seguintes relações por caso e por grupos de *Fit* Estratégico:

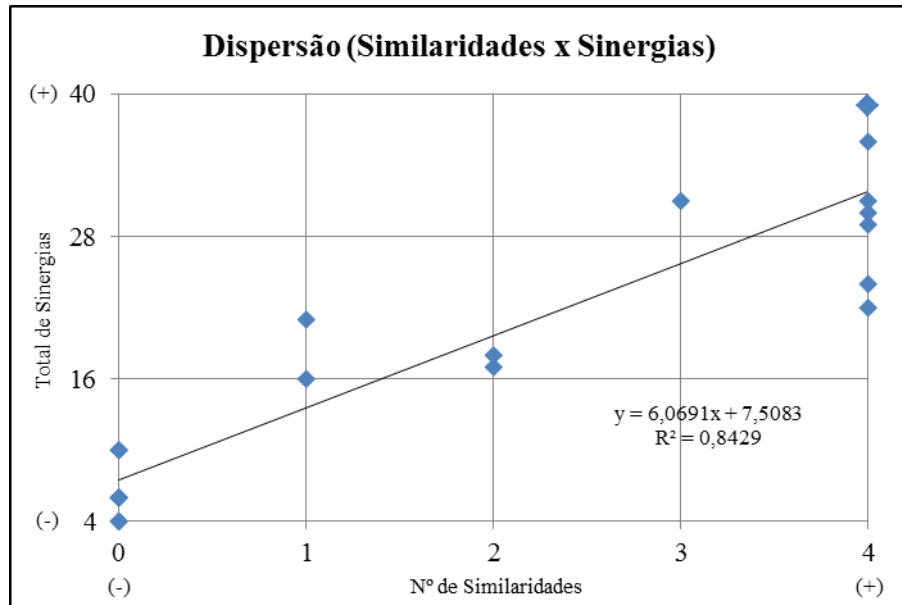
1. Influência do número de Similaridades (0-4) na geração de Sinergias (0-40);
2. Influência da intensidade das Similaridades (0-12) na geração das Sinergias (0-40);
3. Influência da Intensidade das Similaridades (0-12) x número de Similaridades (0-4) x geração de Sinergias (0-40);
4. Influência da Complementaridade x Suplementaridade na geração de Sinergias;
5. Influência do Tipo de *Fit* Estratégico no perfil das Sinergias identificadas;
6. Influência do *Fit* Estratégico na Flexibilidade de Precificação.

As análises dos seis itens acima são apresentadas a seguir dividindo-se por seções que contêm a descrição e os tipos de análises realizadas, assim como as explicações e a identificação das principais relações de influência sugeridas.

4.1.1.1 Influência do número de Similaridades (0-4) na geração de Sinergias (0-40) por caso

Antes de se estreitar o escopo de análise para os tipos de *Fit* Estratégico, avaliou-se a relação entre as Similaridades e a geração de Sinergias, conforme mostra o Gráfico 1:

Gráfico 1 - Dispersão N° Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por caso



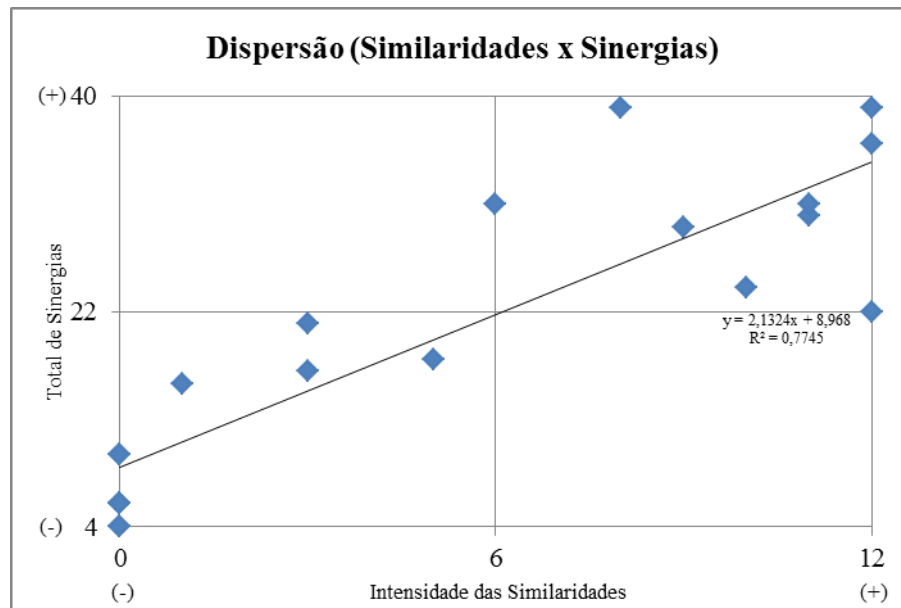
Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme mostra o Gráfico 1, que apresenta uma análise de dispersão entre o Total de Sinergias (0-40) x N° de Similaridades (0-4), existe uma tendência, dada pela equação linear $y = 6,0691x + 7,5083$ ($x = \text{N}^\circ$ de Similaridades; $y = \text{Total de Sinergias}$), com coeficiente de explicação $R^2 = 0,8429$. O que a análise sugere é que (1.a) “quanto maior o número de Similaridades (0-4), maior é a geração de Sinergias (0-40)”.

4.1.1.2 Influência da intensidade das Similaridades (0-12) na geração das Sinergias (0-40) por caso

A influência da intensidade das Similaridades na geração de Sinergias foi avaliada através de uma análise de dispersão conforme mostra o Gráfico 2:

Gráfico 2 - Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x Total de Sinergias (0-40)



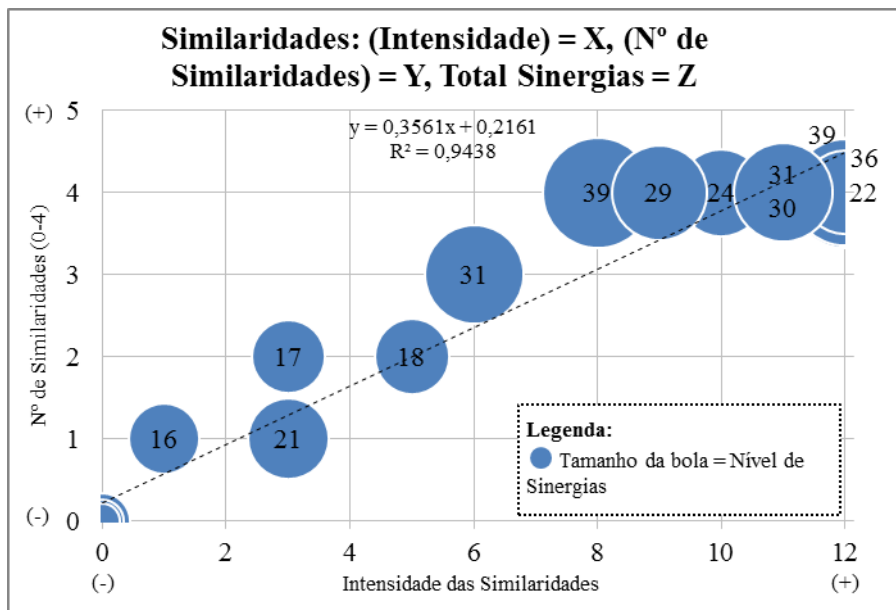
Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme mostra o Gráfico 2, existe uma linha de tendência, dada pela equação linear $y = 2,1324x + 8,968$ ($x =$ Intensidade das Similaridades; $y =$ Total de Sinergias), com coeficiente de explicação $R^2=0,7745$, o que sugere que (2.a) “quanto maior é a intensidade das Similaridades (0-12), maior é a geração de Sinergias (0-40)”.

4.1.1.3.1 Influência da Intensidade das Similaridades (0-12) x Número de Similaridades (0-4) x Geração de Sinergias (0-40) por caso

A Intensidade das Similaridades ($y = 0-12$) foi cruzada com o Número de Similaridades ($x = 0-4$) por caso, tendo o tamanho da bola no Gráfico 3, o Total de Sinergias:

Gráfico 3 – Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x N° de Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por caso



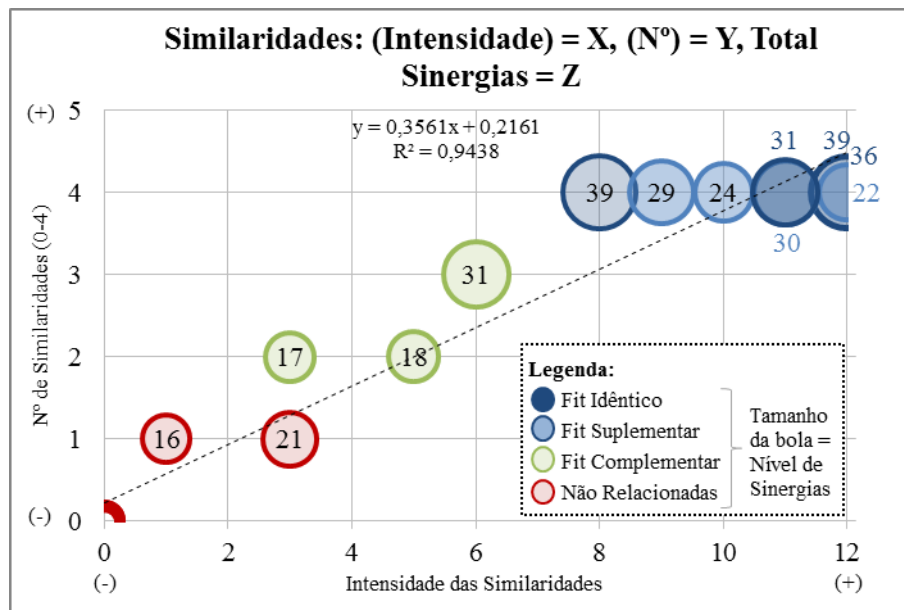
Fonte: Elaborado pelo autor.

O que a análise apresentada no Gráfico 3, mostra é que existe uma linha de tendência entre as duas variáveis dependentes: N° de Similaridades (y) e Intensidade das Similaridades (x), dada pela equação linear $y = 0,3561x + 0,2161$, com coeficiente de explicação $R^2 = 0,9438$. Sugere ainda que (3.a) “quanto maior é o número de Similaridades, maior é a intensidade das Similaridades e consequentemente maior são as Sinergias entre as operações”, já que o tamanho das Sinergias (tamanho da bola) aumenta quanto maior for o N° de Similaridades e a Intensidade das Similaridades.

4.1.1.3.2 Influência da Intensidade das Similaridades (0-12) x Número de Similaridades (0-4) x Geração de Sinergias (0-40) por caso / Tipo de Fit Estratégico

Inserindo a partir de agora a identificação do Tipo de *Fit* Estratégico por caso através de cores distintas, tem-se o Gráfico 4:

Gráfico 4 - Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x Nº de Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por caso / Tipo de *Fit* Estratégico



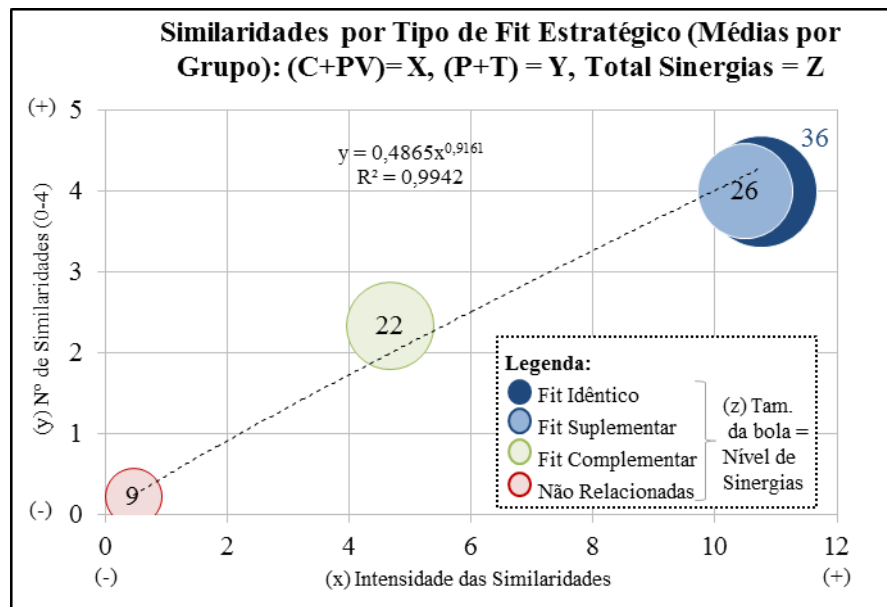
Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise apresentada pelo gráfico 4 sugere que existem padrões de patamares distintos de Sinergias por tipo de *Fit* Estratégico, sendo o *Fit* Idêntico e o Suplementar as operações com os maiores patamares de Sinergias, seguido pelo *Fit* Complementar e pelas operações Não Relacionadas.

4.1.1.3.3 Influência da Intensidade das Similaridades (0-12) x Número de Similaridades (0-4) x Geração de Sinergias (0-40), média por grupo de *Fit* Estratégico

Agrupando-se todas as 20 operações por tipo de *Fit* Estratégico tem-se o cenário apresentado pelo Gráfico 5:

Gráfico 5 - Dispersão Intensidade das Similaridades (0-12) x Nº de Similaridades (0-4) x Total de Sinergias (0-40) por Tipo de *Fit* Estratégico (média)



Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise apresentada pelo Gráfico 5 sugere que, quando se agrupam as transações por tipo de *Fit* Estratégico, considerando a amostra de 20 casos estudados e estabelecendo médias, existe uma relação entre o tipo de *Fit* Estratégico, o patamar de Similaridades (número e intensidade) e o Potencial Sinérgico (total de Sinergias), sendo o tipo de *Fit* Estratégico Idêntico o grupo que apresentou maiores Sinergias (36), assim como maiores Similaridades (Número = 4 e Intensidade = 10,8). Em segundo lugar, em geração de Sinergias (26), ficou o grupo de operações Suplementares, com mesmo número de Similaridades, porém com menor Intensidade (10,5). Em terceiro lugar, em geração de sinergias (22), ficou o grupo de operações Complementares, com menor número de Similaridades (2,3) e menor Intensidade (4,7). Em quarto e último lugar, em geração de Sinergias (9), ficaram as operações Não Relacionadas, com número de Similaridades (0,2) e Intensidade (0,4).

Curiosamente, porém não fruto do acaso, os resultados apresentados com relação à geração de Sinergias por tipo de *Fit* Estratégico atingem o mesmo obtido no estudo de Shelton (1988), o qual utilizou metodologia que inspirou a análise de *Fit* Estratégico nesta dissertação. A diferença, no entanto, foi a forma de mensurar o valor gerado na operação. Shelton utilizou as Similaridades e os quatro tipos de *Fit* Estratégico para agrupar a análise de 218 operações de Fusões e Aquisições, entre 1962 e 1983, com foco no retorno para os acionistas. Comparou, tanto nas empresas adquiridas quanto nas adquirentes, a variação de

valor dos 250 dias de transações terminando três meses antes do anúncio da transação com a valorização das ações após o anúncio da transação, indicando a precificação do mercado com relação ao potencial desta.

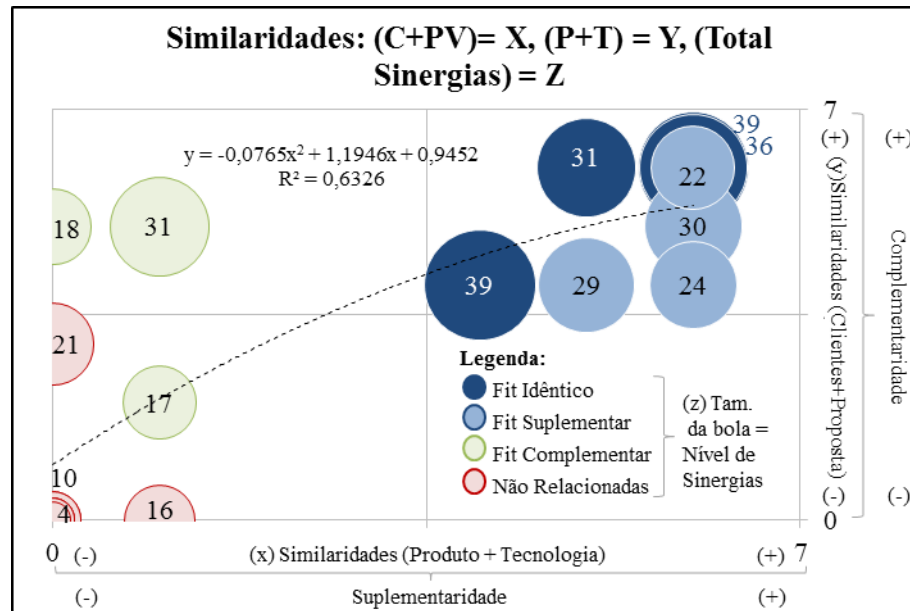
Por outro lado, na análise aqui apresentada, o foco está no potencial sinérgico entre as empresas, o que baseado na revisão da literatura apresentada (Sinergias), seria o que afetaria positivamente a percepção dos investidores com relação a potencial geração de valor de uma eventual operação e o conseqüentemente se refletiria no preço das ações, foco do estudo de Shelton (1988).

O ineditismo da análise aqui realizada sugere, portanto, que (3.b) “o tipo de *Fit* Estratégico está relacionado com distintos patamares de geração de Sinergias o que, por sua vez, prediz o retorno potencial para os acionistas”. Ou seja, as Sinergias geradas explicam o porquê do retorno potencial para os acionistas, sendo um fator anterior, já que a habilidade para capturar as Sinergias depende da integração entre as operações. No estudo de Shelton (1988), verificou-se o retorno potencial esperado pelo mercado, já que o foco estava na valorização das ações após o anúncio, comparativamente com o período de 250 dias anteriores à data de três meses, antes do anúncio oficial.

4.1.1.4.1 Influência da Complementaridade x Suplementaridade na Geração de Sinergias por caso / Tipo de Fit Estratégico

A influência da Complementaridade e da Suplementaridade na Geração de Sinergias foi avaliada buscando-se entender os fundamentos baseados nas quatro Similaridades indicadas no estudo do Shelton (1988). Desta forma, Suplementaridade tem a ver com Similaridade de produto, o que induz ao agrupamento de Similaridade de Produto e também de Similaridade de Tecnologia, já que em tese um produto é mais similar se for produzido com a mesma tecnologia do que seria se fosse com tecnologia diferente. Complementaridade está relacionada com acesso a mercados, que por sua vez está relacionada com Similaridade de Clientes Servidos e também com Similaridade de Proposta Servida. Desta forma, tem-se o Gráfico 6:

Gráfico 6 - Dispersão Suplementaridade (Similaridade de Produto+Tecnologia: 0-8) x Complementaridade (Similaridade de Clientes Servidos+Proposta: 0-8) x Total de Sinergias (0-40) por caso / Tipo de *Fit* Estratégico



Fonte: Elaborado pelo autor.

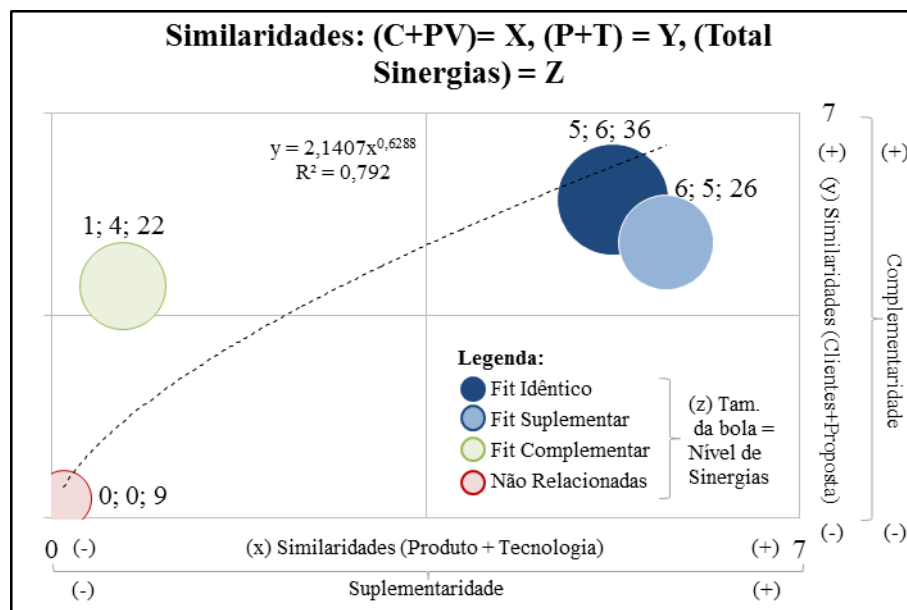
Conforme apresenta o Gráfico 6, parece haver sentido na categorização proposta, na qual Suplementaridade é composta pela soma da Intensidade das Similaridades de Produto e Tecnologia (eixo x) e Complementaridade é composta pela soma da Intensidade de Similaridade de Clientes Servidos e Proposta Servida (eixo y).

Interessante observar que a linha de tendência traçada, dada pela equação polinomial $y = -0,0765x^2 + 1,1946x + 0,9452$, apresenta coeficiente de explicação $R^2 = 0,6326$ mais baixo, diferentemente das análises anteriores, porém ainda relevante. Por mais que exista uma relação de quanto maior a Complementaridade e a Suplementaridade, maior a geração de Sinergias, parece que o padrão está mais relacionado com os quadrantes do que efetivamente com uma linha de tendência. Essa questão pode ser mais bem compreendida na seção seguinte, na qual as 20 operações são agrupadas utilizando-se a média por tipo de *Fit* Estratégico.

4.1.1.4.2 Influência da Complementaridade x Suplementaridade na Geração de Sinergias, média do grupo por Tipo de Fit Estratégico

O Gráfico 7, apresenta a análise agrupando-se os casos por tipo de *Fit* Estratégico:

Gráfico 7 - Dispersão Suplementaridade (Similaridade de Produto+Tecnologia: 0-8) x Complementaridade (Similaridade de Clientes Servidos+Proposta: 0-8) x Total de Sinergias (0-40) por Tipo de *Fit* Estratégico (média)



Fonte: Elaborado pelo autor.

O Gráfico 7, parece identificar um padrão entre as operações quando agrupadas por tipo de *Fit* Estratégico. Chama a atenção a proximidade do *Fit* Idêntico com o *Fit* Suplementar na amostra de 20 operações estudada, do que se deduz que a união de Complementaridade com Suplementaridade realmente conduz a uma geração de Sinergias superior. No entanto, há uma sensível diferença: o *Fit* Idêntico possui maior Complementaridade e o *Fit* Suplementar possui maior Suplementaridade. Mas por que eles ficaram tão próximos?

Em tese as, operações Suplementares poderiam ser mais “puras”, ou seja, com menor presença do fator Complementaridade, onde se observaria quatro quadrantes distintos e cada tipo de *Fit* estaria em um deles. No entanto, ao se refletir sobre as operações suplementares, por mais que em tese pudessem ser “puras”, emerge um “conflito existencial” que parece explicar o porquê desse evento. Se, por um lado, empresas podem ter alta Similaridade de

Produtos e Tecnologia; por outro, é mais provável que quando existam tais Similaridades também ocorra Similaridade de Clientes Servidos (Complementaridade). Isso porque, sendo os produtos e as tecnologias semelhantes, seria estranho imaginar-se que a base de clientes fosse totalmente diferente. Esse cenário explica por que o *Fit* Idêntico está próximo do *Fit* Suplementar.

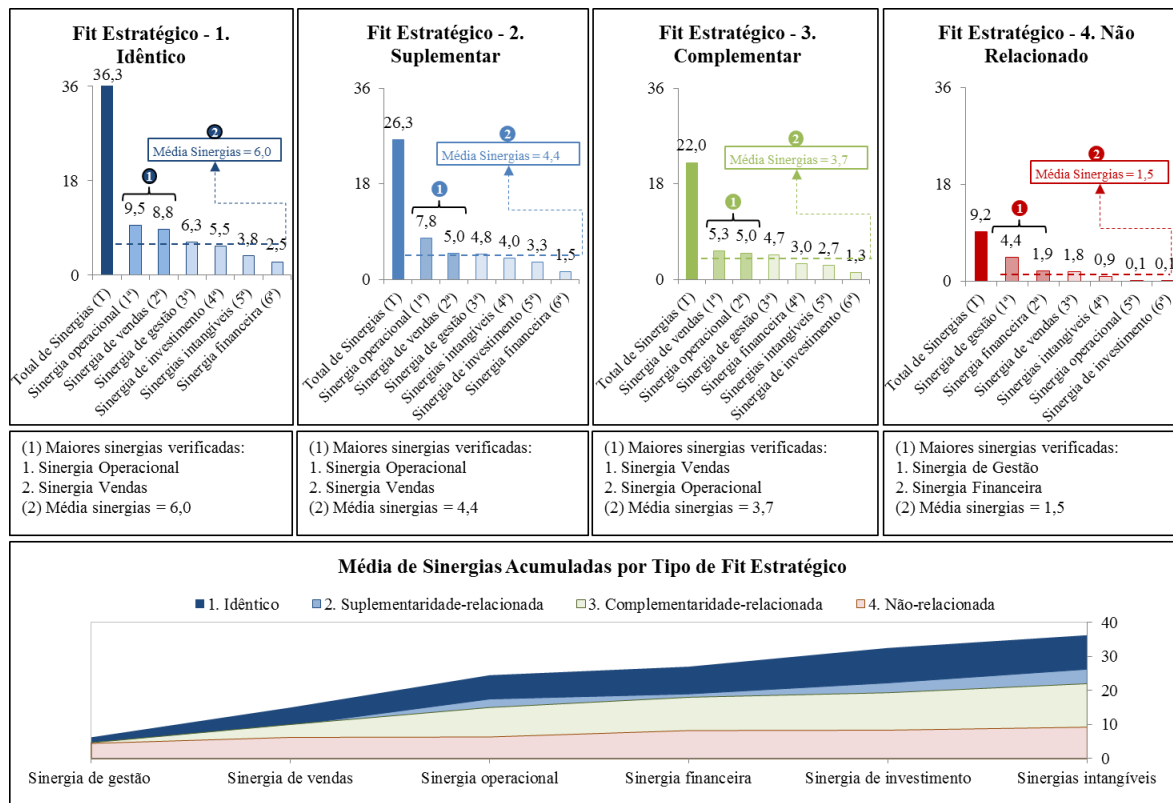
Os demais tipos de *Fit* Estratégico seguiram o que era de se esperar, ou seja, operações Não Relacionadas com baixos níveis de Similaridade e Sinergias, e operações com *Fit* Complementar, com Similaridade de clientes servidos e proposta servida, porém com baixa presença de fatores suplementares.

Em resumo, o que a análise sugere é que (4.a), “além dos diferentes patamares de Sinergias geradas por tipo de *Fit* Estratégico, os fatores complementares estão ligados à Similaridade de clientes e proposta servida e os fatores suplementares estão ligados à Similaridade de Produto e Tecnologia”.

4.1.1.5 Influência do tipo de Fit Estratégico no perfil das Sinergias identificadas, média grupo por tipo de Fit Estratégico

A influência do tipo de *Fit* Estratégico no perfil das Sinergias foi analisada de acordo com a média por grupo das Sinergias verificadas, incluindo os seis diferentes tipos, assim como os valores totais médios. Adicionalmente, realizou-se uma análise das Sinergias acumuladas por tipo de *Fit* Estratégico. A Figura 20, apresenta o resultado das análises através de cinco gráficos.

Figura 20 - Análise do perfil das Sinergias por tipo de *Fit* Estratégico



Fonte: Elaborada pelo autor.

De acordo com a Figura 20, os quatro primeiros gráficos divididos por tipo de *Fit* Estratégico mostram a abertura das Sinergias que compõem o total. O 5º gráfico mostra as Sinergias acumuladas, o que permite a visualização comparativa dos níveis em todos os seis tipos, de forma acumulada, da esquerda para a direita.

Avaliando os quatro primeiros gráficos, percebe-se, além dos diferentes patamares de Sinergias totais, a existência de diferenças no perfil das Sinergias geradas. Os grupos de *Fit* Estratégico Idêntico e Suplementar apresentaram como maiores Sinergias as operacionais e as de vendas; no entanto, o *Fit* Idêntico apresentou maiores níveis nas duas: 9,5 (operacional) e 8,8 (vendas), enquanto o *Fit* Suplementar apresentou 7,8 (operacional) e 5,0 (vendas). Já o *Fit* Complementar apresentou o inverso, em primeiro lugar ficaram as Sinergias de vendas (5,3) e em segundo lugar, as operacionais (5,0), enquanto as operações Não Relacionadas apresentaram como maiores Sinergias as de Gestão (4,4) e em segundo lugar as financeiras (1,9). Chama a atenção que, mesmo nas operações Não Relacionadas, a maior Sinergia identificada foi a de gestão (4,4), mas, comparativamente aos demais tipos de *Fit*, o nível foi inferior.

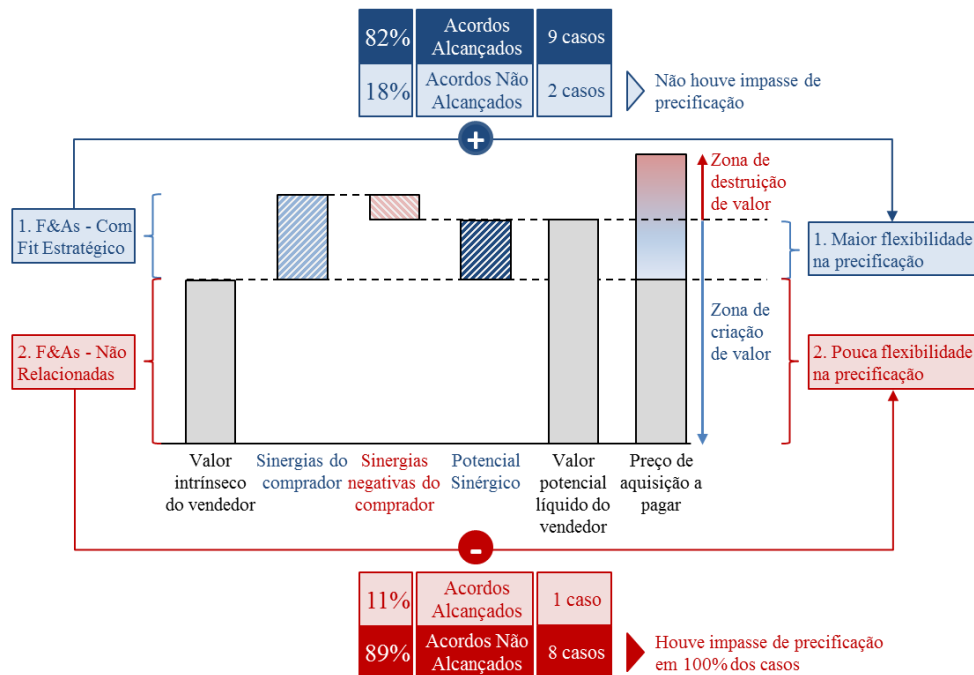
Colocando-se o 5º Gráfico em perspectiva, é interessante observar que o ranking de maiores Sinergias totais segue na seguinte ordem: 1º *Fit* Idêntico, 2º *Fit* Suplementar, 3º *Fit* Complementar e 4º Não Relacionadas. Também as médias no geral são maiores em todas as Sinergias, indicando haver Sinergia entre as Sinergias, uma vez que se fazendo a média das seis sinergias por grupo tem-se o seguinte resultado: 1º *Fit* Idêntico (6,0), 2º *Fit* Suplementar (4,4), 3º *Fit* Complementar (3,7) e 4º Não Relacionadas (1,5).

Em resumo, a análise sugere: (5.a) “Diferentes tipos de *Fit* Estratégico apresentam perfis diferentes de Sinergias, tanto nos níveis médios como nos tipos de sinergias”. Adicionalmente, verifica-se que (5.b) “*Fit* Estratégico Idêntico e *Fit* Estratégico Suplementar estão associados, principalmente, com maiores Sinergias operacionais e de vendas, sendo que o Idêntico apresenta os maiores níveis de Sinergias”, enquanto (5.c) “*Fit* Estratégico Complementar está associado principalmente a Sinergias de vendas, e depois, a Operacionais, porém em nível menor, comparativamente com os dois primeiros (Idêntico e Suplementar)”. Já as (5.d) “operações Não Relacionadas apresentam baixos níveis de Sinergia, sendo as principais, as de gestão e financeiras”.

4.1.1.6 Influência do *Fit* Estratégico na Flexibilidade de Precificação

A Influência do *Fit* Estratégico na Flexibilidade de Precificação foi analisada colocando-se em perspectiva os resultados obtidos sob a ótica de Park (2002), conforme mostra a Figura 21.

Figura 21 - Equação de Valor para o Comprador



Fonte: Park (2002); elaborado e adaptado pelo autor.

A Figura 21 mostra no centro o conceito defendido por Park (2002), que basicamente explica o que pode ser interpretado, como a existência de uma Equação de Valor para o Comprador. Basicamente, quando entre duas empresas existe a presença de Sinergias positivas maiores que as negativas, tem-se um Potencial Sinérgico a ser capturado. Esse potencial sinérgico adiciona valor potencial ao Valor Intrínseco do Vendedor (tecnicamente seria o valor justo da empresa vendedora sem as Sinergias), totalizando o Valor Potencial Líquido do Vendedor. Para o Comprador, esse Potencial Líquido do Vendedor seria o Preço Máximo que ele poderia pagar para que não ocorresse destruição de valor. Se pagar a mais, ele estará perdendo dinheiro; se pagar a menos, ele capturará valor na operação, o que determina a Zona de Criação de Valor (seta azul para baixo), e a Zona de Destruição de Valor (seta vermelha para cima).

A relação entre a existência de *Fit* Estratégico e Flexibilidade na Precificação pode ser percebida relacionando-se o conceito defendido por Park (2002) e explicado acima, com o resultado das operações com *Fit* Estratégico e com as Não Relacionadas. Conforme mostra a Figura 18, a informação em azul na parte de cima apresenta os resultados das operações com *Fit* Estratégico, incluindo três tipos: *Fit* Idêntico, *Fit* Suplementar e *Fit* Complementar. As informações em vermelho na parte de baixo apresentam os resultados das operações Não Relacionadas.

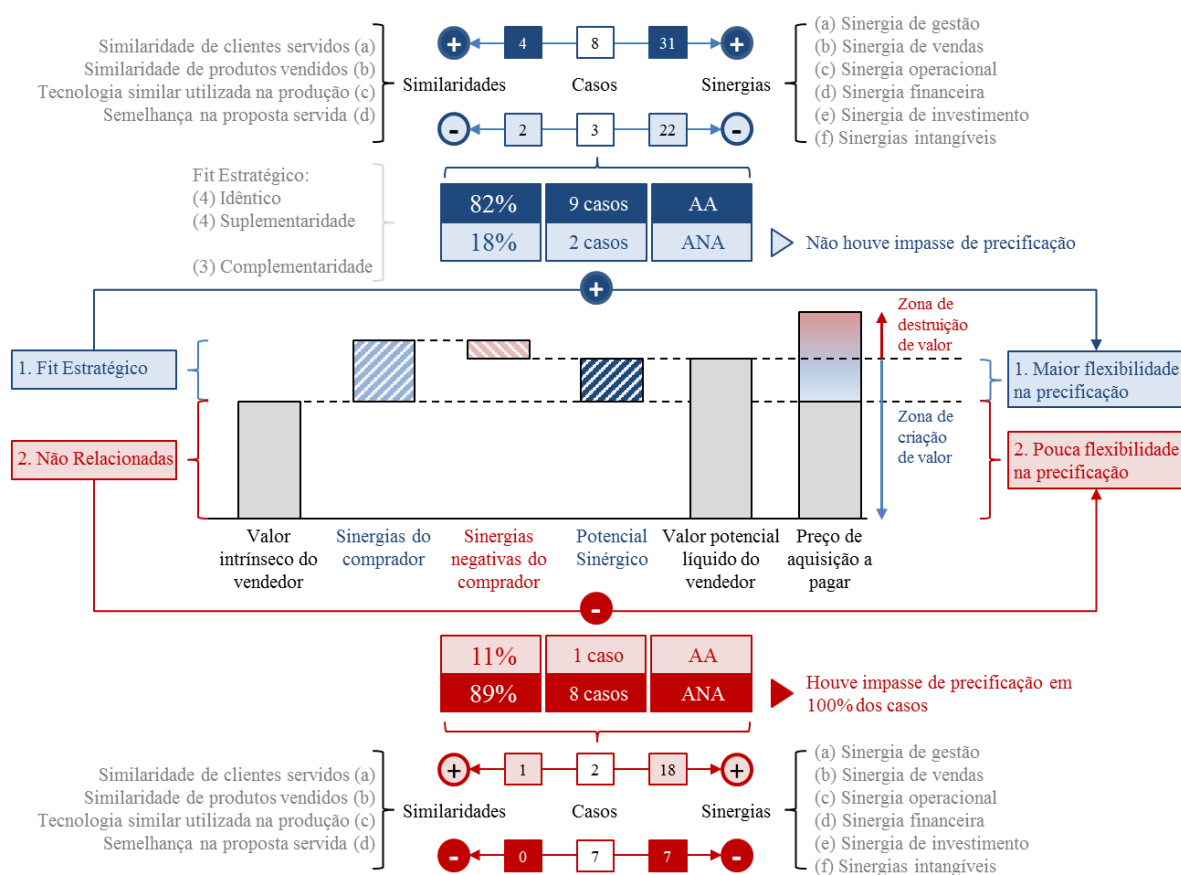
Como pode ser verificado, as operações com *Fit* Estratégico (em azul), aquelas com os níveis de Sinergia mais altos e significativos, são obviamente as que apresentam os maiores Potenciais Sinérgicos, e, por consequência, maior flexibilidade na Precificação. Dos 11 casos, nove (82%) alcançaram acordo, sendo que as duas que não alcançaram acordo não apresentaram Impasse de Precificação, sendo o motivo de não acordo os Riscos identificados e a Estrutura da proposta (Figura 25, são as duas operações em azul). A análise sugere, portanto, que (6.a) “a existência de *Fit* Estratégico está relacionada com Maior Flexibilidade de Precificação”.

Por outro lado, as operações Não Relacionadas (em vermelho), aquelas com baixo nível de Sinergias, ou conforme os resultados de Shelton (1988), as que destroem valor, apresentam Potencial Sinérgico muito baixo, ou até nulo. Desta forma, dos nove casos de operações Não Relacionadas, apenas um caso (11%) alcançou acordo, sendo que, dos oito casos (89%) que não alcançaram acordo, 100% tiveram Impasse de Precificação. Utilizando o mesmo racional de Park (2002): quando não existe potencial sinérgico, não há flexibilidade de precificação, já que a ausência de Sinergias significativas impede que o Comprador possa pagar um valor acima do Valor Justo (no gráfico, denominado como Valor Intrínseco do Vendedor) sem destruir valor. Logo, a criação de valor para o comprador ocorrerá apenas se ele conseguir pagar um valor inferior ao Valor Justo, ou seja, dentro da zona cinza do Preço de Aquisição a Pagar. Em suma, a análise sugere que (6.b) “operações Não Relacionadas apresentam menor flexibilidade de precificação”.

Adicionalmente, a tese defendida por Park (2002) parece ser confirmada pelo resultado das análises aqui apresentadas, uma vez que (6.c) “a existência de *Fit* Estratégico nas operações indica a existência de Potencial Sinérgico e maior flexibilidade na precificação, enquanto que as operações Não Relacionadas, com baixo/nulo potencial sinérgico, apresentaram baixa flexibilidade na precificação, confirmando a existência de uma Equação de Valor para o Comprador”.

Retomando-se a pergunta que deu origem a este capítulo “Por que a existência de *Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de acordo e sua ausência influencia negativamente?”, utilizou-se a Figura 22, para auxiliar na síntese das respostas e permitir melhor compreensão:

Figura 22 - Resumo dos principais resultados relativos às influências do *Fit* Estratégico na Flexibilidade de Precificação



Fonte: Park (2002); elaborado e adaptado pelo autor.

Conforme ilustra a Figura 22 no centro tem-se a Equação de Valor, conforme apresentada e explicada na seção anterior, e nos extremos de cima e de baixo, as médias das Sinergias apuradas (à direita) decorrentes do agrupamento por número de Similaridades (à esquerda) e entre os dois está o número de casos analisados. Nessa Figura, não foi colocada a intensidade das Similaridades, já que as análises anteriores indicaram que o número de Similaridades prediz, com coeficiente de explicação $R^2 = 0,978$, a intensidade das Similaridades. Logo, quanto mais Similaridades (0-4), maior é a intensidade. Desta forma, para simplificar, utilizou-se apenas o número de Similaridades.

Avaliando-se os resultados da Figura 22, percebe-se a existência de patamares crescentes de Sinergia quanto maior for o número de Similaridades. No caso das operações Não Relacionadas, aquelas com zero Similaridade (sete casos) atingiram sete pontos de Sinergia, já as com uma Similaridade (dois casos) atingiram pontuação maior, 18 pontos. As

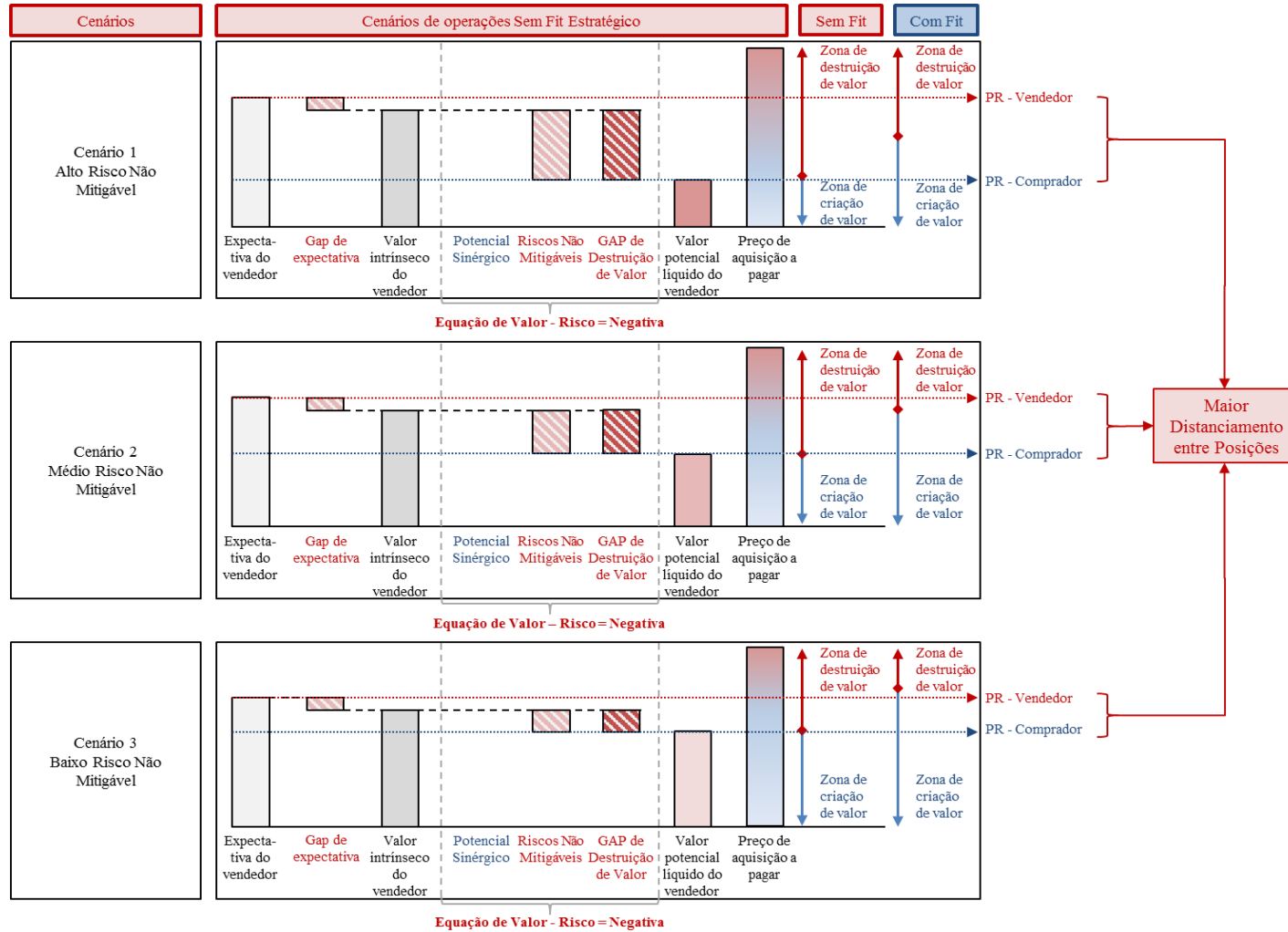
operações com *Fit* Estratégico apresentaram níveis de Sinergia maiores, as com duas Similaridades (três casos) atingiram 22 pontos, já as com quatro Similaridades (oito casos) atingiram o maior nível, com 31 pontos. Desta forma, conclui-se que o grupo com *Fit* Estratégico formado por 11 casos atingiu maior pontuação média de sinergias, assim como alcançou acordo em 82% dos casos (9). Mesmo nos dois casos sem acordo alcançado, não houve impasse de precificação. Já o grupo das operações Não Relacionadas, composto por nove casos, apresentou os mais baixos níveis de Sinergia, assim como apenas um caso alcançou acordo (11%) e, dos demais oito casos sem acordo, 100% apresentaram impasse de precificação.

Este cenário sugere que a resposta para a pergunta “Por que a existência de *Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de acordo e sua ausência influencia negativamente?” está relacionada com a presença ou não de Potencial Sinérgico, ou seja, o número de Similaridades indica o nível de *Fit* Estratégico, que por sua vez prediz a presença do Potencial Sinérgico (Sinergias). Como se percebe na Equação de Valor, esse Potencial Sinérgico sinaliza maior flexibilidade de precificação para o Comprador, que culmina no maior índice de alcance de acordos. Da mesma forma, quando as operações apresentam baixo número (ou nulo) de Similaridades, as operações são consideradas Não Relacionadas, o que indica que as Sinergias são baixas ou irrelevantes para constituição do Potencial Sinérgico. Portanto, não permite Flexibilidade de Precificação para o Comprador, limitando a chance de acordo.

4.1.2 Por que dois casos com alto Fit Estratégico não alcançaram acordo, já que operações com Fit Estratégico, em tese, possuem maior Flexibilidade de Precificação?

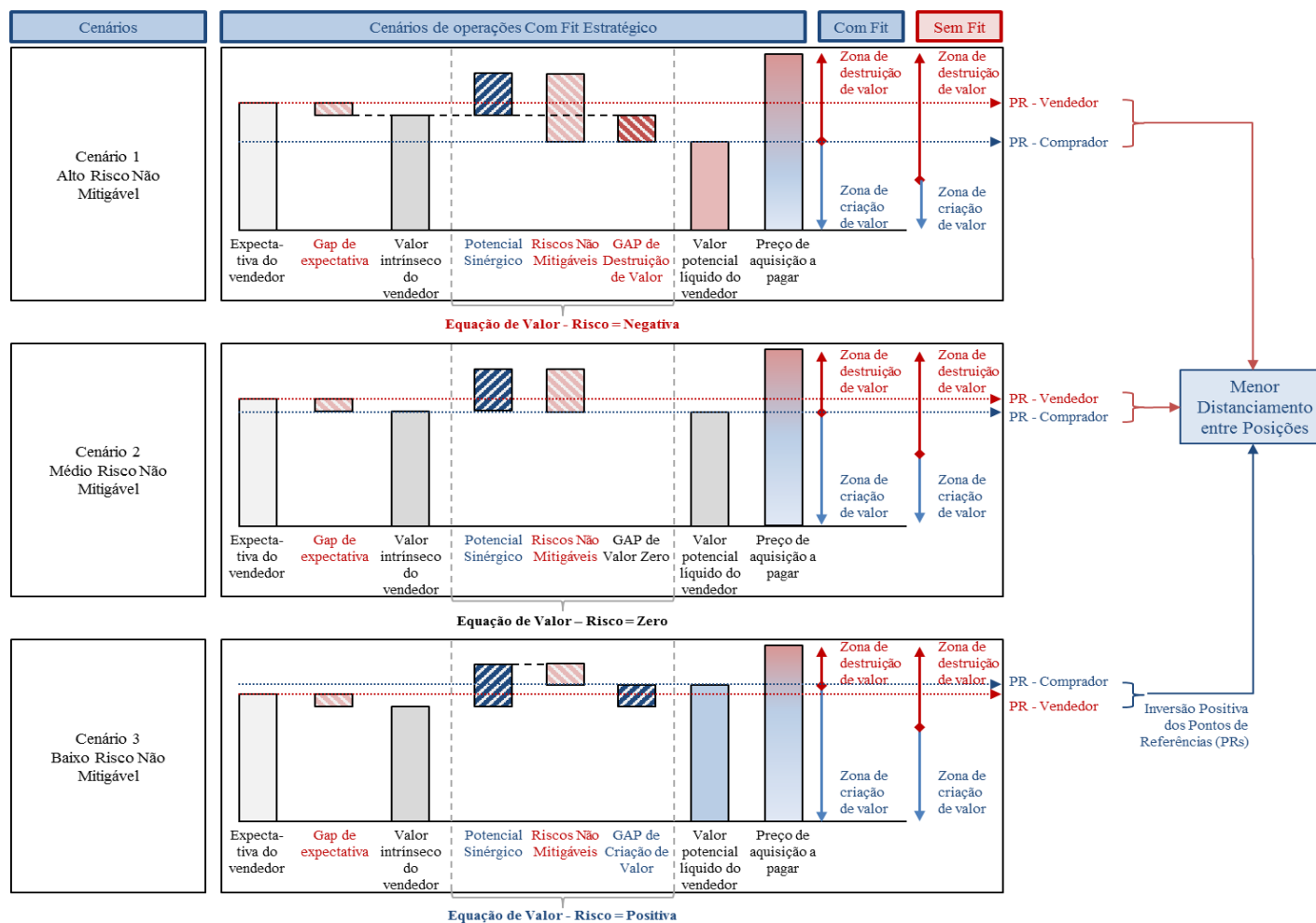
A compreensão da resposta a esta pergunta passa por entender antes como os Riscos influenciam as operações de Fusões e Aquisições, conforme resultado das discussões em *brainstorming* com grupo de seis profissionais da área. Para ilustrar esse ponto, serão apresentadas as Figuras 23 e 24.

Figura 23 - Equação de Valor e Risco para operações Sem *Fit* Estratégico (Não Relacionadas)



Fonte: Park (2002); elaborado e adaptado pelo autor

Figura 24 - Equação de Valor e Risco para operações Com *Fit* Estratégico



Fonte: Park (2002); elaborado e adaptado pelo autor.

Utilizando-se novamente a ótica de Park (2002), com relação à Equação de Valor, e agregando-se o conceito de Riscos Não Mitigáveis, aqueles que as partes não conseguem eliminar, e, portanto, influenciam diretamente na Equação de Valor, foram elaborados conceitualmente três cenários: (1) Cenário com Altos Riscos Não Mitigáveis; (2) Cenário com Médios Riscos Não Mitigáveis; (3) Cenário com Baixos Riscos Não Mitigáveis. Adicionalmente foi inserida a Expectativa do Vendedor, como uma referência de valor acima do Valor Intrínseco do Vendedor (Valor Justo sem Sinergias), formando um *Gap* de Expectativa. No caso dos cenários com *Fit* Estratégico, Figura 22, foram mantidos os mesmos patamares em termos de Expectativa do Vendedor, Valor Intrínseco do Vendedor e Sinergias (Positivas – Negativas = Potencial Sinérgico), variando apenas os Riscos Não Mitigáveis. No caso dos cenários Sem *Fit* Estratégico (operações Não Relacionadas), Figura 24, todas as variáveis se mantiveram iguais, exceto as Sinergias, as quais foram eliminadas para refletir a natureza de suas características, conforme debatido anteriormente.

Em ambas as Figuras (23 e 24), foram marcados através das setas horizontais os Pontos de Referências (PR) do Vendedor (em vermelho) e do Comprador (em azul), indicando o distanciamento entre as posições. O PR do Vendedor está ancorado na sua expectativa de valor para venda, já o PR do Comprador está ancorado no exato ponto divisor entre a Zona de Destruição de Valor e a Zona de Criação de Valor. Se o Preço de Aquisição a Pagar do Comprador estiver na Zona de Destruição de Valor, ele perderá dinheiro; por outro lado, se o Preço estiver na Zona de Criação de Valor, ele ganhará dinheiro com a operação. Em tese, o PR do Comprador já é o Preço Máximo que ele pode pagar sem destruir valor.

Agora que os conceitos já foram introduzidos, avaliam-se os cenários nas duas Figuras (23 e 24) para compreender o distanciamento entre as posições do Comprador e do Vendedor.

Tomando-se como referência primeiramente os cenários Sem *Fit* Estratégico (operações Não Relacionadas, em vermelho), na Figura 23, observa-se que, como não existem as Sinergias (Potencial Sinérgico), o distanciamento entre as posições é maior, comparativamente ao que seria nos cenários Com *Fit* Estratégico (em azul). As linhas verticais à direita marcam as diferentes zonas de criação/destruição de valor, sendo que a Zona de Destruição de Valor diminui quando existe *Fit* Estratégico, e obviamente a Zona de Criação de Valor aumenta, indicando maior flexibilidade de precificação. Conforme crescem os Riscos Não Mitigáveis, maior é o distanciamento entre as posições, já que as demais variáveis se mantêm iguais nos três cenários (Alto, Médio e Baixo Risco), aumentando a dificuldade na precificação e, conseqüentemente, a chance de acordo. É interessante observar

que em todos os três cenários da Figura 23, a Equação de Valor – Risco é Negativa, indicando que os riscos são deduzidos do Valor Intrínseco do Vendedor (Valor Justo), o que dificulta a chance de acordo.

Avaliando-se a Figura 24, os cenários Com *Fit* Estratégico (em azul), fica evidente o menor distanciamento entre as posições, já que ocorre a presença de Sinergias. Estas determinam a existência de Potencial Sinérgico (positivas – negativas) e consequentemente ampliam as Zonas de Criação de Valor, reduzindo as Zonas de Destruição de Valor, comparativamente aos Cenários Sem *Fit* Estratégico e aumentando as chances de acordo. É importante ressaltar que, no Cenário com Baixo Risco, ocorre a Inversão Positiva dos Pontos de Referência do Comprador e do Vendedor, o que significa dizer que os Riscos Não Mitigáveis são Inferiores ao Potencial Sinérgico, indicando a Criação de Valor dada pela Equação de Valor – Riscos Não Mitigáveis. Desta forma o ponto de referência do Comprador, ou seja, o máximo que ele poderia pagar sem destruir valor supera o ponto de referência do Vendedor, sinalizando um cenário ideal. Mesmo que o Comprador pague o preço dado pela expectativa do Vendedor, ele ainda ganhará dinheiro ficando com parte das Sinergias para si, o que garante maiores chances de acordo. No cenário com Médio Risco, o Potencial Sinérgico é igual aos Riscos Não Mitigáveis, anulando o efeito das Sinergias, o que minimiza os distanciamentos para o intervalo entre o Valor Intrínseco do Vendedor (Valor Justo) e a Expectativa do Vendedor, ou seja, o Valor do *Gap* de Expectativa. Já no cenário de Alto Risco, onde os Riscos Não Mitigáveis são superiores ao Potencial Sinérgico, o benefício das Sinergias é totalmente anulado e, mais do que isso, os riscos passam a deduzir do Valor Intrínseco do Vendedor, ampliando o distanciamento e dificultando as chances de acordo. É aqui, no cenário de Alto Risco das operações Com *Fit* Estratégico, que se inicia a resposta à pergunta dada inicialmente: “Por que dois casos com Alto *Fit* Estratégico não alcançaram acordo, já que operações Com *Fit* Estratégico, em tese, possuem maior flexibilidade de precificação?”. Isto é, a variável Risco pode mudar o jogo mesmo em operações tidas inicialmente como altamente sinérgicas, se os Riscos Não Mitigáveis forem superiores ao Potencial Sinérgico, o que, em alguns casos, inviabiliza o acordo.

É importante entender, também, do ponto de vista do processo de negociação, como os distanciamentos são reduzidos, já que é via negociação que se obtêm acordos. Primeiramente é necessário considerar que do ponto de vista do processo de negociação a convergência na precificação geralmente ocorre no início do processo, e o conhecimento dos Riscos ocorre,

geralmente, mais para o final da negociação, após a *Due Dilligence* (Auditoria Pré-Fechamento).

Adicionalmente, há de se considerar que nem todos os Riscos são Não Mitigáveis, existem aqueles que podem ser mitigados através de proteções jurídicas, ou cuidados no desenvolvimento da proposta. Nesses casos é mais fácil construir soluções e chegar a acordos. No entanto, o foco aqui são os Riscos Não Mitigáveis e como contornar os impasses para se atingir acordos.

Basicamente, existem três alternativas as quais permitem combinações entre elas: (i) Reduzir Expectativa do Vendedor; (ii) Aumentar Proposta do Comprador; (iii) Ajustar Estrutura da Proposta. Isto é, as três alternativas passam por ajuste na Precificação ou na Estrutura da Proposta, que regula o balanceamento de Riscos entre Comprador e Vendedor, podendo equilibrá-los ou pender para um dos lados. Sendo assim, a existência, principalmente, de (i) Riscos Elevados, (ii) Impasse na Precificação, (iii) Impasse na Estrutura da Proposta e (iv) Impasse no Balanceamento de Riscos (desequilíbrio) pode simplesmente inviabilizar a chance de acordo.

Trazendo todos os conceitos aqui apresentados e transportando-os para o espectro da análise desenvolvida neste estudo, tem-se a Figura 25, que apresenta na prática os resultados verificados nas 10 operações que não alcançaram acordo, sendo duas delas, as com *Fit Estratégico* (em azul), foco da pergunta inicial:

Figura 25 - Fit Estratégico x Sinergias x Riscos / Impedimentos nas 10 operações Com Acordo Não Alcançado (ANA)

Fit Estratégico				Sinergias		Riscos / Impedimentos (Caracterização do Impasse)										DD	Dur.	
1. Idêntico	2. Suplementaridade-relacionada	3. Complementaridade-relacionada	4. Não-relacionada	Total	Média por Grupo	Relacionado a precificação	Relacionado a estrutura proposta	Riscos legais / ambientais	Riscos financeiros	Riscos estratégicos	Riscos conjunturais	Balancamento de riscos ficou desequilibrado na estrutura proposta	Outros, quais?	Total	Média por Grupo	Ocorrência de due dilligence	Duração das negociações (meses)	
1				31	30,0		3	3					2	3	11,0	12,0	1	6
	1			29			3	3	2	2		3		13,0				9
		1		21	18,5	3					2		2	7,0	6,0			6
		1		16		2	3							5,0				3
		1		10	7,0	2	3							7,0	5,5			5
		1		10		3								3,0				3
		1		6		3	3							7,0				3
		1		6		3	2							7,0				6
		1		6		3	1		1	1				6,0				4
		1		4		3								3,0				3

Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme ilustra a Figura 25, estão as 10 operações Com Acordo Não Alcançado (ANA), analisadas através de cinco colunas: (i) *Fit Estratégico*; (ii) Sinergias Verificadas; (iii) Riscos/Impedimentos (Caracterização do Impasse); (iv) Ocorrência de *Due Dilligence* (Auditoria Pré-Fechamento); (v) Duração das Negociações. As cores indicam distintos patamares de Sinergia, sendo azul para Altas Sinergias, verde para Médias Sinergias e vermelho para Baixas Sinergias. O foco aqui são os Riscos/Impedimentos, no entanto, o tipo de *Fit Estratégico* e o patamar de Sinergias, em conjunto com a ocorrência de *Due Dilligence* e duração das negociações, são características importantes que devem ser levadas em consideração.

Avaliando-se a Figura 25, tem-se em verde e vermelho os oito casos de operações Não Relacionadas que Não Alcançaram Acordos. Chama a atenção a presença em todas elas de Impasse na Precificação, o que é um ponto necessário de convergência para que a negociação evolua na direção da realização da *Due Dilligence* e para que se possam quantificar e se

conhecer mais precisamente os Riscos. Em média, além de essas operações apresentarem menores níveis de Sinergia, também apresentaram menores Riscos / Impedimentos.

Entrando-se finalmente na análise do foco deste capítulo, que são as operações com *Fit* Estratégico que não alcançaram acordo (em azul), destacam-se as operações que apresentaram os maiores níveis de Sinergia (29-31) entre as 10 Sem Acordo. Em tese, essas duas operações deveriam ter chegado a um acordo com maior flexibilidade de precificação. De fato, ocorreu uma maior flexibilidade de precificação, já que, entre as 10 operações, foram as duas únicas que não apresentaram impasse de precificação. No entanto, essas duas operações também foram as-que obtiveram os maiores níveis de Riscos e Impedimentos (11-13), enquanto as demais atingiram no máximo 7. A primeira, com 11 pontos, apresentou Alto Nível de Riscos Legais/Ambientais (3), lembrando que a pontuação vai de 0 a 3. Adicionalmente, obteve nível 3 em “Outros”, o que indicou estar relacionado com “Riscos de Inadimplência e Cumprimento do Contrato”. Para complementar, houve impasse tanto na Estrutura da Proposta (3) como no Balanceamento de Riscos (2). Há de se considerar, também, que no caso específico dessa operação, a pauta de Riscos foi tratada antecipadamente, antes da ocorrência de *Due Dilligence*, devido a ressalvas constatadas nas Informações Auditadas dos anos anteriores do Comprador, conforme consta na database relacionada à transação.

Já a segunda operação chegou até a fase de *Due Dilligence* (Auditoria Pré-Fechamento), motivo pelo qual a Duração das Negociações foi maior, nove meses, permitindo um conhecimento mais preciso dos Riscos e de sua quantificação. Além de obter nível 3 para Riscos Legais/Ambientais, obteve 2 para Riscos Financeiros e 2 para Riscos Estratégicos. Para complementar, houve também impasse tanto na Estrutura da Proposta (3) quanto no Balanceamento de Riscos (3).

Por fim, retomando-se a pergunta inicial “Por que dois casos com Alto *Fit* Estratégico não alcançaram acordo, já que operações com *Fit* Estratégico, em tese, possuem maior flexibilidade de precificação?”, chega-se à resposta. Nem tudo é explicado por altos patamares de Sinergia. O que se tem aqui é a 2ª Macrorrelação de Influência (MRI2), ou seja, “Riscos e Impedimentos integram a Equação de Valor para o Comprador e quando ameaçam a captura de valor podem inviabilizar a chance de acordo”, como ocorreu nesses dois casos analisados com *Fit* Estratégico.

4.1.3 Por que um dos nove casos Sem Fit Estratégico (Não Relacionadas) alcançou acordo, em contraste com os demais oito casos Sem Fit Estratégico?

Agora que já se conhece a Influência do *Fit* Estratégico no alcance de acordos (MRI1) e a Influência dos Riscos e Impedimentos (MRI2), passa-se para a análise da 3ª Macrorrelação de Influência (MRI3), ou seja, as “Pressões Indutoras à Realização do Negócio”, o que ajudará a compreender o porquê da ocorrência de um caso Sem *Fit* Estratégico com alcance de acordo. Para ilustrar, tem-se a Figura 26:

Figura 26 - Pressões indutoras / incentivos a fazer negócio

Qualificação Acordos				Fit Estratégico				Sinergias		Pressões Indutoras / Incentivos a fazer negócio																		
Classificação dos Acordos	Número de Casos	Porcentual por Grupo	Número dos Casos	1. Idêntico	2. Suplementaridade-relacionada	3. Complementaridade-relacionada	4. Não-relacionada	Total	Médias - AA x ANA	Ausência de sucessão	Dificuldades financeiras da empresa / risco de insolvência	Existência de outros projetos melhores para investimento facilitando a	Problemas entre acionistas (Crise societária)	Entrada de legislação/regulamentação específica	Dependência de fechamento da negociação	Cenário econômico propício a transação (Euforia / Depressão - Timing)	Outras, quais?	Total	Custos de Reposição e Valores de Mercado (CRV)	Comportamento de Massa (CM)	Expectativas Assimétricas (EA)	Choques Setoriais (CS)	Pontuação Fatores Circunstanciais	Total com PFC	Médias - AA x ANA			
Acordo Alcançado (AA)	6,0	75%	1	1				39	31,7									8	3	3		6	14	9,7				
			2	1				39			3		2						5	3	3		6		11			
			3	1				36			3		1							4		3			4	8		
			4		1			30					3				2				5		3			3	6	
			5		1			24			3			1				2				6					6	6
			6		1			22				3	3		2			2				9	3		3		6	15
Acordo Não Alcançado (ANA)	2,0	25%	7	1				31	30,0	3			1		2	2		6				6	6	8,0				
			8		1			29		3	1				2	1		7		3		3	10					
Acordo Alcançado (AA)	3,0	60%	9		1			31			2	3	3		3	1		12					12					
			10		1			18	22,0	3	3				1	3		10		3	3	6	16	13,0				
			11		1			17		3	3				3	2		11				3	11					
Acordo Não Alcançado (ANA)	2,0	40%	12			1		21	18,5					3				3		3		3	6	4,5				
			13			1		16						2		1		3				3	3					
Acordo Alcançado (AA)	1,0	14%	14			1		4	4,0		1		3		2	2		8	3	3		6	14	14,0				
			15		1			10								3		3					3					
			16		1			10								3		3				6	9					
Acordo Não Alcançado (ANA)	6,0	86%	17					6	7,0	3			1		2			6					6	6				
			18					6		3			1		1			6					6	6				
			19					6			2							4					4	4				
			20		1			4			3				2	2	2	9					9	6,2				

Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme mostra a Figura 26, têm-se todos os 20 casos analisados divididos por cores de acordo com diferentes patamares de Sinergia, sendo em azul o grupo com maiores Sinergias (operações com *Fit* Idêntico e Suplementar); em verde, o grupo com Sinergias intermediárias (operações com *Fit* Complementar e Não Relacionadas); e o vermelho, com

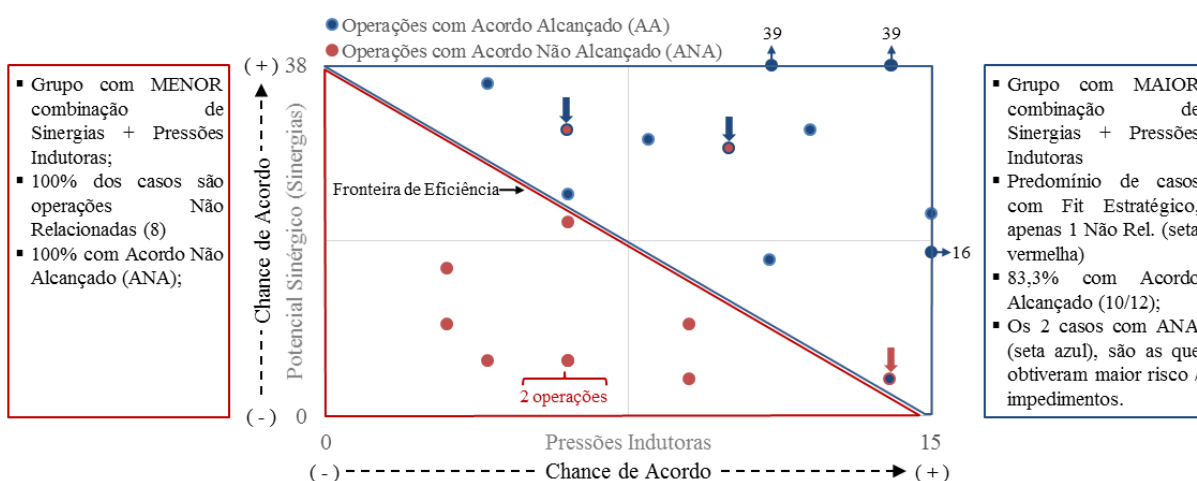
menores Sinergias (operações Não Relacionadas). Cada grupo está dividido em dois, a primeira parte contendo operações com Acordo Alcançado (AA) e letras em azul, e a segunda parte contendo operações com Acordo Não Alcançado (ANA) e letras em vermelho. Foi incorporada na análise a identificação do *Fit* Estratégico, as Sinergias e as Pressões Indutoras (incentivos a fazer negócio). Dentro de Pressões Indutoras foram avaliadas variáveis que poderiam pressionar para que o negócio fosse realizado em três dimensões principais: (i) Fatores Intrínsecos da Empresa/Acionistas Vendedores; (ii) Fatores Ambientais; e, (iii) Fatores Circunstanciais. Cada variável individual foi definida com base em seções de *brainstorming* com o grupo de seis profissionais da área de Fusões e Aquisições, totalizando sete (oito se considerado “Outros”), e complementada com quatro variáveis identificadas no Referencial Teórico (Circunstanciais) para aplicação nos questionários. Os respondentes classificaram cada uma delas em intensidade de 0 a 3, sendo 3 o nível máximo. Posteriormente, foram calculados os somatórios de todas as variáveis, e quanto maior o número obtido, em tese, maior a ação das Pressões Indutoras para a concretização do negócio.

Avaliando-se a Figura 26, o primeiro fenômeno que chama a atenção, atendo-se para as médias por grupo com Acordo Alcançado (AA) e com Acordo Não Alcançado (ANA), nas suas respectivas cores, é que, de maneira geral, quanto maiores as Sinergias, maiores as chances de acordo, já que no grupo azul a conversão foi de 75%, no grupo verde, 60% e no grupo vermelho, 14%. Em segundo lugar, e foco desta seção, percebe-se um padrão entre operações com Acordo Alcançado (AA) e com Acordo Não Alcançado (ANA) com relação às Pressões Indutoras, já que se olhando para as médias por grupo é visível que nas operações com AA a pontuação das Pressões Indutoras foi maior que nos grupos com ANA: (i) no grupo azul, a média das Pressões Indutoras para operações com AA foi 9,7, e nas operações com ANA, 8,0; (ii) no grupo verde, a médias das operações com AA foi 13,0, enquanto nas operações com ANA, 4,5; no grupo vermelho, a média na única operação com AA, aliás a principal operação em análise para compreensão da pergunta inicialmente proposta, foi 14, entre as mais altas, enquanto no grupo com ANA a média foi 6,2.

Há de se considerar que quanto maior for o Potencial Sinérgico, menor será a necessidade da existência de Pressões Indutoras, já que a oportunidade parece ser suficientemente atrativa para que ambas as empresas decidam evoluir com o negócio. Este é o caso, por exemplo, da operação nº 3, que obteve 36 pontos em Sinergias e apenas 4 pontos em Pressões Indutoras. No entanto, o inverso parece igualmente válido, já que no grupo vermelho, marcado por operações com baixo nível de Sinergias, entre 4 e 10, apenas uma

operação atingiu acordo. Aliás, foi uma das operações com menor nível de Sinergias verificadas (4,0), porém com um dos maiores níveis de Pressões Indutoras (14,0). Essa relação é mais bem percebida na Gráfico 8:

Gráfico 8 - Potencial Sinérgico x Pressões Indutoras



Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme demonstra o Gráfico 8, os 20 casos foram inseridos tomando como base o Potencial Sinérgico e as Pressões Indutoras, que quanto maior forem, maior será a chance de acordo.

Interessante observar que parece existir uma espécie de “Fronteira de Eficiência”, já que, desta linha para baixo, nas operações marcadas por uma menor combinação de Potencial Sinérgico com Pressões Indutoras, 100% dos casos não alcançaram acordo. Porém, dessa mesma linha para cima, 83,3% dos casos alcançaram acordo, sendo que os únicos dois casos que não alcançaram foram aqueles que atingiram maiores níveis de Riscos/Impedimentos, conforme abordado na seção 4.1.2.

Chama a atenção, conforme já salientado anteriormente, que a única operação Não Relacionada (seta vermelha no gráfico) que alcançou acordo foi também a que atingiu maior nível de Pressões Indutoras, revelando que operações marcadas por baixo/nulo Potencial Sinérgico podem, sim, atingir acordo, principalmente, se existirem fortes Pressões Indutoras. Isso responde à questão inicialmente proposta: “Por que um dos nove casos Sem *Fit* Estratégico (Não Relacionadas) alcançou acordo, em contraste com os demais oito casos Sem

Fit Estratégico?”. Desta forma, temos a 3ª Macrorrelação de Influência (MRI3): “Pressões Indutoras influenciam positivamente a chance de acordos em operações de Fusões e Aquisições”.

4.1.4 Reflexões finais e a 4ª Macrorrelação de Influência (MRI4): “Interesses Críticos Convergentes”

O estudo analisou desde as raízes do *Fit* Estratégico – as quatro Similaridades: (i) clientes servidos, (ii) proposta servida, (iii) produtos vendidos e (iv) tecnologia de produção –, passando pelos seis tipos de Sinergia – (i) gestão, (ii) vendas, (iii) operacionais, (iv) investimento, (v) financeira e (vi) intangíveis –, pela compreensão da “Equação de Valor para o Comprador” e dos diversos tipos de Riscos/Impedimentos, chegando até as Pressões Indutoras e suas variáveis específicas. Após essa série de abordagens, foi possível identificar três Macrorrelações de Influência principais:

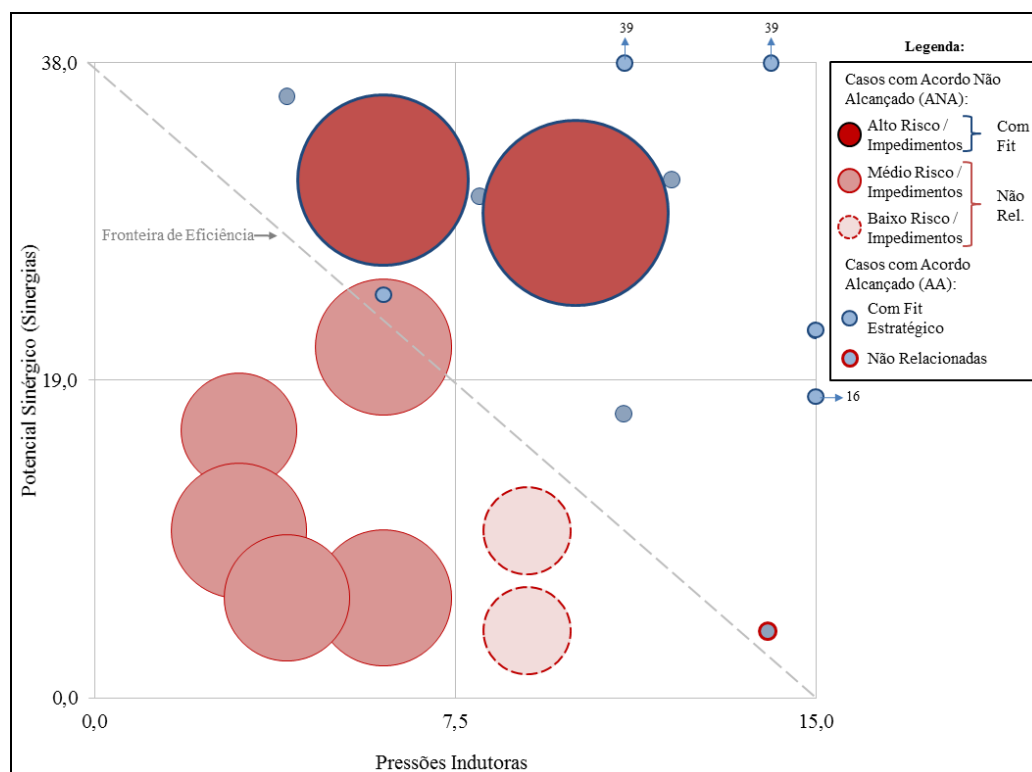
“Existência de *Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de acordo, através das Sinergias, assim como sua ausência influência negativamente a chance de acordo”;

“Riscos e Impedimentos integram a Equação de Valor para o Comprador e, quando ameaçam a captura de valor, podem inviabilizar a chance de acordo”;

“Pressões Indutoras influenciam positivamente a chance de acordos em operações de Fusões e Aquisições”.

A integração destas três Macrorrelações de Influência pode ser mais bem compreendida através do Gráfico 9:

Gráfico 9 - As três Macrorrelações de Influência: (Pressões Indutoras) = X, (Sinergias) = Y, (Riscos/Impedimentos) = Z



Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme mostra o Gráfico 9, o *Fit* Estratégico está representado pelo Potencial Sinérgico (Sinergias) no eixo Y, integrando-se com as Pressões Indutoras no eixo X. O tamanho da bola significa o nível de Riscos/Impedimentos mensurados para os casos Com Acordo Não Alcançado, ou seja, a variável Z; já nos casos Com Acordo Alcançado, a bola foi reduzida a um ponto com preenchimento azul, já que eles não foram mensurados, pois se tomou como premissa que, ao se atingir o acordo, os Riscos/Impedimentos foram superados via negociação.

Avaliando-se o gráfico 9, parece existir uma espécie de “Fronteira de Eficiência”, identificada pela linha tracejada em cinza, na qual se verifica, abaixo dela, um grupo marcado por operações com *Menor* combinação de Sinergias + Pressões Indutoras. Desses casos, 100% (de operações Não Relacionadas) não alcançaram acordo, mesmo apresentando níveis de Riscos/Impedimentos baixo e médio. Por outro lado, acima da “Fronteira de Convergência”, no grupo marcado por *Maior* combinação de Sinergias + Pressões Indutoras, 83,3% dos casos alcançaram acordo, sendo que os únicos dois casos que não alcançaram foram também os que

apresentaram os maiores níveis de Riscos/Impedimentos. Adicionalmente, 11 dos 12 casos tinham *Fit* Estratégico, e o único caso de operação Não Relacionada atingiu acordo, sinalizando que operações com baixa/nula Sinergia podem fechar, principalmente, se forem beneficiados por altas Pressões Indutoras, como foi o caso.

No entanto, existe uma 4ª Macrorrelação de Influência: os “Interesses Críticos Convergentes”. Utiliza-se a Figura 27, para ilustrar:

Figura 27 - Convergência de Interesses Críticos

Qualificação Acordos				Fit Estratégico				Sinergias		Convergência de Interesses Críticos																	
Classificação dos Acordos	Número de Casos	Porcentual por Grupo	Número dos Casos	1. Idêntico	2. Suplementaridade-relacionada	3. Complementaridade-relacionada	4. Não-relacionada	Total	Médias - AA x ANA	Precificação	% de participação almejado pelas partes				Objeto transacionado	Aporte de capital (Interesse - Cash In / Cash Out)	Pontuação Total	Médias Total - AA x ANA	Médias Convergentes - AA x ANA	Médias Divergentes - AA x ANA	Índice de Convergência - AA x ANA						
Acordo Alcançado (AA)	6,0	75%	1	1				39	31,7								4	4,0	4,0		100%						
			2	1				39														1	1	1	1	4	
			3	1				36														1	1	1	1	4	
			4		1			30														1	1	1	1	4	
			5		1			24														1	1	1	1	4	
			6		1			22														1	1	1	1	4	
Acordo Não Alcançado (ANA)	2,0	25%	7	1			31	30,0										2,0	3,0	1,0	75%						
			8		1		29															1	-1	1	-1	4	
Acordo Alcançado (AA)	3,0	60%	9		1		31	22,0									4	4,0	4,0		100%						
			10		1		18															1	1	1	1	4	
			11		1		17															1	1	1	1	4	
Acordo Não Alcançado (ANA)	2,0	40%	12			1	21	18,5										0,0	2,0	2,0	50%						
			13			1	16															-1	-1	1	1	-1	
Acordo Alcançado (AA)	1,0	14%	14			1	4	4,0									4	4,0	4,0		100%						
Acordo Não Alcançado (ANA)	6,0	86%	15			1	10	7,0														29%					
			16			1	10																-1	-1	-1	-1	-4
			17			1	6																-1	1	-1	-1	-2
			18			1	6																-1	-1	1	-1	-2
			19			1	6																-1	-1	1	-1	-2
			20			1	4																-1	1	-1	1	

Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme ilustra a Figura 27, foi mantida a estrutura de divisão por patamares de Sinergias, assim como a identificação do *Fit* Estratégico. No entanto, o foco está na Convergência de Interesses Críticos, compostos por: (i) precificação; (ii) porcentual de participação almejado pelas partes; (iii) objeto transacionado; e (iv) aporte de capital (*Cash*

In/Cash Out). Cada um desses quatro itens foi classificado segundo critério de convergência, sendo 1 para convergência entre as partes e -1 para divergência entre as partes. Na sequência foram somadas as pontuações de convergência (0 – 4) e as pontuações de divergência, estabelecendo-se médias por grupo com Acordo Alcançado e com Acordo Não Alcançado. Por último, foi calculado o Índice de Convergência (0 – 100%).

No caso da Precificação (i), foi considerado 1 para as operações que não tiveram Impasse de Precificação e -1 para aquelas em que se verificou a presença de impasse. No caso do percentual almejado pelas partes (ii), foi considerado 1 para os casos em que se obteve consenso quanto à participação e -1 para os casos sem consenso. Com relação ao Objeto Transacionado (iii), existiam quatro alternativas para a parte e para a contraparte: (1) Aquisição/Venda - posição minoritária; (2) Aquisição/Venda - posição majoritária; (3) Aquisição/Venda de 100%; e (4) fusão entre as empresas. Quando tanto a parte como a contraparte chegaram a um consenso, foi considerado 1 e -1 se não houve consenso. O último interesse analisado foi o Aporte de Capital (*Cash In/Cash Out*). *Cash In* significa quando o comprador adquiriu participação injetando dinheiro dentro da empresa e *Cash Out*, quando o comprador adquiriu participação comprando de um dos acionistas, ou seja, o dinheiro foi para o acionista vendedor e não para a empresa. Desta forma foi considerado 1 para os casos em que tanto a parte quanto a contraparte chegaram a consenso com relação ao percentual de *Cash In/Cash Out* e -1 para os casos em que não se atingiu o consenso.

Avaliando-se a Figura 27, observa-se, tomando-se como base os Acordos Não Alcançados (ANA), a existência de uma relação entre os Índices de Convergência e os Patamares de Sinergia, já que quanto mais alto o Potencial Sinérgico, maior é o Índice de Convergência. Sendo 75% para os casos com as maiores Sinergias (azul), 50% para os casos com Sinergias intermediárias e apenas 29% no caso das operações com baixas Sinergias (Não Relacionadas). Desta forma, o Potencial Sinérgico parece exercer força positiva para que as partes cheguem a consenso com relação aos Interesses Críticos.

Chama a atenção que 100% dos casos com Acordo Alcançado (AA) obtiveram convergência nos quatro interesses, simultaneamente, razão pela qual foi cunhado o termo Interesses Críticos Convergentes, pois eles são condições precedentes para que se atinja um acordo. Sendo assim, identifica-se a 4ª Macrorrelação de Influência (MRI4): “Interesses Críticos Convergentes é condição precedente para o alcance de acordos em operações de Fusões e Aquisições”. Isso de certa forma é uma obviedade, já que expressa a essência de qualquer acordo.

5 LIMITAÇÕES DO TRABALHO

O presente trabalho teve como foco o estudo de casos de negociação em Fusões e Aquisições vivenciadas por empresas majoritariamente brasileiras e, principalmente, localizadas na região sul do país. Todos os casos fizeram parte de um arcabouço de experiências reais dos colaboradores ou ex-colaboradores da empresa de consultoria a que o autor é ligado. Ocorreram em sua maioria nos últimos 10 anos, o que deve ser levado em consideração, já que podem conter tendências regionais, por mais que não se tenha percebido evidências desta possível distorção.

Mesmo havendo o cuidado na seleção dos casos para análise de acordo com critérios específicos, a base de dados constitui-se de apenas 20 casos, 10 Com Acordo Alcançado e 10 Com Acordo Não Alcançado, por mais que eles tenham sido investigados com profundidade (115 variáveis por caso). Ainda assim há de se ponderar que ele se baseia em generalizações analíticas, vide por exemplo as “4 Macrorrelações” identificadas, com validação por pessoas com notório saber (profissionais da área). O propósito do estudo, mesmo tendo sido complementado com análises quantitativas, foi mais o aprofundamento do fenômeno analisado e das suas relações de influências do que propriamente uma mensuração quantitativa.

Novos estudos em Negociação de Fusões e Aquisições poderiam evoluir utilizando o método de coleta aqui proposto (questionário) para constituição de um universo de análise estatisticamente relevante objetivando confirmar a partir de hipóteses e análises multifatoriais, as relações de influências identificadas no presente trabalho.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Negociação e Fusões e Aquisições são dois temas de grande amplitude e densidade. Quando se pretende analisá-los sob uma perspectiva integrada, torna-se significativamente mais complexo. A questão central no âmbito deste estudo não foi esgotar todas as arestas do conhecimento em cada um deles, e sim identificar as principais relações que influenciam o alcance de acordos em negociações de Fusões e Aquisições. Porém, para tanto, como é possível ser cirúrgico, juntando dois mundos de alta complexidade?

O tamanho desse desafio só foi compreendido quando se recorreu a um extenso referencial teórico e quando se deparou com a seguinte situação: não foram encontrados estudos que integrassem esses dois temas, muito menos que fossem assertivos na identificação dos principais fatores que influenciam o alcance de acordos. É justamente dessa constatação que decorre o ineditismo desta dissertação.

Os estudos sobre Fusões e Aquisições, conforme Sirower (1997, p. 114), por um lado, focam majoritariamente o estudo (i) da variabilidade na performance das empresas compradoras e (ii) do processo de integração das empresas após a transação, descrevendo problemas potenciais. Por outro lado, partem da premissa de que existem partes em negociação e que elas buscam chegar a um acordo maximizando-se os resultados. E toda negociação parece estar circunscrita no ambiente das empresas envolvidas, nos aspectos relacionais/comportamentais e em eventuais alternativas/opções existentes, portanto, no potencial de maximização específico dos resultados sob a perspectiva dessas empresas. Ou seja, os universos parecem não estar conectados do ponto de vista acadêmico, por mais que a negociação faça parte das Fusões e Aquisições.

Nesse contexto, o estudo foi oportuno tanto em considerar uma visão integrada entre negociação e Fusões e Aquisições quanto na constituição de um referencial teórico heterogêneo, incluindo conteúdo acadêmico, assim como conteúdo executivo de alto nível (baseado em consultorias de classe mundial, universidades de primeira linha e profissionais da área). Mesclou ainda teoria, ciência, vivência prática e a realidade no mundo dos negócios. Em adição, a metodologia permitiu avaliar, além de 10 casos com Acordo Alcançado, 10 casos com Acordo Não Alcançado, em uma riqueza de detalhes elevada (115 variáveis), o que contribuiu para que as relações de influência fossem avaliadas com maior assertividade.

Embora com limitações, esse *mix* de teoria e prática se revelou fundamental para compreensão e identificação das relações de influência no alcance de acordos em negociações de Fusões e Aquisições, permitindo alcançar os objetivos propostos com a identificação de quatro macrorrelações principais: (1) “Existência de *Fit* Estratégico influencia positivamente a chance de acordo, através das Sinergias, assim como sua ausência influencia negativamente a chance de acordo”; (2) “Riscos e Impedimentos integram a Equação de Valor para o Comprador e, quando ameaçam a captura de valor, podem inviabilizar a chance de acordo”; (3) “Pressões Indutoras influenciam positivamente a chance de acordos em operações de Fusões e Aquisições”; e (4) “Interesses Críticos Convergentes são condição precedente para o alcance de acordos em operações de Fusões e Aquisições”.

A identificação dessas quatro Macrorrelações de Influência permite sugerir algumas questões de ordem gerencial, principalmente para negociadores, empresários e executivos envolvidos com operações de Fusões e Aquisições, conforme apresenta a Figura 28:

Figura 28 - As quatro Macrorrelações de Influência e os principais aprendizados



Fonte: Elaborada pelo autor.

Conforme mostra a Figura 28, em branco tem-se a explicação e identificação das quatro Macrorrelações de Influência; em azul escuro, sugerem-se os principais aprendizados decorrentes de cada uma das macrorrelações. Idealmente, as quatro macrorrelações poderiam ser pensadas como se fossem “fatores críticos de sucesso”, nos quais se perseguiriam operações com Alto *Fit* Estratégico, altas Pressões Indutoras, baixos Riscos/Impedimentos e convergência de Interesses Críticos. Obviamente, se operações com esse perfil fossem encontradas, a consequência natural seria o alcance de acordos. No entanto, negociações em Fusões e Aquisições são como um jogo com infinitos resultados possíveis. Portanto, o

aprendizado deve considerar que a realidade nem sempre conta com cenários ideais, o que do ponto de vista gerencial demanda muito mais a compreensão dos fatores de influência, permitindo mais uma conduta consciente, consistente e estratégica do que a busca por cenários ideais.

A Macrorrelação de Influência nº 1, que envolve *Fit* Estratégico e Sinergias, merece destaque com relação à contribuição prática para o mundo acadêmico e profissional que poderá ser fruto de futuros estudos. Primeiro pelo simples fato de 82% dos casos com *Fit* Estratégico terem alcançado acordos, demonstrando ser um forte fator de influência. Segundo porque o arcabouço analítico utilizado para avaliação do *Fit* Estratégico se revelou robusto, já que com a análise de 20 casos atingiu resultados que confirmaram o estudo de Shelton (1988), com 218 casos. Porém sobre uma ótica distinta: enquanto ele focou o retorno para os acionistas, o presente estudo focou o potencial de Sinergias e o alcance ou não de acordos. Terceiro porque a estrutura analítica quantitativa desenvolvida, inspirada nos estudos de Shelton e em várias referências sobre Sinergias (seis grupos e 18 variáveis), apresentou potencial para ser convertida em ferramenta de suporte à decisão, já que permite avaliar Potencial Sinérgico.

O desenvolvimento dessas ferramentas pode ser orientado para três aplicações práticas: (i) Mapeamento de Rotas Estratégicas de Crescimento; (ii) Análise de Oportunidades; e (iii) Quantificação de Sinergias. Naturalmente, dependendo da abordagem analítica a ser adotada, que pode ter diferentes níveis de aprofundamento e precisão, careceria de estudos complementares para aperfeiçoamento, embora já possa ser utilizada em nível simplificado com suas limitações.

A aplicação orientada para o Mapeamento de Rotas Estratégicas de Crescimento (i) se apoia na identificação dos nichos/segmentos de mercado com *Fit* Estratégico baseados no Potencial Sinérgico com os negócios atuais da empresa Viabiliza o foco na geração de valor, ou seja, na busca por rotas que permitam maior retorno potencial para os acionistas. Nesse sentido, seria oportuno desenvolver novos estudos para integrar uma perspectiva de análise mercadológica das possíveis rotas, pois, apesar de identificar aquelas com maior sinergia potencial, não avalia se esses nichos, caso não sejam idênticos, são lucrativos e estão em crescimento, por exemplo.

A aplicação orientada para a Análise de Oportunidades (ii), que também se sustenta nos conceitos de *Fit* Estratégico e Potencial Sinérgico, está direcionada para a análise caso a

caso de combinações entre empresas em operações de Fusões e Aquisições para identificar quais devem ser priorizadas e quais devem ser evitadas. Pode também servir como ferramenta para prospecção e seleção de oportunidades prioritárias (*screening*) em processos estruturados de crescimento por Fusões e Aquisições (inorgânico). Uma vez identificadas as rotas de crescimento com maior *Fit* Estratégico e Potencial Sinérgico com o negócio atual, parte-se para a análise dos alvos (*targets*/possíveis vendedores) disponíveis. Dessa forma é possível definir quais os alvos estratégicos para a empresa e concentrar recursos e esforços de negociação apenas nos considerados prioritários.

A terceira aplicação, voltada para a Quantificação de Sinergias (iii), tem como foco a mensuração de Sinergias específicas, com o objetivo de aprofundar e confirmar o Potencial Sinérgico de determinada operação. Tem como apoio os seis grupos de Sinergia e suas variáveis, porém pode ter duas abordagens analíticas distintas. A primeira abordagem busca customizar a estrutura analítica para ter maior precisão, confirmando o Potencial Sinérgico específico de um determinado alvo. Com isso, demanda a validação das categorias padrões e a identificação de categorias específicas e segue a estrutura analítica já desenvolvida, porém ainda com suas limitações baseadas na aplicação de questionários/formulários e na qualidade de seus respondentes. A segunda abordagem estaria voltada para a quantificação financeira das Sinergias, o que auxiliaria na precificação e no processo de negociação, indicando intervalos de preço adequados para a empresa compradora e evitando o sobrepreço e a consequente destruição de valor para os acionistas. Além disso, através da compreensão dos fundamentos sinérgicos, permite para o negociador a construção de estruturas de negócio diferentes, assim como para os gestores indica as áreas mais importantes para a futura integração das empresas, contribuindo para o planejamento antecipado da união.

Naturalmente, essa abordagem financeira para a quantificação de Sinergias demanda a incorporação de uma ampla gama de conhecimentos relacionados a finanças, como, por exemplo, análise financeira, técnicas de projeção e precificação de ativos (avaliação financeira/*valuation*), assim como aprofundamento em estudos sobre Sinergias e chances de captura na integração das empresas. De qualquer forma, a estrutura aqui desenvolvida já serve como direcionamento para guiar futuros estudos nesta área.

REFERÊNCIAS

AGRAWAL, Anup; COOPER, Tommy; LIAN, Qin; WANG, Qiming. *Common Advisors in Mergers and Acquisitions: determinants and consequences*. 2012. Disponível em: <http://bama.ua.edu/~aagrawal/cadvisor.pdf>. Acesso em: 01/12/2012 às 15:14.

AGRAWAL; JAFFE, Jeffrey. Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. [S.l.], v. 38, n. 4, p. 721, Dec. 2003.

ALLEN, Linda; JAGTIANI, Julapa; PERISTIANI, Stavros; SAUNDERS, Anthony. The role of bank advisors in mergers and acquisitions. *Journal of Money, Credit, and Banking*, [S.l.], Vol. 36, nº. 2. The Ohio State University. 2004.

ALVES, Adler Anaximandro de Cruz e. A legalidade da fusão, cisão e incorporação de empresas como instrumentos de planejamento tributário. *Jus Navigandi*, Teresina, a. 7, n. 61, jan. 2003. Disponível em: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=3583>. Acesso em: 15/8/2012.

ANG, James S.; CHENG, Yingmei. Direct evidence on the market-driven acquisitions theory. *Working Paper, JEL Classification: G34, G14*, Florida State University, March, 2003.

ANSOFF, H. Igor. *Corporate Strategy*. New York: McGraw Hill, 1965.

AXELROD, R. *The evolution of co-operation*. New York: Basic Books, 1984.

BARROS, Betânia Tanure de. *Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos*. São Paulo: Atlas, 2003.

BAZERMAN, M. H. *Processo Decisório*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BAZERMAN, Max. Is there help for the Big Ticket Buyer. *Harvard Business Review*. 17/9/2001. Disponível em: <http://hbswk.hbs.edu/item/2494.html>. Acesso em: 27/12/12 às 22:03.

BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: an empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. [S.l.], v.28, n. 3, p. 347-362, Sept. 1993.

BÊRNI, Duilo de A.; FERNANDEZ, Brena Paula M. *Métodos e técnicas de pesquisa: modelando as ciências empresariais*. São Paulo: Saraiva, 2012.

BOWER, J. L. Not all mergers are alike – and that matters. *Harvard Business Review*. [S.l.], Março 2001.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Princípios de finanças empresariais*. 5. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 1998.

BRUNER, Robert F. *Applied mergers and acquisitions*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2004.

BRUNER, R. F.; EADES, K. M.; HARRIS, R. S.; HIGGINS, R. C. Best practices in estimating the cost of capital: Survey and synthesis. *Financial Practice and Education*, 8, 13–28. 1998.

BULMER, M. Concepts in the analysis of qualitative data. In: _____. *Sociological research methods: an introduction*. London: Macmillan Education, 1984b.

BULMER, M. Introduction: problems, theories and methods in sociology – (How) Do they interrelate? In: _____. *Sociological research methods: an introduction*. London: Macmillan Education, 1984a.

CAMARGOS, Marco Antônio; BARBOSA, Francisco. Fusões, aquisições e takeovers: um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, p. 17-38, abr./jun. 2003. Disponível em: <http://www.regeusp.com.br/arquivos/v10n2art2.pdf>. Acesso em: 27/11/2012 às 13:20.

_____. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005. Disponível em: <http://www.revistasusp.sibi.usp.br/pdf/rege/v12n2/v12n2a7.pdf>. Acesso em: 28/11/12 às 13:20.

CARPENTER, S. L.; KENNEDY, W. J. D. *Managing Public Disputes*. San Francisco: Jossey-Bass, 1988.

CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. L. Organizational marriage: hard versus soft issues? *Personal Review*, [S.l.], v. 24, n. 3, p. 32-42, 1995.

_____. *Managing mergers, acquisitions and strategic alliances: Integrating people and cultures*. Oxford: Butterworth-Heinemann Ltd., 1996.

CLARKE, Christopher J. *Acquisitions Techniques for Measuring Strategic Fit*. Pergamon Journals Ltd. *Long Range Planning*, v. 20, n. 3, p. 12-18, Printed in Great Britain, 1987.

COOLS, Kees *et al.* *Growing Through Acquisitions*. BCG-report, 2003. Disponível em: [HTTP://www.bcg.com](http://www.bcg.com). Acesso em: 1/12/2012

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas - Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2006.

DAVID, Harding; ROVIT, Sam. *Garantindo o sucesso em fusões e aquisições: 4 decisões-chave para sua próxima negociação*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2005

DEPAMPHILIS, Donald. *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities*. 2. ed. Los Angeles: Academic Press, 2003.

DÉTRIE, Jean-Pierre *et al.* *Strategor: Politique générale de l'entreprise*. Paris: Dunod, 1997.

DEUTSCH, M. *The Resolution of Conflict*. New Haven: Yale University Press, 1973.

DIETMEYER, Brian J.; KAPLAN, Rob. *Strategic negotiation: a breakthrough process for effective business negotiation*. Chicago: Dearborn Trade Publishing, 2004.

DIXIT, Avinash; NALEBUFF, Barry. *Thinking strategically*. New York: W. W. Norton, 1991.

DUZERT, Y. *Manual de negociações complexas*. Rio de Janeiro: FVG, 2007.

_____; BROILO, G. F.; SPINOLA, A. T. The Matrix of Complex Negotiations. Case Study: negotiating with the Chinese at a time of crisis. In *Iasia Annual Conference*, 2009, Rio de Janeiro.

_____; SPINNOLA, A.; BRANDÃO, A. *Negociação*. 3. ed. Rio de Janeiro: FGV, 2010.

_____. *Negociação empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____.; SPINOLA, A. *Negociação em situação de crise e a matriz de negociações complexas*. *Iask Proceedings*, 2009. Disponível em http://ebape.fgv.br/sites/ebape.fgv.br/files/negociacao_em_situacao.pdf. Acesso em: 19/8/2012 às 12:20.

_____ ; RICCIO, V.; BULHÕES, F. Concilier le changement et la construction de consensus: le cas des réformes au Brésil. *Revue Française de Gestion*, v. 30, n. 153, p. 173-184, Paris: Lavoisier, 2005.

_____ ; RODRIGUES, Sergio A.; SOUZA, Jano M. de. *An e-learning system to prepare negotiations*, 2008. Disponível em: <http://app.ebape.fgv.br/comum/arq/ACF6F6.pdf>. Acesso em: 23/4/2012 às 11:16.

ECKBO, B. Espen. Horizontal mergers, collusion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*. [S.l], v. 11, p. 241-273, 1983.

ECONOMICS. [S.l], v. 83, p. 624-642, Nov. 1969.

EHRMANN, John R.; STINSON, Barbara L. Joint Fact-Finding and the Use of Technical Experts. In: SUSSKIND, Lawrence; MCKEARNAN, Sarah; THOMAS-LARMER, Jennifer (org.). *The consensus building handbook: a comprehensive guide to reaching agreement*. Thousand Oaks: Sage, 1999.

FAYERWEATHER, J.; KAPOOR A. *Strategy and negotiation for the international corporation*. Cambridge, MA: Baltinger, 1976.

FIRTH, M. Takeovers shareholders returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Champaign: University of Illinois, v. 94, n. 2, p. 235-260, Mar. 1980.

_____. *Quarterly Journal of Economics*. [S.l], v. 94, n. 2, p. 235-260, March 1980.

FISHER, R.; URY, W. *Getting to yes: negotiating agreement without giving*. Boston: Inc Houghton-Mifflin, 1981.

_____ ; PATTON, Bruce. *Como chegar ao sim: a negociação de acordos sem concessões*. 2. Ed. Rio de Janeiro: Editora Imago, 1994.

FLEURIET, Michel. *Investment banking explained: an insider's guide to the industry*. New York: McGraw Hill, 2008.

FOSSATI, N. Costa; LUCIANO, E. Mezzomo. *Prática profissional em administração – Ciência, método e técnicas*. Porto Alegre: Sulina, 2008.

GALPIN, T. J.; HERDON, M. The complete guide to mergers and acquisitions: process tools to support M&A integration at every level. San Francisco: Jossey Bass Publishers, 2000.

GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. 3. Ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.

GIL, A.C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. São Paulo: Atlas, 1999.

GLEICK, James. *Chaos: making a new science*. New York: Penguin Books, 1998.

GOLEMAN, D.; LAMA, Dalai. *Como lidar com emoções destrutivas*. São Paulo: Editora Campus, 2003.

GOMES, Carlos Francisco Simões; GOMES, Luiz Flavio Autran Monteiro. Modelagem de aspectos qualitativos do processo de negociação. [S.l.]. *Revista de Administração Mackenzie*, a. 5, n. 1, p. 83-103, 2004.

GORT, M. An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*. [S.l.], v. 83, n. 4, p. 624-642, Nov. 1969.

GOUVÊA, Romulo L. Instrumentos teóricos e técnicas para construção de consenso: aplicação nas situações e problemas identificados na evolução das negociações do acordo da ALCA – Área de Livre Comércio das Américas. 2004. Dissertação (Mestrado). Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, 2004.

GRAHAM, J. L. Business negotiations in Japan, Brazil and the United States. *Journal of International Business Studies*. [S.l.]. 14 (Spring/Summer), 47-61, 1983.

GUIRADO, F. *Negociadores da sociedade do conhecimento*. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2008.

HARVARD. *Negotiation, the Harvard Business Essentials Series (Paperback)*, USA: Harvard Business School Publishing Corporation, 2003.

HASPESLAGH, P. C.; JEMISON, D. B. *Managing acquisitions: creating value through corporate renewal*. New York: The Free Press, 1991.

HINDERY, L. The biggest game of all: the inside strategies, tactics and temperaments that make great dealmakers great. New York: The Free Press, 2003.

HUBBARD, N. *Acquisition strategy and implementation*. London: MacMillan, 1999.

HUBER, Court; PAULSON, Ed. *The technology M&A guidebook*. New York: Willey, 2001.

JENSEN, M. Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over. *American Economic Review*, [S.l.], v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.

_____. The free cash flow theory of takeovers: a financial perspective on mergers and acquisitions and the economy. *Harvard Business School Working Paper*. [S.l.], p. 1-56, Oct. 1987.

JOVANOVIC, Boyan; ROUSSEAU, Peter. Mergers as reallocation. *NBER Working Paper n. 9279*, Oct. 2002.

KELLY, Kevin. *Out of control: the new biology of machines, social systems, and the economic world*. Massachusetts: Addison-Wesley, 1994.

KLEIN, G. *Sources of power: how people make decisions*. Cambridge: MIT Press, 1998.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan.-mar. 1994.

KOCHAN, T. A; H, C. KATZ. *Collective bargaining and industrial relations*. 2. ed. Homewood, IL: Irwin, 1988.

KOLLER *et al.* *Valuation – Measuring and managing the value of companies*. 5. ed. Canada: Mckinsey & Co, 2005.

KUHN, Harold W. Game theory and models of negotiation: *The Journal of Conflict Resolution* (pre-1986), Mar 1962; 6, 1; ProQuest Central, p. 1.

LARSSON, Rikard. Coordination of action in mergers and acquisitions. *Lund Studies in Economics and Management* 10; Lund University Press; Wallin & Dalholm Boktryckeri AB; Lund. 1990, LANG, L. *et al.* Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics*, [S.l.], v. 24, n. 1, p. 137-154, Apr. 1989.

LAX, David A.; SEBENIUS, James K. *Negociação 3-D: ferramentas poderosas para modificar o jogo nas suas negociações*. Porto Alegre: Bookman, 2009.

_____. The manager as a negotiator. *Bargaining for Cooperation and Competition Gain*. New York: The Free Press, 1986.

LEMPEREUR, Alain P.; SEBENIUS, James; DUZERT, Yann. *Manual de negociações complexas*. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009.

LEWELLEN, Wilbur. A pure financial rationale for the conglomerate merger. *Journal of Finance*. [S.l.], v. 26, n. 2, p. 520-538, May 1971.

LEWICKI, Roy J.; WEISS, Stephen E.; LEWIN, David. Models of conflict, negotiation and third party intervention: a review and synthesis. In: Special issue: conflict and negotiation in organizations: historical and contemporary perspectives. *Journal of Organizational Behavior*. v. 13, n. 3. p. 209-252, 1992.

LINDHOLM, Hjalmar; HÖKFELT, Markus. *Strategic attractiveness in mergers and acquisitions*. Division of Packaging Logistics, Department of Design Sciences, Lund University. Printed in Sweden, 2006.

LUBATKIN. *Mergers and the Performance of the Acquiring Firm*, 1983.

MACCOBY, Michael. Social psychology of deterrence. *Bulletin of the atomic scientists*. [S.l.], 17, 278-81, 1961.

MÁLAGA, Flávio Kezam. *Estudo do risco sistêmico das empresas resultantes de fusões e aquisições e as expectativas dos investidores e dos gestores*. 2007. 195 p. Tese de Doutorado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

MALHOTRA, N. K. *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. Porto Alegre: Editora Bookman, 2006.

MALMENDIER, Ulrike; TATE, Geoffrey. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *NBER Working Paper Series*, Sept. 2004.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, [S.l.], v. 73, n. 2, p. 110-120, Apr. 1965.

MARKS, M. L.; MIRVIS, P. H. *Joining forces: making one plus one three in mergers, acquisitions and alliances*. São Francisco: Jossey Bass, 1998.

MARTIN, Kenneth. J.; McConnell, John. Corporate performance, corporate takeovers and management turnover. *Journal of Finance*. [S.l.], v. 46, p. 671-688, June 1991.

McKEARNAN, Sarah; FAIRMAN, David. Producing Consensus. In: SUSSKIND, Lawrence; MCKEARNAN, Sarah; THOMAS-LARMER, Jennifer (org.). *The consensus*

building handbook: a comprehensive guide to reaching agreement. Thousand Oaks: Sage, 1999.

MCNISH, Rob; SIAS, Dianne; (Stewart Early). Mergers and acquisitions; Strategy & Leadership. v. 32, n. 2, 2004, p. 5-11.

MITCHELL, Mark L.; MULHERIN, Harold, J. The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics*. [S.l.], v. 41, p. 193-229, 1996.

MNOOKIN, Robert; PEPPE, Scott; TULUMELLO, Andrew. *Beyond the winning negotiation to create value in deals and disputes*. London, England: The Belknap Press of Harvard University Press, 2000.

MUELLER, D. C. A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics*, [S.l.], v. 83, n. 4, p. 643-660, Nov. 1969.

MYERS, Stewart; MAJLUF, Nicholas. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. [S.l.], v. 13, p. 187-221, 1984.

NEWMAN, William H.; LOGAN, JAMES P. *Strategy, Policy and Central Management*. Cincinnati: South-Western Publishing Company, 1971.

PARK, Milyae. Making the M&A Pay: Avoiding the “Winners Curse”. Accenture report, 2002. Disponível em: <http://www.accenture.com>. Acesso em: 03/02/2006

PESSOA, Carlos. *Negociação aplicada*. São Paulo: Atlas S.A, 2009.

PICOT, Gerhard. *Handbook of international mergers and acquisitions*. New York, 2003.

PRAZERES, Paulo Mundin. *Dicionário de Termos da Qualidade*. São Paulo: Atlas, 1996.

PRUITT, D. G.; RUBIN, J. Z. *Social conflict*. Random House: New York, 1986.

_____. *Negotiation Behavior*. New York: Academic, 1981.

QUANDT, Richard E. On the use of game models in theories of international relations. *World Politics*. [S.l.], 14, 69-76. 1961.

RAIFFA, H. *et al*. *Negotiation analysis: the science and art of collaborative decision making*. Cambridge, England: Harvard University Press, 2002.

- _____. *The art and science of negotiation*. Cambridge MA: Belknap, 1982.
- RASMUSSEN, Uwe Waldemar. *Aquisições, fusões & incorporações empresariais: estratégias para comprar e vender empresas no país e exterior*. São Paulo: Aduaneiras, 1989.
- RAWLS, John. *Justiça e Democracia*. São Paulo: Martins Fontes, 2000.
- REED, Stanley F.; LAJOUX, Alexandra. *The art of M&A: a merger and acquisition guide*. 3. Ed., USA: McGraw-Hill, 1999.
- RHINOW, Guilherme. *O desafio de gestão da mudança em combinações empresariais: a indústria de ciências da vida*. 2006. 187 p. Tese de Doutorado. Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. 2006.
- RHODES-KROPF, Matthew; VISWANATHAN, S. Market valuation and merger waves. *Journal of Finance*. [S.l.], v. 56, n. 6, p. 2685-2718, Dec. 2004.
- ROLL, Richard. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*. [S.l.], v. 59, p. 197-216, Apr., 1986.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SALACUSE, J. Ten ways that culture affects negotiating style: some survey results. New York: *Negotiation Journal*, Jul. 1998.
- SALTER, S. Malcom; WEINHOLD, A. Wolf. *Diversification through Acquisitions: Strategies for Creating Economic Value*. New York: Free Press, 1979.
- SALTER, S. Malcom; WEINHOLD, A. Wolf. Choosing Compatible Acquisitions. *Harvard Business Review*; 59; 1; 1981; p. 117-127.
- SCHELLING, T. C. *The Strategy of Conflict*. London: Oxford University Press, 1960.
- _____. *The strategy of conflict*. Cambridge. Mass: Harvard University Press, 1960.
- SCHENDEL, Dan; HOFER, Charles. *Strategy formulation: analytical concepts*. New York: West Publishing Company, 1978.
- SCHERER, F. M; ROSS, D. Industrial market structure and economic performance. 3. ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990.

SCHOENBERG, R.; REEVES, R. What determines acquisition activity within an industry? *European Management Journal*. [S.l], v. 17, p. 93-98, Feb. 1999.

SCHWARTZ, Peter. *A arte da visão de longo prazo*. 2. ed. São Paulo: Best Seller, 2003.

SCHWEIGER, D. M.; VERY, Philippe. *Creating value through merger and acquisition integration*. *Advances in mergers and acquisitions*, v. 2, p. 1–26. Elsevier Science Ltd., 2003. Disponível em: <http://karhen.home.xs4all.nl/Papers/2/Creating%20value%20through%20merger%20and%20acquisition%20integration.pdf>. Acesso em: 28/11/2012 às 14:24.

_____. *M&A Integration: A Framework for Executives and Managers*. New York: McGraw-Hill, 2002.

SEBENIUS, James. *Negociação 3-D*. São Paulo: Bookman, 2008.

SEGALL, John. Merging for fun and profit. *Industrial Management Review*. [S.l], v. 41, p. 17-29, Winter, 1968.

SERVAES, Henri. Tobin's Q and the gains from takeovers. *Journal of Finance*. [S.l], v. 46, n. 1, p. 409-419, March 1991.

SHELL, Richard. *Negociar é preciso*. São Paulo: Negócio, 2001.

SHELTON, Luis M. Strategic business Fits and corporate acquisition: empirical evidence. *Strategic Management Journal*, v. 9, n. 3, May-Jun., 1988, p. 279-287. Disponível em: <http://links.jstor.org/sici?sici=0143-2095%28198805%2F06%299%3A3%3C279%3ASBFACA%3E2.0.CO%3B2-1>. Acesso em: 11/08/2013 às 18:55.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*. [S.l], v. 94, p. 461-488, 1986.

SIMON, H. *Administrative Behavior*. Nova York: Macmillan, 1947.

SIMON, H. *Models of bounded rationality. Empirically Grounded*. Economic Reason, MIT Press, v. 3, 1997.

SIROWER, L. Mark. *The Synergy Trap*. New York: The Free Press, 1997.

_____. *The synergy trap: how companies lose the acquisition game*. New York: Free press/Simon & Schuster Inc., 1999.

SUSSKIND, L. E.; J. CRUIKSHANK. *Breaking the Impasse: consensual approaches to resolving public disputes*. New York: Basic, 1987.

_____; FIELD, Patrick. *Dealing with an Angry Public. The mutual gains approach to Resolving Disputes*. New York: The Free Press, 1996.

TERJESEN, Siri. Mergers and acquisitions: patterns, motives, and strategic *Fit*. QFINANCE. 2011. Disponível em: <http://www.qfinance.com/contentFiles/QF02/glus0fcl/12/0/mergers-and-acquisitions-patterns-motives-and-strategic-Fit.pdf>. Acesso em: 11/08/2013 às 17:45.

TESTA, Maurício Gregiani; LUCIANO, Edimara Mezzomo; RECH, Ionara. Técnica de coleta de dados. In: FOSSATI, N. Costa; LUCIANO, E. Mezzomo. *Prática profissional em administração – Ciência, Método e Técnicas*. Porto Alegre: Sulina, 2008.

THOMAS. K. W. Conflict and Conflict Management. In: M. Dunnette (Ed.). *Handbook of Industrial and Organizational Psychology*. Chicago: Rand McNally, 1976.

TOXVAERD, Flavio. *Strategic merger waves: a theory of musical chairs*. London Business School, Jan. 2002. Disponível em: <http://www.udesa.edu.ar>. Acesso em: 12/08/2013

TUNG, R. U. S. China Trade Negotiations: practices, procedures, and outcomes. *Journal of International Business Studies*, [S.l.], 13, 2, 25-38, 1982.

UNCTAD. *World Investment Report 2000: Crossborder mergers and acquisitions and development*. United Nations: New York and Geneva, 2000. Disponível em: http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf. Acesso em: 14/9/2012.

VARELA, F. *Ethical know-how. Action, wisdom, and cognition*. Stanford University Press, 1999.

VAZ, Alcides. *Cooperação, integração e processo negociador: a comparação do Mercosul*. Brasília: Instituto Brasileiro de Relações Industriais, 2002.

WALTON, R. E.; R. B. MCKERSIE. *A behavioral theory of labor negotiations*. New York: McGraw-Hill, 1965.

WEISS, Stephen E. *Analysis of complex negotiations in international business: the RBC perspective*. Organization Science. v. 4, n. 2. Printed in U.S.A, May 1993. Ontário. Disponível em: <http://orgsci.journal.informs.org/content/4/2/269.full.pdf+html>. Acesso em: 23/4/2012 às 13:55.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

WHINSTON, M. D.; MAS-COLELL, A. *Microeconomic theory*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

WIND, Yoram; MAHAJAN, Vijay. *Corporate growth through synergy: concept, measurement & applications*. [Philadelphia, Pa.]: Wharton Center for Internat. Management Studies, 1985.

YIN, Robert K. *Estudo de Caso*. 3. ed. São Paulo: Bookman-Artmed, 2005.

ZEUTHEN, F. *Problems of monopoly and economic welfare*. London, England: Routledge and Kegan Paul, 1930.

ZNANIECKI, F. *The method of sociology*. New York: Farrer & Rinehart, 1934.

ANEXO A – Formulários de análise: Perspectiva RBC

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
RELACIONAMENTOS Interorganizacional, Intergrupo, Interpessoal, Entre níveis (<i>Cross-level</i>)	1	Pauta (JV, Fusão, etc.)	→	
	2	Interesses comuns	→	Interesses comuns
	3	Interdependência		Interdependência
	4	Interesses conflitantes	Pontos controversos, problemas	Interesses conflitantes
	5		Numero	
	6	Natureza	Natureza, parentesco/relação	Natureza
	7	Importância relativa	→	Importância relativa
	8		Surgimento de novas questões/pontos controversos	
	9	Respectivas participações	→	Respectivas participações
	10	Balanço de poder	→	Balanço de poder
	11	Níveis de confiança	→	Níveis de confiança
	12	Grau de afinidade	→	Grau de afinidade
	13	Normas de relacionamento	→	Normas de relacionamento
	14	Comprometimento das partes em alcançar um acordo	→	Compromisso das partes com o resultado
	15	Estabelecimento de agenda (esforços conjuntos)	Tratamentos das questões/pontos controversos (tarefas)	Capacidade de resolver disputas próprias
	16		Ordem e <i>linkage</i>	
	17		Dependência de um <i>framework</i> comum (modelo)	
	18	Comunicações		Comunicações
	19	Extensão		Extensão, quantidade de mudanças
	20	Compatibilidade de estilos	Caráter das interações (processo)	Compatibilidade de estilos
	21		Fases	
	22	Grau de entendimento	→	Grau de entendimento

23	Intensidade dos conflitos expressados	Conjunturas críticas, <i>turning points</i>	
24	Outras preparações conjuntas	Uso de diferentes fóruns e grupos de trabalho	
25		Conclusões/resultados	
26		Extensão do acordo	Satisfação mútua com o resultado
27		Natureza dos termos	Ganhos/perdas conjuntos
28			Sucesso na implementação
29			Número de reclamações, queixas

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
COMPORTAMENTOS Organizações	1	Independente		
	2	Decisão de negociar ou não		
	3	Alocação de recursos próprios		
	4	Seleção pessoal próprio		Avaliação dos próprios negociadores
	5	Planejamento para negociação entre empresas	→	Revisão da experiência
	6	Extensão da coleta de informações	→	
	7	Custo/benefício, estudos de viabilidade		Construção de memória institucional
	8		→	Acesso dos próprios benefícios e perdas
	9	<u>Horizontal</u> (em direção a contraparte)		
	10	Iniciativas de <i>stage-setting</i>		Cumprimento do acordo
	11		Propostas (forma, conteúdo)	Tentativas de renegociar/re-abertura
	12		Utilização de táticas de barganha (tipo e <i>timing</i>)	Renovação de esforços para alcançar um acordo
	13		Movimentação a partir das posições iniciais	
	14	Demonstração de coesão	→	Demonstração de coesão
	15	<u>Vertical</u> (em direção aos superiores)		
	16	Aderência as diretrizes da cúpula	→	Aderência as diretrizes da cúpula

17	<u>Lateral</u> (em direção ao <i>peer</i>)		
18	Coordenação com grupo de trabalho	→	Coordenação com grupo de trabalho
19	<u>Externo</u> (em direção a audiência de fora)		
20	Manuseio da mídia de massa	→	Manuseio da mídia de massa
21	<u>Interno</u> (por grupos, times)		
22	Ações para atingir consenso	→	

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
COMPORTAMENTOS Grupos, Times	1	Independente		Performance em outras negociações
	2	Estabelecimento de normas e procedimentos	→	Manutenção do grupo (ampliação)
	3	Atividades de <i>team-building</i>		Revisão da experiência
	4	Planejamento para negociação entre empresas	→	
	5	Coleta de informações	→	Ganhos e perdas do grupo
	6	Desenvolvimento de estratégia e metas	→	
	7	<u>Horizontal</u> (em direção a contraparte)		
	8	Iniciativas de <i>stage-setting</i>	Aproximação genérica (<i>approach</i>)	
	9		Propostas (número, forma, conteúdo)	
	10		Táticas de barganha (tipo e <i>timing</i>)	
	11		Movimentação a partir das posições iniciais	
	12	Estilo de comunicação	→	
	13	Demonstração de coesão	→	
	14	<u>Vertical</u> (em direção aos superiores)		
	15	Relatórios, busca de aprovação dos superiores	→	
	16	Implementação de diretrizes	→	
	17	<u>Lateral</u> (em direção ao <i>peer</i>)		

18	Táticas de barganha (tipo)	→	
19	<u>Externo</u> (em direção a audiência de fora)		
20	Manuseio das audiências (público)	→	
21	<u>Interno</u> (por grupos, times)		
22	Fidelidade dos membros às suas funções	→	
23	Formação de coalizões de subgrupos	→	
24		Realização de decisão	

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
COMPORTAMENTOS Individuais	1	Independente		
	2	Planejamento de todas as arenas de negociação	→	Análise das experiências
	3	Coleta de informações	→	
	4	Estabelecimento de metas pessoais	→	Identificação das realizações/conquistas
	5		Movimentação a partir das posições iniciais	Custos e ganhos pessoais
	6	Percepções e interpretações	→	
	7	Julgamentos e realização de decisões	→	
	8	Esforço para melhorar habilidades de negociação	Aprendizado	Aplicação dos aprendizados
	9	<u>Horizontal</u> (em direção a contraparte)		
	10	Contatos com representantes de outras empresas	Aproximação genérica (<i>approach</i>)	Manutenção, corte de contato
	11		Propostas (número, forma, conteúdo)	
	12	Táticas de barganha (tipo, <i>timing</i>)	→	
	13	Estilo de comunicação	→	
	14	Uso de língua estrangeira	Interpretações	
	15		Utilização de comunicação online (<i>conferencecall</i>)	
	16		Alinhamento com colegas	

17	<u>Vertical</u> (em direção aos superiores)		
18	Relatórios, busca de aprovação dos superiores	→	
19	Recebimento e implementação de diretrizes	→	
20	Busca da cooperação dos subordinados	→	
21	Táticas de barganha (tipo, <i>timing</i>)	→	
22	Estilo de comunicação		
23	<u>Lateral</u> (em direção ao <i>peer</i>)		
24	Utilização de táticas de barganha (tipo e <i>timing</i>)	→	
25	Estilo de comunicação	→	
26	<u>Externo</u> (em direção a audiência de fora)		
27	Manuseio das audiências/público (mídia)	→	

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
CONDIÇÕES Circunstâncias	1	Localização	Local físico (ambiente - privacidade)	
	2		Disponibilidade de recursos para conferência (conjunta)	Mecanismo para acompanhamento
	3	Disponibilidade de canais de comunicação	→	Disponibilidade de canais de comunicação
	4	Língua escolhida para conferências (local - estrangeira)	→	Língua (s) utilizada (s) para redação do acordo
	5	Presença de tradutores	→	
	6		Tipos de fóruns (plenário, trabalho, etc.)	
	7		Duração das seções	
	8		Pressão de tempo (conjunta)	
	9	Número de negociadores	→	

10	Experiências conjuntas anteriores (extensão)	→	
11	Sub-cultura do negociador	→	Sub-cultura do negociador
12	Uso de diretores vs. Agentes, Advisors	→	Uso de diretores vs. Agentes, Advisors
13	Instituições comuns e normas	→	Instituições comuns e normas
14	Semelhanças dos costumes da indústria	→	Costumes da indústria
15	Códigos de conduta profissional	→	
16	Avaliação de terceiros neutros	→	Avaliação de terceiros neutros
17	Audiências (mídia, constituintes)		Audiências
18	Número, tipos		Número, tipos

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
CONDIÇÕES Competências (<i>Capabilities</i>)	1	Experiência de negociação (memória)	→	Experiência de negociação (memória)
	2	Conceito de processo de negociação	→	
	3	Valores e padrões profissionais	→	Valores e padrões profissionais
	4	Disposições, motivações	→	Disposições, motivações
	5	Experiência significativa e analítica	→	Experiência significativa e analítica
	6	Habilidades de comunicação	→	Habilidades de comunicação
	7	Fluência em língua estrangeira	→	
	8	Funções na empresa e times	→	Funções na empresa
	9	Status, autoridade e responsabilidade	→	Status, autoridade e responsabilidade
	10	Recursos (ex: suporte de colaboradores)	→	Recursos
	11	Alternativas a esta negociação (MANNA)	→	

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
CONDIÇÕES Culturas	1	Estrutura de controle organizacional	→	Estrutura organizacional
	2	Envolvimento da alta gerência (diretoria)	Extensão do suporte, intervenção	

3	Disponibilidade de canais de comunicação	→	
4	Cultura corporativa	→	Cultura corporativa
5	Coleta de informações	→	Coleta de informações
6	Colegialidade	→	
7	Políticas de remuneração da companhia	→	Remuneração dos negociadores
8	Laços do grupo empresarial (natureza)	→	Laços do grupo empresarial (natureza)
9	Cultura nacional, língua (s) dominante	→	Cultura nacional (língua)
10	Tradições étnicas	→	Tradições étnicas
11	Ideologia	→	Ideologia

FOCO		Fases da negociação (tempo)		
Nível de análise	Nº	Pré-negociação	Negociação	Pós-negociação
CONDIÇÕES Ambiente	1	Sistema(s) econômico(s) (natureza básica)	→	Sistema (s) econômico (s)
	2	Condições atuais (mercado, indústria)	→	Condições atuais
	3	Taxas de câmbio de moedas estrangeiras	→	Taxas de câmbio de moedas estrangeiras
	4	Sistema(s) legal(is) (natureza básica)	→	Sistema(s) legal(is)
	5	Regras de comércio	→	Regras de comércio
	6	Relacionamento empresa-governo	→	Relacionamento empresa-governo
	7	Políticas e ações governamentais de <i>host</i>	→	Políticas e ações governamentais de <i>host</i>
	8	Clareza, continuidade (riscos)	→	Execução dos acordos
	9	Políticas e ações dos governos locais	→	Políticas e ações dos governos locais
	10	Clareza, consistência	→	
	11	Tratados e conflitos bilaterais	→	Tratados e conflitos bilaterais
	12	Acordos e conflitos multilaterais	→	Acordos e conflitos multilaterais
	13	Pressões de grupos de interesse nas companhias	→	Pressões de grupos de interesse nas companhias

ANEXO B – Dimensões, Categorias e Variáveis da Estrutura Analítica Proposta

		Estrutura Analítica - Elementos integrantes do referencial sobre Fusões e Aquisições		
Nº	Nº	Dimensões	Elementos / Variáveis	Referências Teóricas
1	1	1. Macro objetivos	Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma	FIRTH (1980), Cartwright e Cooper (1999), Copeland, Koller e Murrin (2006), Bradley <i>et al.</i> (1988), Bruner (2004, p.37), Malaga (2007, p.83) - Lewellen (1971), Gaughan (2002) e Bruner (2004) - TERJESEN (2011)
2	2		Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial	FIRTH (1980), Cartwright e Cooper (1999), Camargos e Barbosa (2003) - MANNE, 1965; MUELLER, 1969; GORT, 1969; JENSEN, 1986; SCHERER e ROSS, 1990; e KLOECKNER, 1994 - Málaga (2007, p.83) - Roll (1986), Berkovitch e Narayanam (1993) e Malmendier e Tate (2004) -
1	3	2. Caráter da operação	Estratégicas (aprimorar posicionamento)	DÉTRIE, <i>et al.</i> (1997)
2	4		Oportunistas (ganhos de curto prazo)	DÉTRIE, <i>et al.</i> (1997)
1	5	3. Motivações	Estratégicas (aprimorar posicionamento)	DÉTRIE, <i>et al.</i> (1997)
2	6		Oportunistas (ganhos de curto prazo)	DÉTRIE, <i>et al.</i> (1997)
3	7		Expansão geográfica	Bower (2001)
4	8		Expansão de produtos	Bower (2001)
5	9		Expansão de mercados	Bower (2001)
6	10		Foco em P&D	Bower (2001)
7	11		Convergência industrial	Bower (2001)
8	12		Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	Camargos e Barbosa (2003) - MANNE, 1965; MUELLER, 1969; GORT, 1969; JENSEN, 1986; SCHERER e ROSS, 1990; e KLOECKNER, 1994, Málaga (2007, p.83) - Segall (1968) e Eckbo (1983)
9	13		Reduzir excesso de capacidade na indústria	Bower (2001)
10	14		Busca por Crescimento	Málaga (2007, p.83) - Gaughan (2002)
11	15		Suprir <i>Gaps</i> de competências	COOLS <i>et al.</i> (2003), Hindery (2003), Brealey e Myers (1998)
12	16		Montar um novo modelo de negócio	COOLS <i>et al.</i> (2003), Hindery (2003)
13	17		Busca por Economia de custos	COOLS <i>et al.</i> (2003), Hindery (2003), Brealey e Myers (1998), Camargos e Barbosa (2003) - MANNE, 1965; MUELLER, 1969; GORT, 1969; JENSEN, 1986; SCHERER e ROSS, 1990; e KLOECKNER, 1994 -

14	18		Redução do Risco de Insolvência	Camargos e Barbosa (2003) - MANNE, 1965; MUELLER, 1969; GORT, 1969; JENSEN, 1986; SCHERER e ROSS, 1990; e KLOECKNER, 1994
15	19		Redução dos custos financeiros	Brealey e Myers (1998)
16	20		Compensações e Incentivos Tributários	Brealey e Myers (1998), Camargos e Barbosa (2003) - MANNE, 1965; MUELLER, 1969; GORT, 1969; JENSEN, 1986; SCHERER e ROSS, 1990; e KLOECKNER, 1994
17	21		Maior controle do processo produtivo	Brealey e Myers (1998)
18	22		Diversificação	Brealey e Myers (1998)
19	23		Custos de Reposição e Valores de Mercado	Camargos e Barbosa (2003) - MANNE, 1965; MUELLER, 1969; GORT, 1969; JENSEN, 1986; SCHERER e ROSS, 1990; e KLOECKNER, 1994
20	24		Comportamento de Massa	Málaga (2007, p.83) - Kelly (1994), Gleick (1998) e Toxvaerd (2002)
21	25		Expectativas Assimétricas	Camargos e Barbosa (2003) - MANNE, 1965; MUELLER, 1969; GORT, 1969; JENSEN, 1986; SCHERER e ROSS, 1990; e KLOECKNER, 1994
22	26		Choques Setoriais	Málaga (2007, p.83) - Gort (1969), Schoenberg e Reeves (1999), Mitchell e Mulherin (1996), Gaughan (2002) e Jovanovic e Rousseau (2002)
1	27	4. <i>Fit</i> estratégico	Idêntico / Com sobreposição/ Dual	SHELTON (1988, p.280), Larson (1990, p. 209)
2	28		Complementaridade-relacionada	SHELTON (1988, p.280), Larson (1990, p. 209), SALTER & WEINHOLD (1981)
3	29		Suplementaridade-relacionada	SHELTON (1988, p.280), Larson (1990, p. 209), SALTER & WEINHOLD (1981)
4	30		Não relacionada	SHELTON (1988, p.280), Larson (1990, p. 209)
1	31	5. Tipologias	Vertical	Larson (1990, p. 209)
2	32		F&A com sobreposição	Larson (1990, p. 209)
3	33		Complementaridade de Mercado	Larson (1990, p. 209)
4	34		Complementaridade de Produto	Larson (1990, p. 209)
5	35		Complementaridade Vertical	Larson (1990, p. 209)
6	36		Complementaridade Dual (dupla)	Larson (1990, p. 209)
7	37		F&A Não Relacionadas	Larson (1990, p. 209)
1	38	6. Objetivos sinérgicos	Otimização do fluxo de caixa das empresas combinadas	SALTER & WEINHOLD (1981)

2	39		Mesmo fluxo de caixa com menor risco e variabilidade	SALTER & WEINHOLD (1981)
1	40	7. Sinergias positivas	Sinergia de gestão	LARSON (1990), WIND & MAHAJAN (1985)
2	41		Redução de riscos	WIND & MAHAJAN (1985)
3	42		Habilidade para gerar melhores estratégias	WIND & MAHAJAN (1985)
4	43		Compartilhamento de recursos (ex: pesquisa de mercado)	WIND & MAHAJAN (1985)
5	44		Sinergias de receita/vendas	SCHWEIGER e VERY (2003), WIND & MAHAJAN (1985)
6	45		Poder de mercado	SCHWEIGER e VERY (2003), LARSON (1990)
7	46		Aumento do <i>market-share</i>	TERJESEN (2011)
8	47		Segmentos de mercados comuns	WIND & MAHAJAN (1985)
9	48		Potencial de venda cruzada	TERJESEN (2011)
10	49		Produtos existentes através de novos canais	HARDING e ROVIT (2005)
11	50		Novos produtos através de novos canais	HARDING e ROVIT (2005)
12	51		Sinergia operacional	LARSON (1990), WIND & MAHAJAN (1985)
13	52		Sinergias de custo	SCHWEIGER e VERY (2003)
14	53		Redução de custos fixos	TERJESEN (2011)
15	54		Compartilhamento de overhead	WIND & MAHAJAN (1985)
16	55		Maiores economias de escala	TERJESEN (2011)
17	56		Compartilhamento de facilidades e pessoas	WIND & MAHAJAN (1985)
18	57		Racionalização de instalações	HARDING e ROVIT (2005)
19	58		Recursos mais eficientes de distribuição	TERJESEN (2011)
20	59		Canais de distribuição comuns	WIND & MAHAJAN (1985)
21	60		Atividades operacionais compartilhadas	HARDING e ROVIT (2005)
22	61		Compartilhamento de compras	WIND & MAHAJAN (1985)
23	62		Força de vendas comuns	WIND & MAHAJAN (1985)
24	63		Propaganda e promoção de vendas comuns	WIND & MAHAJAN (1985)
25	64		Administração conjunta das vendas	WIND & MAHAJAN (1985)
26	65		Funções corporativas duplicadas	HARDING e ROVIT (2005)

27	66		Sinergias de investimento	WIND & MAHAJAN (1985)
28	67		Uso conjunto de plantas e equipamentos	WIND & MAHAJAN (1985)
29	68		Estoques de matéria-prima comuns	WIND & MAHAJAN (1985)
30	69		Compartilhamento de P&D e engenheiros	WIND & MAHAJAN (1985)
31	70		Sinergias intangíveis (marcas, compartilhamento de conhecimento e <i>know how</i>)	SCHWEIGER e VERY (2003), HASPESLAGH e JEMISON (1991)
32	71		Extensão de nomes de marcas	HASPESLAGH e JEMISON (1991)
33	72		Compartilhamento de conhecimento e <i>know how</i>	HASPESLAGH e JEMISON (1991)
34	73		Sinergia financeira	LARSON (1990)
35	74		Redução/Aproveitamento de impostos	TERJESEN (2011)
36	75		Redução do custo de capital e proteção de riscos	LARSON (1990)
1	76	8. Sinergias negativas	Sinergias negativas	SCHWEIGER e VERY (2003)
2	77		Subestimar custos relacionados ao processo de integração	SIROWER (1997)
3	78		Perda do foco no core business resultando em perda de participação no mercado	SIROWER (1997)
4	79		Perda de clientes decorrente da supressão de um concorrente, excesso de concentração leva a mudança de fornecedor por parte do cliente	SIROWER (1997), WIND & MAHAJAM (1985, p.5)
5	80		Baixo entendimento dos fundamentos da sinergia induzindo ao sobrepreço (pela aquisição) e desperdício de recursos	SIROWER (1997)
6	81		Mau planejamento do processo de integração	LARSON (1990)
Nº	Nº		Estrutura Analítica - Elementos integrantes do referencial sobre Negociação	
		Dimensões	Elementos / Variáveis	Referências Teóricas
1	1	9. Condições	Ambiente	WEISS (1993); Thomas (1976, pp. 912-930); Koehan and Katz (1988, pp. 1-18); Fayerweather and Kapoor's (1976, pp. 29-45); Tung (1988)

2	2		Circunstância	WEISS (1993); Thomas (1976, pp. 912-930); Fayerweather and Kapoor's (1976, pp. 29-45)
3	3		Competências	WEISS (1993); VAZ (2002); Thomas (1976, pp. 912-930); Fayerweather and Kapoor's (1976, pp. 29-45)
4	4		Cultura	WEISS (1993); Thomas (1976, pp. 912-930); Graham's (1987, p. 168)
5	5		Contexto	Duzert (2007); LEMPEREUR <i>et al.</i> (2009); Tung (1988) Axelrod (1984)
1	6	10. Conteúdo	Pauta negociial	WEISS (1993)
2	7		Interesses	Duzert (2007); (FISHER; URY; PATTON, 1994, p.15); MCKEARNAN e FAIRMAN (1999); Fayerweather and Kapoor's (1976, pp. 29-45)
3	8		Opções	Duzert (2007); FISHER e URY (1981); MCKEARNAN e FAIRMAN (1999)
4	9		Alternativas	Duzert (2007); SEBENIUS e LAX (1987); FISHER e URY (1981); BAZERMAN (2001); MNOOKIN, PEPPET e TOLUMELO (2000)
5	10		Poder	Duzert (2007); SEBENIUS e LAX (1987); FISHER e URY (1981); BAZERMAN (2001); MNOOKIN, PEPPET e TOLUMELO (2000)
6	11		BATNA / MAANA	FISHER e URY (1981), BAZERMAN (2001), DIETMEYER e KAPLAN (2004), Poder/Opções - Duzert (2007, p.74), Competências - WEISS (1993)
7	12		Conformidade / Legalidade	Duzert (2007); LEMPEREUR <i>et al.</i> (2009)
8	13		Legitimidade	Duzert (2007); LEMPEREUR <i>et al.</i> (2009); Dixit e Nalebuff (1991)
1	14	11. Atuação	Processo	Duzert (2007); Koehan and Katz (1988, pp. 1-18); Tung (1988)
2	15		Comunicação	Duzert (2007); GUIRADO (2008); FISHER <i>et al.</i> (1994)
3	16		Interações	Duzert (2007); GUIRADO (2008)
4	17		Relacionamento	WEISS (1993); Duzert (2007); Walton and McKersie (1965.. pp. 281ff); Koehan and Katz (1988, pp. 1-18)
5	18		Comportamento	WEISS (1993); Bazerman (1983)
6	19		Concessões / Compromisso	Duzert (2007); Pessoa (2009); Raiffa 1982; Schelling (1960); (Deutsch 1973; Pruitt 1981); Graham's (1987, p. 168); Fayerweather and Kapoor's (1976, pp. 29-45); Dixit e Nalebuf (1991)
7	20		Critério	Duzert (2007); FISHER e URY (1981); Fayerweather and Kapoor's (1976, pp. 29-45)
8	21		Cognição	Duzert (2008)

9	22		Tempo	FISHER <i>et al.</i> (1994); Carpenter and Kennedy (1988); Susskind and Cruikshank (1987)
10	23		Zona de Possível Acordo (ZOPA)	Mnookin <i>et al.</i> (2000), HARVARD (2003), RAIFFA (2002), Otimização Econômica - Duzert (2007, p.74)
11	24		Interesses Comuns / Conflitantes	Relacionamento - WEISS (1993), Fayerweather and Kapoor's (1976, pp. 29-45)
12	25		Formas de Negociação	Duzert (2007, p.74)
13	26		Estilo de negociação	Walton e Mckersie (1965), Pessoa (2009)
1	27	12. Avaliação	Controles	Duzert (2007, p.74)
2	28		Racionalidade	Duzert (2007, p.74)
3	29		Riscos	Duzert (2007, p.74)
4	30		Otimização Econômica	Duzert (2007, p.74)
5	31		Ética	Duzert (2007, p.74)
6	32		Equidade	Duzert (2007, p.74)
7	33		Sustentabilidade	Duzert (2007, p.74)
8	34		Produtividade	Duzert (2007, p.74)
9	35		Emoções	Duzert (2007, p.74)
10	36		Sistema Autopoiético	Duzert (2007, p.74)

ANEXO C – Questionário Base Aplicado em Excel

		Campos de análise		
A	A	Dados do respondente		Conceitos / Explicações
1	1	Nome do respondente	Indicar nome	
2	2	Idade	Indicar idade	
3	3	Experiência pregressa em Fusões e Aquisições (tempo de atuação)	Indicar tempo de atuação em F&A	

B	B	Caracterização das empresas / interesses		Conceitos / Explicações
		Parte	Contraparte	
4	1	Partes envolvidas	Indicar o nome	Indicar o nome
5	2	Papel das partes (compradora/vendedora)		Indicar o nome
6	3	Parte assessorada		Indicar o nome
7	4	Indústria/Mercado		Indicar o nome
8	5	% de participação almejada pelas partes		Indicar o nome
9	6	Objetivo das partes		Indicar o nome
10	7	Status operacional		Indicar o nome

11	8	Objeto transacionado			Selecionar entre cada uma das opções disponíveis: 1. Ativos; 2. Empresa operacional; 3. Projeto; Concessão; 4. Empresa Operacional+Projeto; 5. Empresa Operacional+Ativo
12	9	Faturamento das partes	Indicar faturamento aproximado	Indicar faturamento aproximado	Indicar faturamento de cada uma das empresas
13	10	Porte aproximado da operação (Equity Value)	Indicar porte aproximado	Indicar porte aproximado	Indicar proposta final de cada uma das partes
14	11	Aporte de capital (Interesse – Cash In / Cash Out)			Indicar a posição de cada uma das partes na negociação

C	C	Atratividade estratégica	Conceitos / Explicações				
C.1	C.1	Motivações estratégicas					
15	1	Macro objetivos	<p>(A) Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma - Parte do pressuposto de que os gestores buscam maximizar o valor para os acionistas, e, portanto, busca maximizar o valor da firma, desta forma, uma operação de F&A se justificaria se esta resultar em geração de valor para os acionistas, seja decorrente de sinergias, aumento do poder de monopólio, substituição de administradores ineficientes, etc.</p> <p>(B) Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial - Incorpora os interesses pessoais dos gestores, que além de buscarem uma performance satisfatória na empresa, tentarão aumentar sua utilidade (aumento de salário e poder, diminuição da possibilidade de demissão, etc.) com o pretexto de maximizar o valor para os acionistas.</p>				
		Alternativas de resposta (marcar um X nos campos azuis):	A > B	A = B	$\frac{A}{B} < A$	A	B
16	2	Caráter da operação	<p>(A) Estratégicas (aprimorar posicionamento) - Buscam aprimorar o posicionamento (em relação a outras empresas) através da realização de sinergias ao combinarem diferentes empresas.</p>				

		(B) Oportunistas (ganhos de curto prazo) - Busca de ganhos de curto prazo, seja por meio da otimização da gestão e dos resultados da empresa adquirida ou em função de uma subavaliação implícita no valor de mercado de determinada empresa que se acredita ter valor superior.								
		Alternativas de resposta (marcar um X nos campos azuis):	A > B	A = B	A < B	A => B	A <= B	A + B		
		Visão voltada para o mercado (Externa)	Marcar com "X" qual das motivações estavam presentes e depois ordenar de maior importância (1) para menor importância (6)						Marcar	Ordenar
17	3	Expansão geográfica	Expansão em novas geografias, preservando o core business e linhas de produtos principais							
18		Expansão de produtos ou extensão de mercados	Foco na extensão da linha de produtos ou cobertura internacional. Seguidamente 2 empresas vendem produtos similares mas em mercados diferentes ou diferente produtos em mercados similares. Marcas geralmente é a motivação principal.							
19		Foco em P&D	Foco em adquirir ou realizar uma fusão para acessar novas tecnologias.							
20		Convergência industrial	Motivado por uma "aposta" que uma nova indústria está surgindo e o desejo de ter uma posição nesta indústria							
21		Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	Motivado como uma reação competitiva ou busca por domínio de mercado sobre volumes e preços, envolve absorver elevada participação de mercado e reduzir competição.							
22		Reduzir excesso de capacidade na indústria	Em empresas que competem diretamente entre si, operações podem ser motivadas por captura de sinergia de sobrecapacidade através da racionalização de operações e desativação de fabricas							
		Visão voltada para a firma (Interna)	Marcar com "X" qual das motivações estavam presentes e depois ordenar de maior importância (1) para menor importância (6)						Marcar	Ordenar
23	4	Busca por Crescimento	As empresas podem escolher alcançar esse objetivo fomentando um crescimento gerado internamente ou através de crescimento inorgânico (fusões e aquisições). O crescimento gerado internamente pode ser um processo lento e incerto, enquanto aquele gerado através de aquisições é rápido e mais seguro, apesar de carregar consigo incertezas de outras naturezas.							

24		Suprir <i>Gaps</i> de competências	Busca por competências não desenvolvidas que a outra empresa possui		
25		Montar um novo modelo de negócio	Busca montar rapidamente um novo modelo de negócio com as empresas combinadas		
26		Busca por Economia de custos	Busca por uma operação combinada que se beneficie de menores custos de operação e gestão		
27		Redução do Risco de Insolvência	Busca reduzir riscos financeiros (insolvência) através da combinação com empresa com maior solidez financeira		
28		Redução dos custos financeiros	Busca otimizar custos financeiros através da combinação com empresa que se beneficie de menores taxas de captação de recursos.		
29		Compensações e Incentivos Tributários	Busca capturar compensações tributárias (ex: prejuízos acumulados) e/ou incentivos.		
30		Maior controle do processo produtivo	Busca maior controle do processo produtivo, geralmente através de uma integração vertical.		
31		Diversificação	Busca reduzir concentração no seu negócio principal e/ou entrar em um novo segmento de negócio.		
		Fatores circunstanciais (Timing / Momentum)	Marcar com "X" qual das motivações estavam presentes e depois ordenar de maior importância (1) para menor importância (6)	Marcar	Ordenar
32	5	Custos de Reposição e Valores de Mercado	Situação existente quando os custos de reposição dos ativos de uma firma forem maiores que o seu valor de mercado; isto é, quando a razão "Q de Tobin" (valor de mercado / valor patrimonial) de uma firma for menor do que a unidade ("Q de Tobin" < 1)		
33		Comportamento de Massa	O comportamento de massa poderia ser capaz de produzir bolhas especulativas e quebras no mercado acionário (TOXVAERD, 2002, p.76). Alguns autores, incluindo Kelly (1994) e Gleick (1998), apontam que tal comportamento, que geraria a sensação "Eu não quero ou não posso ficar de fora" nos gestores, seria um dos motivadores das atividades de aquisição. Estes gestores não conseguiriam lidar psicologicamente com as ondas de aquisições, principalmente nos setores de atuação de suas empresas.		
34		Expectativas Assimétricas	Diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra.		

35		Choques Setoriais	Mudanças não esperadas na demanda, na tecnologia disponível, nos movimentos do mercado de capitais e nas barreiras de entrada setoriais gerando diversas operações de fusões e aquisições.										
C.2	C.2	<i>Fit</i> estratégico (Shelton)											
		Relação entre as empresas	Marcar	Nenhuma	Baixa	Média	Alta						
36		(i) similaridade de clientes servidos,						Marcar com "X" qual das relações estavam presentes e depois indicar com "X" o nível de intensidade estimado					
37		(ii) similaridade de produtos vendidos,											
38		(iii) tecnologia similar utilizada na produção											
39		(iv) semelhança na proposta servida.											
40	C.3	Enquadramento no <i>Fit</i> estratégico	1º	2º	Marcar com "X" qual o <i>Fit</i> estratégico predominante na operação, segundo Figura à direita. Marcar com "X", caso em sua opinião, exista um 2º <i>Fit</i> estratégico, porém em menor intensidade na operação.								
	2	1. Idêntico											
		2. Suplementaridade-relacionada											
		3. Complementaridade-relacionada											
		4. Não relacionada											
		<p>Adicionando novos produtos</p> <table border="1"> <tr> <td>Complementaridade-relacionada: ▪ Novos produtos ▪ Clientes semelhantes (3)</td> <td>Não-relacionada: ▪ Novos produtos (4) ▪ Novos clientes</td> </tr> <tr> <td>Idêntica: ▪ Produtos semelhantes (1) ▪ Clientes semelhantes</td> <td>Suplementaridade-relacionada: ▪ Produtos semelhantes (2) ▪ Novos clientes</td> </tr> </table> <p>Servindo novos clientes</p>								Complementaridade-relacionada: ▪ Novos produtos ▪ Clientes semelhantes (3)	Não-relacionada: ▪ Novos produtos (4) ▪ Novos clientes	Idêntica: ▪ Produtos semelhantes (1) ▪ Clientes semelhantes	Suplementaridade-relacionada: ▪ Produtos semelhantes (2) ▪ Novos clientes
Complementaridade-relacionada: ▪ Novos produtos ▪ Clientes semelhantes (3)	Não-relacionada: ▪ Novos produtos (4) ▪ Novos clientes												
Idêntica: ▪ Produtos semelhantes (1) ▪ Clientes semelhantes	Suplementaridade-relacionada: ▪ Produtos semelhantes (2) ▪ Novos clientes												
C.3	C.3	Tipologias (Parker)	Marcar	Marcar com "X"									

41	1	1. F&A com Sobreposição		qual a tipologia predominante na operação, segundo Figura direita.	Relação com a Produção	Relação com o mercado			
		2. F&A complementar - de Dual (Dupla)				Mesmo país principal		Diferentes países principais	
		2. F&A complementar - de Mercado				Mesmo grupo de clientes principais	Diferente grupo de clientes principais		
		2. F&A complementar - de Produto				Mesma produção principal	F&A com sobreposição		Mercado
		2. F&A complementar - Vertical				Principais input e/ou processos semelhantes	Dual		
		3. F&A não relacionada				Long-linked	Vertical		
					Não relacionada	Produto	F&A não relacionado		
C.4	C.4	Sinergias							
42	C.4.i	Objetivos sinérgicos	A	B	A + B	Marcar o que melhor se enquadra na operação	(A) Otimização do fluxo de caixa das empresas combinadas		
							(B) Mesmo fluxo de caixa com menor risco e variabilidade		
C.4.i	C.4.i	Sinergias	Marcar com "X" a intensidade de cada fator (colunas "E" até "I"), em seguida ordenar por ordem de importância as mais relevantes (coluna "J")						
		Escala de sinergias	< 0	0	1	2	3	Ordenar	
			Negativa	Zero	Baixa	Média	Forte		
43	1	Sinergia de gestão (otimização da gestão)							
44		Redução de riscos							
45		Habilidade para gerar melhores estratégias							
46		Compartilhamento de recursos (ex: pesquisa de mercado e pessoas)							
47		Outra (indicar fonte de sinergia)							
								Caso ocorra a existência de alguma sinergia relevante que não esteja prevista, sinalizar a fonte da sinergia e mensurar a intensidade	

48		Sinergia de vendas (otimização das vendas)						
49		Poder de mercado						Através do movimento em direção ao monopólio com aumento do preço de produtos e redução de custos de fornecedores
50		Aumento de <i>market-share</i>						Aumento da participação no mercado
51	2	Produtos existentes através de novos canais						Potencial para realização de venda cruzada
52		Novos produtos através de novos canais						Novos produtos a serem desenvolvidos e vendidos por novos canais de distribuição
53		Outra (indicar fonte de sinergia)						Caso ocorra a existência de alguma sinergia relevante que não esteja prevista, sinalizar a fonte da sinergia e mensurar a intensidade
54		Sinergia operacional (redução de custos)						
55		Maiores economias de escala						Economia da compra de insumos e redução de custos variáveis por aumento da escala de vendas
56		Racionalização de instalações						Recursos mais eficientes de distribuição, Canais de distribuição comuns
57	3	Atividades operacionais compartilhadas						Decorrente por exemplo de: compartilhamento de compras, força de vendas comuns, propaganda e promoção de vendas comuns, administração conjunta das vendas
58		Funções corporativas duplicadas						Possibilidade de redução de pessoal devido a existência de funções duplicadas
59		Outra (indicar fonte de sinergia)						Caso ocorra a existência de alguma sinergia relevante que não esteja prevista, sinalizar a fonte da sinergia e mensurar a intensidade
60		Sinergia financeira						
61	4	Redução/Aproveitamento de impostos						Existência de prejuízos fiscais acumulados no BP ou outros benefícios de incentivos fiscais

62		Redução do custo de capital e proteção de riscos							Redução de despesas financeiras e redução de riscos de insolvência
63		Outra (indicar fonte de sinergia)							Caso ocorra a existência de alguma sinergia relevante que não esteja prevista, sinalizar a fonte da sinergia e mensurar a intensidade
64		Sinergia de investimento							
65		Uso conjunto de plantas e equipamentos							
66		Estoques de matéria-prima comuns							
67	5	Compartilhamento de P&D e engenheiros							
68		Outra (indicar fonte de sinergia)							Caso ocorra a existência de alguma sinergia relevante que não esteja prevista, sinalizar a fonte da sinergia e mensurar a intensidade
69		Sinergias intangíveis							
70		Extensão de nomes de marcas							
71	6	Compartilhamento de conhecimento e <i>know how</i>							
72		Outra (indicar fonte de sinergia)							Caso ocorra a existência de alguma sinergia relevante que não esteja prevista, sinalizar a fonte da sinergia e mensurar a intensidade

D	D	Negociação	Parte	Contraparte	Conceitos / Explicações	
D.1	D.1	Caracterização da negociação				
73	1	Formas de negociação	4. Com o auxílio de agentes/advisor	4. Com o auxílio de agentes/advisor	Selecionar entre as 10 opções disponíveis à esquerda	

74	2	Relacionamento prévio entre as partes			Marcar "Sim" ou "Não" à esquerda
75	3	Experiência progressa em operações de Fusões e Aquisições			Marca à esquerda: Nula, Baixa, Média ou Alta
76	4	Existência de advisor pelas partes	Parte	Contraparte	Marcar com "X" em caso de existência
77		Advisor financeiro			
78		Advisor legal			
79	5	Assinatura de documentos (NDA, MOU, LOI, AA, ACV, etc.)			Indicar quais foram assinados e quais foram desenvolvidos e não assinados. NDA: Acordo de confidencialidade; LOI: Letter of intention, MOU: Memorando de entendimentos, AA: Acordo de acionistas, ACV: Acordo de compra e venda, etc.
80	6	Documentos desenvolvidos mas não assinados (NDA, MOU, LOI, AA, ACV, etc.)			
81	7	Documentos de suporte desenvolvidos (1. Teaser, 2. Infomemo, 3. Tese de investimento, 4. Avaliação da empresa, 5. Avaliação das sinergias, etc.)			Indicar quais foram desenvolvidos prioritariamente pela Parte assessorada. Se for de conhecimento indicar documentos desenvolvidos pela Contraparte.
82	8	Ocorrência de due dilligence			Marcar "Sim" ou "Não" à esquerda
83	9	Duração das negociações			Estimativa em meses
84	10	Existência de alternativas a			Marcar entre as opções: 1. Sim, existia outro negócio em andamento; 2. Sim, existiam outros negócios em

		negociação (BATNA)				andamento; 3. Não; 4. Provavelmente Sim; 5. Provavelmente Não.	
85	11	Comprometimento com a negociação				Marcar à esquerda: Baixa, Média ou Alta	
86	12	Enquadramento final estimado na ZOPA, segundo a sua percepção. Marcar uma das opções (A, B ou C)					
87	13	Classifique como foi predominantemente o processo de negociação (cooperativo ou competitivo) predominante para a Parte e a Contraparte					
		Cooperativa (foco em interesses)	Parte		Contraparte	Marque com um "X" a alternativa predominante para cada uma das partes.	
		Competitiva (foco em posições)					
88	14	Pressões incentivando a concretização do negócio		1. Responda livremente as questões a esquerda; 2. Classifique por relevância (0 - 3) na coluna "L"; e 3. Ordene numericamente na coluna da direita "N" classificando da mais relevante (1) para a menos relevante (7) com relação ao	1. Responder	2. Intensidade	3. Ordenar
		Ausência de sucessão			Resposta livre		
89		Dificuldades financeiras da empresa / risco de insolvência			Resposta livre		
90		Existência de outros projetos melhores para investimento facilitando a negociação			Resposta livre		
91		Problemas entre acionistas (Crise societária)			Resposta livre		
92		Entrada de legislação/regulamentação específica			Resposta livre		
93		Dependência de fechamento da negociação			Resposta livre		
94	Cenário econômico princípio a transação (Euforia / Depressão – Timing)		Resposta livre				

95		Outras, quais?	incentivo ao negócio.	Resposta livre		
----	--	----------------	-----------------------	----------------	--	--

D.2	D.2	Caracterização do Impasse / Impedimentos para a concretização do negócio	As respostas abaixo devem focar na relação com o impasse/impedimentos para avançar na negociação			Conceitos / Explicações
		1. Marque com um "X" os fatores presentes na operação; 2. Classifique por relevância (0 - 3) na coluna "L"; e 3. Ordene numericamente na coluna da direita "N" classificando da mais relevante (1) para a menos relevante (14) no estabelecimento do impasse / impedimento.				
		Fatores e Impedimentos que caracterizaram o impasse na negociação	1.Marcar	2.Intensidade	3.Ordenamento	
96	1	Relacionado a precificação				
97	2	Relacionado a estrutura proposta				
		Relacionado a riscos				
98	3	Riscos legais / ambientais				
99	4	Riscos financeiros				
100	5	Riscos estratégicos				
101	6	Riscos conjunturais				
102	7	Outros riscos				
103	8	Balanceamento de riscos ficou desequilibrado na estrutura proposta				
104	9	Relacionado a motivos de força maior				
105	10	Relacionado a veto por acionista específico ou pelo conselho de administração				
106	11	Relacionado a idoneidade / conduta (ética) de uma das partes				
107	12	Complexidade de operação dificultou o avanço da operação (muitas partes envolvidas, interesses diversos, etc.)				
108	13	Mudanças radicais na estrutura / estratégia de uma das empresas				
109	14	Outros, quais?				

D.3	D.3	Caracterização da relação / comportamentos na negociação				
		Relacionamento entre as partes	1.Responder			
110	1	Os fatores culturais entre os negociadores tiveram impacto relevante no avanço das negociações?	Resposta livre			

111		O relacionamento entre as partes ficou em algum nível prejudicado após a negociação?	Resposta livre
112		A relação na negociação acabou se fragmentando em diversos níveis hierárquicos prejudicando a negociação?	Resposta livre
		Comportamento entre as partes	1.Responder
113	2	Durante a negociação o comportamento de uma das partes chegou a comprometer toda a negociação?	Resposta livre
114		Durante a negociação o comportamento negativo de uma das partes culminou na troca da interlocução para a continuidade da negociação?	Resposta livre
115		A negociação foi predominantemente racional ou emocional?	Resposta livre

ANEXO D – Base de Dados e Relações de Influências Comentadas

O foco desta seção está nas micro-relações de influências identificadas, detalhando os resultados parciais sob a perspectiva de três grupos: Alto *Fit* Estratégico, Baixo *Fit* Estratégico e Sem *Fit* Estratégico. Também é apresentada a base de dados analisada, e se repete alguns dos resultados relacionados as quatro macrorrelações principais, no entanto, em forma de tabelas, ao invés do formado em gráficos o que permite uma visualização mais detalhada.

A Fase 1 é composta da análise majoritária dos elementos estruturantes do arcabouço teórico sobre Fusões e Aquisições, notadamente, (1) *Fit* Estratégico (Shelton, 1988), (2) Tipologias (Larson, 1990), (3) Sinergias (Integração de vários autores) e (4) Caráter da operação (Détrie *et al.*, 1997) que definiu os (5) principais agrupamentos para a segunda etapa, avaliando os (6) resultados das relações entre os agrupamentos e os casos que alcançaram acordos e os que não alcançaram acordos, ao mesmo tempo, identificando o posicionamento final dos grupos na (7) Zona de Possível Acordo. (Mnookin *et al.*, 2000)

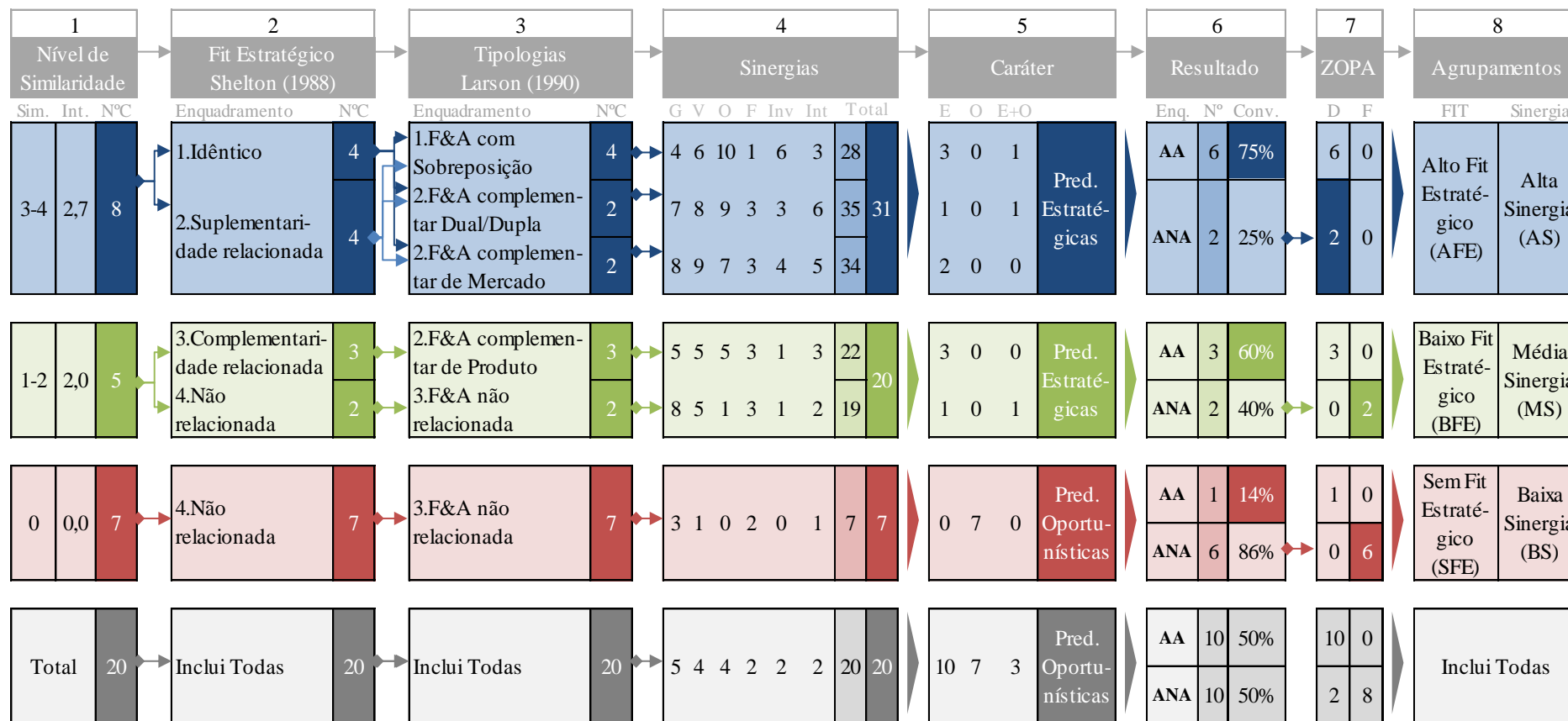
A Fase 2 objetiva analisar os elementos de negociação identificados no referencial teórico e nas seções de *brainstorming* presentes nos casos sob a perspectiva dos grupos definidos, integrando (1) Desafios (pressões verso impedimentos), (2) Interesses divergentes, (3) Análise de competências, (4) Comprometimento com a negociação, (5) Evolução da negociação e (6) Aspectos relacionais e comportamentais.

FASE 1 - ELEMENTOS ANALISADOS SOBRE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Esta fase da análise é composta por oito etapas (1) Nível de Similaridade, (2) *Fit* Estratégico, (3) Tipologias, (4) Sinergias (Gestão + Vendas + Operacionais + Financeiras + Investimento + Intangíveis), (5) Caráter, (6) Resultado, (7) ZOPA, e, (8) Agrupamentos. Apesar de repetir algumas das análises apresentadas anteriormente, esta seção está mais focada no arcabouço de Fusões e Aquisições, trazendo apenas uma teoria de suporte sobre negociações (Zona de Possível Acordo – ZOPA). Obviamente, esta seção além de confirmar algumas das análises anteriores as complementa trazendo algumas novidades, já que busca uma perspectiva de análise por grupos.

A Etapa 1 buscou analisar o nível de similaridade entre as empresas envolvidas, parte da metodologia de *Fit* Estratégico de Shelton (1988), que avalia quatro possíveis similaridades: (i) similaridade de clientes servidos, (ii) similaridade de produtos vendidos, (iii) tecnologia similar utilizada na produção, (iv) semelhança na proposta servida. Foi analisado tanto o número de similaridades (0-4), quanto a intensidade das similaridades (0-3). As empresas com “0” similaridades foram consideradas Sem *Fit* Estratégico (SFE), as empresas com “1-2” similaridades foram consideradas com Baixo *Fit* Estratégico (BFE) e as empresas com “3-4” similaridades foram consideradas com Alto *Fit* Estratégico (AFE). Estes grupos (SFE, BFE e AFE) serviram de base para agrupar primeiramente os casos para a consecução das demais etapas, conforme mostra a Figura 29.

Figura 29 - Análise dos elementos estruturantes de Fusões e Aquisições nos Casos



Fonte: Preparado e elaborada pelo Autor;

A análise da Figura 29 será dividida em quatro: (i) Grupo com Alto *Fit* Estratégico (azul), (ii) Grupo com Baixo *Fit* Estratégico (verde), (iii) Grupo Sem *Fit* Estratégico (vermelho), e, (iv) Considerações sobre a relação entre as variáveis.

Casos com Alto Fit Estratégico (AFE)

Todos os oito casos enquadrados neste grupo (em azul) apresentaram Nível de Similaridade 4 (máximo) com intensidade média de 2,7, muito próximo do máximo (3). Sob a perspectiva do *Fit* Estratégico, quatro casos foram enquadrados como *Fit* Idêntico (clientes semelhantes e produtos semelhantes) e quatro casos como Suplementaridade-relacionada (novos clientes e produtos semelhantes). Segundo as Tipologias de Larson (1990), quatro casos foram enquadrados como F&A com Sobreposição, dois casos como Complementar *Dual* (Dupla) e dois casos como Complementar de Mercado. Chama atenção o elevado nível médio de sinergias dos oito casos deste grupo (31 pontos), assim como o predomínio do Caráter Estratégico das operações (6 consideradas Estratégicas e 2 Estratégicas + Oportunísticas). Como resultado: 75% dos oito casos tiveram Acordo Alcançado e, em apenas dois o Acordo Não foi Alcançado, no entanto, mesmo os dois casos sem acordo foram considerados dentro da Zona de Possível Acordo, indicando que o impedimento/impasse não esteve relacionado com a precificação.

Casos com Baixo Fit Estratégico (BFE)

Neste grupo foram enquadrados cinco casos (em verde) que apresentaram Nível de Similaridade 1 (2 casos) e 2 (3 casos), com intensidade média de 2 em cada similaridade identificada. Sob a perspectiva do *Fit* Estratégico as três com duas similaridades foram enquadradas como Complementaridade-relacionada (mesmos clientes e novos produtos); já as duas que obtiveram uma similaridade foram consideradas Não relacionadas (sem relação de produto e clientes). O mesmo fato se repetiu segundo as Tipologias de Larson (1990), as três com maior similaridade foram enquadrados como F&A Complementar de Produto e as duas com menor similaridade também como Não relacionada. Este grupo obteve na média um nível mediano de sinergias (20), mesmo assim, se manteve o predomínio do Caráter Estratégico das operações (4 consideradas Estratégicas e 1 Estratégicas + Oportunísticas). Como Resultado: 60% dos cinco casos tiveram Acordo Alcançado, e, em apenas dois o Acordo Não foi Alcançado. Chama atenção que os dois casos sem acordo foram os que obtiveram menor nível de similaridade e considerados Não relacionados estando fora da Zona

de Possível Acordo, indicando que o impedimento/impasse esteve relacionado com a precificação.

Casos Sem Fit Estratégico (SFE)

Neste grupo foram enquadrados sete casos (em vermelho) que apresentaram Nível de Similaridade 0. Sob a perspectiva do *Fit* Estratégico todos os casos considerados Não relacionados (sem relação de produto e clientes). O mesmo fato se repetiu segundo as Tipologias de Larson (1990), sendo novamente os sete casos considerados Não relacionados. Este grupo obteve na média um baixo nível de sinergias (7), e ao contrário dos demais grupos, todos os casos tiveram o Caráter Oportunístico identificado nas operações. Como Resultado: apenas 14% dos sete casos tiveram Acordo Alcançado (1) e em seis casos o Acordo Não foi Alcançado. Chama atenção que seis dos sete casos foram enquadrados fora da Zona de Possível Acordo, indicando que o impedimento/impasse esteve relacionado com a precificação.

Considerações sobre a relação entre as variáveis

Analisando os resultados apresentados na Figura 26 e descritos acima, percebe-se uma forte relação entre o Nível de Similaridade com o enquadramento dos tipos de *Fit* do Shelton (1988), assim como as Tipologias de Larson (1990), que parecem ser complementares, sem divergirem sobre a essência da análise. Quando as similaridades são altas, existe enquadramento estratégico, assim como os níveis de sinergias identificados são igualmente altos, sugerindo haver forte relação entre similaridade e presença de sinergias. Chama atenção que quando existe presença de similaridades, existem sinergias e as operações são consideradas estratégicas, e o contrário ocorre quando não existem similaridades, ou seja, Sem *Fit* Estratégico o nível de sinergia é baixo e ocorre o predomínio do caráter oportunístico, que parece estar intimamente relacionado a maior dificuldade para o alcance de acordos, devido a problemas com precificação. Em tese, quando não existe sinergia é mais difícil de chegar a acordos, pois, o “bolo” para dividir é menor, restando apenas a abordagem

oportunistica para se tirar vantagem na negociação, o que acaba dificultando o alcance de acordos.

FASE 2 - ELEMENTOS ANALISADOS SOBRE NEGOCIAÇÕES

Esta fase da análise é mais extensa que a anterior, sendo composta por seis etapas principais, que continuam a análise da fase anterior, sendo numeradas a partir da etapa Agrupamentos (8), são elas: (9) Desafios, (10) Interesses, (11) Análise de Competências, (12) Comprometimento, (13) Evolução da Negociação, (14) Aspectos Relacionais e Comportamentais. Algumas dimensões analisadas aqui já foram anteriormente citadas quando da análise das macrorrelações, no entanto, aqui o objetivo é detalhar em maior profundidade o que permitirá a confirmação e complementação das relações de influências.

Estas seis etapas incorporam a análise de 92 variáveis agrupadas em 17 categorias: (1) Pressões / Incentivos a fazer negócio, (2) Impedimentos / Riscos (Caracterização do Impasse), (3) Divergências, (4) Competência Negocial – Parte, (5) Competência Negocial – Contraparte, (6) Desequilíbrio de Competências, (7) Competência Jurídica, (8) Comprometimento, (9) Documentos Assinados + Documentos Não Assinados, (10) Documentos de Suporte Desenvolvidos, (11) *Due Dilligence* (Auditoria), (12) Duração da Negociação, (13) Poder Negocial (BATNA), (14) Relacionamento Prévio, (15) Tipo de Negociação, (16) Relação, e, (17) Comportamento.

Devido ao grande número de variáveis analisadas os resultados estão focados nas observações mais relevantes, os quais são exatamente os mais importantes para a consecução do objetivo maior deste trabalho.

A apresentação dos resultados se dará em quatro momentos: 1. Desafios + Interesses, 2. Análise de Competências + Comprometimento, 3. Evolução da Negociação, 4. Aspectos Relacionais e Comportamentais, conforme mostra a Figura 27. Cada um dos quatro momentos será detalhado em uma Figura, demonstrando as análises. As 92 variáveis analisadas foram codificadas para permitir maior espaço por página e a legenda de cada uma delas está no Anexo E – Legendas – Elementos analisados sobre Negociação.

Figura 30 - Apresentação dos Elementos Analisados sobre Negociação

Etapas / Categorias / Variáveis	1. Desafios + Interesses										2. Análise de Competências + Comprometimento										3. Evolução da Negociação										4. Aspectos Relacionais e Comportamentais			
	9					10					11					12					13					14								
	Desafios + Interesses					Interesses					Análise de Competências					Comprometimento					Evolução da Negociação					Aspectos Relacionais e Comportamentais								
10 – AA (AFE, BFE, SFE)	[Grid of data for AA]										[Grid of data for AA]										[Grid of data for AA]										[Grid of data for AA]			
10 – ANA (AFE, BFE, SFE)	[Grid of data for ANA]										[Grid of data for ANA]										[Grid of data for ANA]										[Grid of data for ANA]			
Nº das conclusões indicadas de acordo com as variáveis	[Grid of conclusions for AA]										[Grid of conclusions for AA]										[Grid of conclusions for AA]										[Grid of conclusions for AA]			

Fonte: Preparado e elaborada pelo autor.

Conforme mostra a Figura 30 cada um dos quatro momentos possui suas respectivas categorias e variáveis analisadas (identificados nos dois primeiros blocos horizontais), sob a perspectiva das 10 operações com Acordo Alcançado (AA) e das 10 operações com Acordo Não Alcançado, ambos subdivididos nos Agrupamentos Altos *Fit* Estratégicos (AFE), Baixo *Fit* Estratégico (BFE) e Sem *Fit* Estratégico (SFE). Cada bloco horizontal possui as variáveis mais importantes que compõem as conclusões destacadas com cores fortes (azul forte se for AFE, verde forte se for BFE e vermelho forte se for SFE). O último bloco horizontal representa a identificação das conclusões numeradas de acordo com as variáveis que a compõe, também indicadas com cores fortes.

Desafios + Interesses

O Momento 1, conforme mostra a Figura 31, incorpora duas etapas: (1) Desafios, composta por Pressões/Incentivos a fazer negócio e Impedimentos/Riscos (Caracterização do Impasse); e, (2) Interesses, que incorpora, sob a perspectiva das divergências, os principais elementos presentes.

Figura 31 - Momento 1: Análise dos principais elementos da Negociação nos Casos

8		9																10																
Agrupamentos		Desafios																Interesses																
Fit	N°C	Pressões/Incentivos a fazer negócio										Impedimentos/Riscos (Caracterização do Impasse)						Divergências																
AA		AS	DF	PM	CS	EL	DFN	CE	O	T	PFC	TPFC	Med	RP	REP	RL	RF	RE	RC	BR	OR	MFM	VT	ICE	CO	MR	O	T	Med	% PA	OT	AC	PT	
AFE/AS	6	2	2	2	4		1	4	1	16	7	23	4																					
BFT/MS	3	6	6	6	6		2	8	3	37	21	58	10																					
SFE/BS	1		1		1		1	1		4	2	6	6																					
Total	10	4	6	3	6		5	8	1	33	11	44	15																					0,0
ANA																																		
AFE/AS	2	2	1		1		1	2		7	1	8	4	2	2	1	1		2								1	9	5			1	1,0	
BFT/MS	2	6	1		1		2	3		13	3	16	8	2	1				2								3	24	12			1	1,0	
SFE/BS	6			1	1		1			3	1	4	2	6	4				1								2	12	6			4	1,8	
Total	10	4	3		5		2	2	9	25	4	29	9	8	7	2	2	2	1	5						2	29	10			3	1,5		
CONCLUSÕES																																		
AFE/AS	AA																																	
BFT/MS	AA																																	
SFE/BS	AA																																	
Total	AA	1.d	1.c		1.b		1.a						1																					
AFE/AS	ANA																																	
BFT/MS	ANA																																	
SFE/BS	ANA																																	
Total	ANA	1.d	1.c		1.b		1.a						1	2.a	2.b	2.c		2.d									2					3		

Fonte: Preparado e elaborada pelo autor.

Os Desafios compõem elementos que pressionam a negociação para que ela se concretize, assim como, os impedimentos/riscos que impedem que a negociação se concretize (os impasses). Em tese, quanto maior as pressões mais chance a operação tem de sair, ao mesmo tempo, que quanto maior forem os impedimentos mais difíceis é para que a negociação se concretize. No caso das operações com Acordo Alcançado (AA), todos os impedimentos foram superados via negociação, portanto, eles estão presentes apenas nas operações com Acordo Não Alcançado (ANA). Já os interesses, avaliados sob a perspectiva

das divergências, portanto, apenas nas operações com ANA, compõe três variáveis principais: (i) % de participação almejado pelas partes, (ii) Objeto transacionado, e, (iii) Aporte de capital (Interesse – *Cash In / Cash Out*).

Relações de influências – Nº 1

As pressões identificadas nas seções de *brainstorming*, foram apontadas em cada caso e mensuradas a intensidade (0-3), que em conjunto com a pontuação dos fatores circunstanciais (decorrentes da parte de motivações estratégicas) totalizam 11 pontos na média para as operações com AA e 6 pontos na média para as operações com ANA. Este resultado sugere existir uma influência significativa das pressões para concretizar os negócios, sendo considerado elemento indutor. Interessante observar as quatro relações secundárias (1.a, 1.b, 1.c e 1.d) referente as pressões mais citadas nos casos: 1.a) Cenário Econômico Favorável, 1.b) Crise societária de uma das partes, 1.c) Dificuldades financeiras de uma das partes, e, 1.d) Ausência de sucessão.

Relações de influências – Nº 2

Os Impedimentos/Riscos também foram identificados e mensurados conforme intensidade (0-3). A pontuação média para os casos com ANA foi sete. Interessante observar que os casos com ANA com AFE/AS (azul), os quais são mais propensos ao alcance de acordo devido a sua importância estratégica, neste caso tiveram a maior pontuação média de riscos/impedimentos (12), principalmente concentrados em impedimentos relacionados a: 2.b) Estrutura da proposta, 2.c) Riscos legais e ambientais, 2.d) Balanceamento de riscos, ficou desequilibrado na estrutura proposta. Este cenário provavelmente explica o motivo do não acordo. Adicionalmente, poderá haver uma maior tolerância a riscos para os casos com AFE/AS, já que os elevados níveis de sinergias entre as empresas, eventualmente, compensam eventuais perdas decorrentes de riscos, já que 75% (6/8) das operações com AFE/AS atingiram acordo superando estes impasses, e as duas que não atingiram acordo não tiveram impasse de precificação.

Com relação às operações com BFE (verde) e SFE (vermelho) a pontuação média de impedimentos foi 6, metade da verificada nas com AFE (azul). Chama a atenção que 100% destes casos tiveram impasses relacionados a precificação (2.a), e com relação, especificamente as SFE (vermelho), esteve presente impasses relacionados a estrutura da proposta (2.b) e com relação ao desequilíbrio de riscos na estrutura da proposta.

Por fim, os impedimentos relacionados a: 2.a) Precificação, 2.b) Estrutura da proposta, e 2.d) Desequilíbrio de riscos na estrutura da proposta, parecem ser impedimentos poderosos, o suficiente para bloquear o avanço das negociações.

Relações de influências – Nº 3

Os Interesses foram identificados sob a perspectiva das divergências, quando esteve presente considera-se 1, caso negativo 0 (em branco) nas três variáveis avaliadas: (i) % de participação almejado pelas partes, (ii) Objeto transacionado (1. Ativos; 2. Empresa operacional; 3. Projeto; 4. Concessão; 5. Empresa Operacional + Projeto; 6. Empresa Operacional + Ativo), e (iii) Aporte de capital (Interesse - *Cash In / Cash Out*). Na primeira variável (i) a divergência ocorre quando não se chega a um consenso sobre a participação final de cada parte na negociação; na segunda variável (ii) a divergência ocorre quando não existe consenso sobre o escopo da operação, por exemplo, quando uma empresa busca um sócio para um projeto, e a contraparte deseja entrar como sócia na empresa detentora do projeto; e na terceira variável (iii) a divergência ocorre quando, por exemplo, o vendedor deseja *Cash Out* (dinheiro para o acionista) e o comprador deseja aportar dinheiro na empresa para crescimento (*Cash In*).

A pontuação máxima por operação seria 3, caso ocorresse divergência nas três variáveis. Nos 10 casos analisados com ANA a pontuação média foi de 1,5, no entanto, chama a atenção que o grupo SFE (vermelho) obteve a maior pontuação (1,7), enquanto, os demais, apenas 1 divergência na média. Possivelmente isto ocorreu, pois quando existe *Fit Estratégico*, as sinergias são altas e existe um senso maior de oportunidade para ambas as partes, o que pode mover as partes ao consenso para a captura da oportunidade, cenário que não ocorre nas operações SFE, pois este senso de oportunidade é pequeno, na medida em que o “bolo” é menor, com predomínio do viés oportunístico o que reduz a flexibilidade.

Análise de Competências + Comprometimento

O Momento 2, conforme mostra a Figura 32, incorpora duas etapas: (i) Análise de Competências, sob o enfoque das competências negociais/jurídicas, incorporando tanto a visão da parte como da contraparte, e (ii) Comprometimento, que avalia o engajamento das partes para o alcance do acordo.

Figura 32 - Momento 2: Análise dos principais elementos da Negociação nos Casos

8		11														12															
Agrupamentos		Análise de Competências														Comprometimento															
Fit	N°C	Competência Negocial - Parte								Competência Negocial - Contraparte						DC	Competência Jurídica				Comprometimento										
AA		AEP	MEP	BEP	NEP	AFP	NCP	NDP	NAP	FNP	AEC	MECP	BECP	NECP	AFCP	NCCP	NDCP	NACP	FNCP	DCN	ALP	FJP	ADCP	FJCP	DCJ	CM	DP	DCP	DM		
AFE/AS	6	3	3			5	6	3	3		5			1	1	5	5	1	1	1	1	6		5		6					
		50%	50%			83%	1	50%	50%		83%			17%	17%	1	83%	17%	17%	17%	17%	1		1		100%					
BFT/MS	3	2		1		3	3		3		2		1	2	2	1	2		1	1	3		3		3						
		67%		33%		100%	1		100%		67%		33%	67%	1	33%	67%		33%	33%	1		1		100%						
SFE/BS	1	1				1	1		1					1			1				1		1		1						
		100%				100%	1		100%					100%			100%				1		1		100%						
Total	10	6	3	1		9	10	3	7		7	1	2	3	7	6	4	2	2	20%	10		9		10						
		60%	30%	10%		90%	1	30%	70%		70%	10%	20%	30%	70%	60%	40%	20%	20%	1	1		1		100%						
ANA																															
AFE/AS	2		1	1		2	2		2		1	1		1	2		2				1		1			1					
			50%	50%		100%	1		100%		50%	50%		50%	1		100%				1		1			50%		50%			
BFT/MS	2			1	1	2	2		2		2				2	1	1				1					1			1		
				50%	50%	100%	1		100%		100%				1	50%	50%				1					50%			50%		
SFE/BS	6	2	2	1	1	6	6		6		6			1	6	3	3									5	1				
		33%	33%	17%	17%	100%	1		100%		100%			17%	1	50%	50%									83%	17%				
Total	10	2	3	3	2	10	10		10		9	1		2	10	4	6				2		1			7	1	1	1		
		20%	30%	30%	20%	100%	1		100%		90%	10%		20%	1	40%	60%				0		0			70%	10%	10%	10%		
CONCLUSÕES																															
AFE/AS	AA																														
BFT/MS																															
SFE/BS																															
Total			4				4			4.a		4			4		4.a			4.b							5				
AFE/AS	ANA																														
BFT/MS																															
SFE/BS																															
Total			4				4			4.a		4			4		4.a										5.a				

Fonte: Preparado e elaborada pelo autor

As Competências Negociais de cada uma das partes foram avaliadas de acordo com três variáveis principais: (i) Experiência pregressa em Fusões e Aquisições (F&A), (ii) Contratação de *Advisor* (assessor) financeiro, (iii) Forma de negociação adotada (Direta ou Via Agente/*Advisor*). Em tese, quando a experiência de F&As é média/baixa e se adota forma de negociação direta por uma parte, existe uma fragilidade negocial, caso não seja contratado um *Advisor*.

As Competências Jurídicas de cada parte foram avaliadas tomando-se como base a Contratação de *Advisor* Legal, que quando não ocorre, e a parte não tem assessoria jurídica interna, e tem baixa/média experiência em F&As ocorre um fragilidade jurídica.

O Comprometimento das partes foi avaliado segundo a seguinte classificação das variáveis: (i) Comprometimento mútuo, (ii) Descomprometimento apenas da Parte, (iii) Descomprometimento apenas da Contraparte, (iv) Descomprometimento mútuo. Em tese quando existe comprometimento mútuo, existe um maior engajamento das partes para alcanças um acordo e superar eventuais impasses.

Relações de influências – Nº 4

A principal relação identificada (4), com relação às competências negociais, é que quando existe menor experiência pregressa em F&As, existe uma tendência de compensar a fragilidade com a contratação de *Advisors*, como pode ser percebido na avaliação das competências negociais da Parte, onde de 20 casos, 19 contrataram *advisors* financeiros, e destes apenas 8 tinham alta experiência, e 12 tinham experiência Média/Baixa ou Nula. Por outro lado, das 20 Contrapartes, 16 tinham alta experiência, ocorrendo a contratação de *advisors* financeiros em apenas 5 casos.

Também chama a atenção, que quando existe alta experiência, pode existir preferência para negociar diretamente, sem intermédio do *advisor* (4.a). Esta situação se verifica do lado da Parte em 3 (37,5%) negociações diretas dos 8 casos com Alta Experiência em F&As, e do lado da Contraparte, 10 (62,5%) negociações diretas dos 16 casos com Alta Experiência em F&As. Há que se considerar que no lado da Parte, existe um viés pendente para o lado das negociações via *advisor*, já que os casos selecionados decorrem de experiências da equipe da empresa especializada em F&As do Autor.

Em apenas dois casos no total, concentrados nas operações com AA, foi identificado desequilíbrio de competências negociais (4.b). Possivelmente, apesar dos poucos casos identificados, exista maior facilidade para o alcance de acordos neste caso, pois como uma das partes está fragilizada e a outra desfruta de competências específicas neste campo, pode ocorrer menor percepção de riscos associados devido à baixa experiência de uma das partes, dando vantagem para outra, que habilidosamente conduz a operação para os termos mais favoráveis a si.

Com relação às competências jurídicas, não foram observados aspectos relevantes, na medida em que em todos os casos ou ocorreu a contratação de um *advisor* legal para as operações que fecharam, ou as empresas tinham assessoria jurídica interna e alta experiência em F&As.

Relações de influências – Nº 5

Na avaliação do Comprometimento das partes para o alcance do acordo, interessante observar que em 100% dos casos com AA houve alto comprometimento de ambas as partes (5), e nas com ANA houve alto comprometimento das partes em 70% dos casos. Chama a atenção que no caso das operações com BFE (vermelho) a presença de mútuo comprometimento pelas partes foi de 86%, o que parece não ser suficiente para que se chegar a um acordo, já que não existe a percepção estratégica relacionada à operação, dificultando o acordo. Mesmo com alto comprometimento é difícil convencer alguém a vender a sua empresa por valor abaixo do que se acredita que ela vale devido ao viés oportunístico.

Adicionalmente, nos demais casos com ANA, foi identificado descomprometimento por pelo menos uma das partes, tanto em um dos dois casos com AFE, quanto em um dos dois casos com BFE. Considerando que nestes casos estiveram presentes impedimentos importantes, eles ficaram ainda mais prejudicados para atingir um acordo devido a este descomprometimento. Em tese quando existem desafios (pressões/impasses) importantes a serem superados, é importante o comprometimento mútuo das partes para se chegar a um acordo.

Evolução da Negociação

O Momento 3, conforme mostra a Figura 33 abaixo, está focada na compreensão da evolução da negociação com relação a cinco categorias principais: (1) Documentos Assinados + Documentos Não Assinados, (2) Documentos de Suporte Desenvolvidos, (3) *Due Dilligence* (Auditoria), (4) Duração da Negociação, (5) Poder Negocial (*BATNA*).

Figura 33 - Momento 3: Análise dos principais elementos da Negociação nos Casos

8		13																											
Agrupamentos		Evolução da Negociação																											
Fit	N°C	Docs Assinados + Docs Não Assinados										Docs Desenvolvidos					DD	Dur.	Poder Negocial										
		NDA	MOU	LOI	AA	ACV	O	ST	T	NDA	MOU	LOI	AA	ACV	O	ST	T	T	IM	TI	AE	AS	T	ODD	DN	NTA	ATA	PTA	CPTA
AA	AFE/AS	6	5	5	4	4	6	3	27								27	3	4	5	6	2	3	6	7	2		3	1
			83%	83%	67%	67%	100%	50%	5								5	50%	67%	83%	100%	33%		100%		33%		50%	17%
	BFT/MS	3	2	2	1	2	3		10								10	2	2	1	3		3	3	3	1		2	
			67%	67%	33%	67%	100%		3								3	67%	67%	33%	100%			100%		33%		67%	
	SFE/BS	1		1			1		2								2				1		1	1	10				1
			100%			100%		2								2				100%			100%					100%	
Total	10		7	8	5	6	10	3	39							39		5	6	6	10	2	2,9	10	6	3		5	2
			70%	80%	50%	60%	100%	30%	4							4		50%	60%	60%	100%	20%		100%		30%		50%	20%
ANA																													
ANA	AFE/AS	2	2	2	1				5						1	6	2	2	2	2	1	5	1	8			1	1	
			100%	100%	50%				3						50%	3	100%	100%	100%	100%	50%		50%				50%	50%	
	BFT/MS	2	2	1					3	1		1			2	5	2	1	1	2		3		5	2				
			100%	50%					2	50%		50%			1	3	100%	50%	50%	100%					100%				
	SFE/BS	6	6						6	3					3	9	6	4	4	4		3		4	1	1	2	2	
			100%					1	50%					1	2	100%	67%	67%	67%					17%	17%	33%	33%		
Total	10		10	3	1			14	4		1	1		6	20	10	7	7	8	1	3,3	1	5	3	1	3	3		
			100%	30%	10%			1	40%		10%	10%		1	2	100%	70%	70%	80%	10%		100%		30%	10%	30%	30%		
AA	AFE/AS																								9				
	BFT/MS																								9				
	SFE/BS																												
	Total		6	6		6	6												7.a	7.b	7		8						
				6.a	6.a										6.a	6.a									7.c				
ANA	AFE/AS																								9				
	BFT/MS																								9				
	SFE/BS																								9				
	Total		6																7.a	7.b	7		8						

Fonte: Preparado e elaborada pelo autor

Em cada transação o número de Documentos Assinados + Não assinados e a importância dos documentos, transmitem ideia de quanto a operação evoluiu do ponto de vista negocial. Foram considerados os seguintes documentos principais: (i) *NDA* (acordo de confidencialidade), geralmente, assinado no início das conversas para se manter o sigilo; (ii) *MOU* (memorando de entendimentos), geralmente, após as partes avançarem na negociação em premissas básicas, ambas as partes assinam este documento para consolidar o mútuo desejo de avançar dentro das condições básicas estabelecidas, neste documento podem constar termos de precificação e outras condições; (iii) *LOI* (carta de interesse), geralmente é assinada pela parte compradora com uma indicação concreta de interesse em avançar é menos concreto que um *MOU*; (iv) *AA* (Acordo de Acionistas) é desenvolvido quando não ocorre a compra de 100% da empresa, ou quando, a aquisição se dá em parcelas, onde as partes se manterão como sócias, ele regula os termos de relação entre os sócios durante sua vigência; (v) *ACV* (Acordo de Compra e Venda) ele é assinado sempre que se concretiza uma operação, sendo o documento que determina as condições gerais do negócio, incluindo precificação e formas de pagamento.

Os Documentos Desenvolvidos são todos os documentos de suporte a transação, como: (i) *Teaser* (documento inicial de umas 5-15 páginas) apresenta resumidamente a empresa e as intenções de negócio para eventuais interessados; (ii) Infomemo (Memorando de Informações) é um documento com 40 a 100 páginas que apresenta informações completas sobre a empresa, desde o quadro societário até as informações financeiras e eventualmente projeções; (iii) Tese de Investimento é um documento com umas 20-50 páginas explicando o racional estratégico por trás da operação, que demonstra o potencial de ganho do negócio para o eventual comprador; (iv) Avaliação da Empresa é um documento com 35-60 páginas, contendo informações financeiras históricas, detalhamento de premissas, projeções financeiras e o resultado final com o intervalo de preço de avaliação da empresa; (v) Avaliação de Sinergias, documento com 35–60 páginas, avalia as sinergias potenciais entre as empresas combinadas indicando um intervalo de preço para a geração de valor potencial.

Due Dilligence (Auditoria) é uma das etapas finais da negociação, é quando é realizada a auditoria financeira, legal e ambiental da empresa a ser adquirida, com a finalidade de validar os números apresentados e identificar potenciais riscos e contingências.

Duração busca avaliar o tempo total do processo de negociação entre as partes como indicador de avanço das negociações.

Poder negocial traduz o conceito de BATNA (*best alternative to a negotiated agreement* ou MAANA – melhor a alternativa para um acordo não negociado). Em negociações, quando se tem um bom “plano B” é dito que se tem maior poder de barganha para negociar um “plano A” indicando poder negocial.

Relações de influências – Nº 6

Com relação a assinatura de documentos pelas partes, todas as operações com AA tiveram a assinatura do Acordo de Compra e Venda, com assinatura de MOU em 80% dos casos, e assinatura de NDA em 70%, em alguns casos as cláusulas de confidencialidade se incorporam no MOU. O Acordo de Acionista, documento que é assinado sempre que as partes permanecem como sócias na operação, foi assinado em 60% dos casos.

Chama atenção que para os casos com ANA (6.a) houve assinatura de NDA em 100% dos casos, porém os documentos MOU e LOI, os quais representam avanços concretos na negociação, somente foram assinados nas operações com *Fit* Estratégico. Nas com AFE o MOU foi assinado nas duas operações e LOI em apenas uma, e nas duas operações com BFE houve assinatura apenas de um MOU. Adicionalmente, referente aos documentos desenvolvidos, mas não assinados, também houve avanços maiores nas com *Fit* Estratégico, um Acordo de Compra e Venda (último documento para concretização da operação) foi desenvolvido em um dos casos com AFE. Nos casos com BFE também houve avanços, um MOU foi desenvolvido e um Acordo de Acionistas. Nas operações SFE, foram apenas desenvolvidos três MOUs indicando, mesmo tendo um maior número de casos (6), tiveram mais uma vez uma sinalização de avanço menor comparativamente aos demais grupos (AFE e BFE).

Relações de influências – Nº 7

Relativo aos documentos de suporte desenvolvidos, aparentemente não há conclusões relevantes sobre o número de documentos desenvolvidos em cada grupo AA (2,9) x ANA (3,3), porém chama atenção que nas operações com AA o documento que foi desenvolvido em 100% dos casos foi o de Avaliação da Empresa (7.a), com 80% também desenvolvidos

nos casos com ANA, provavelmente devido a necessidade para evoluir negocialmente com termos de precificação.

Interessante observar que a Avaliação de Sinergias (7.b) ocorreu apenas em 3 casos, todos com AFE, 2 relativos a operações com AA e 1 com ANA. Mesmo sendo as sinergias pouco avaliadas tecnicamente, parece haver uma relação entre a existência de *Alto Fit* Estratégico e a percepção de sinergias nas empresas em conjunto com um senso de oportunidade, pois independente das sinergias não terem sido avaliadas em quatro dos casos com AFE e com AA, eles fecharam independente desta análise. Outro fato interessante decorre da duração das negociações (7.c) nas operações com ANA, os quais o tempo de duração foi proporcional aos conceitos de *Fit* Estratégico e Sinergias sinalizando que quanto maior o *Fit*, mais evolui a negociação. As operações com AFE/AS tiveram na média oito meses de duração, enquanto as com BFE/MS tiveram uma média de cinco meses de duração e as SFT/BS tiveram apenas quatro meses.

Relações de influências – Nº 8

A *Due Dilligence* (8), que ocorreu em 100% dos casos com AA, ocorreu em apenas um caso com ANA, sendo ele justamente do grupo com AFE/AS, indicando que a operação não se concretizou por questões relacionadas a riscos identificados, conforme visto na análise dos Impedimentos. No entanto, a existência de *Due Dilligence* (uma das últimas etapas da negociação) em um dos casos com AFE/AS, demonstra mais uma vez que estas operações tendem a evoluir mais negocialmente.

Relações de influências – Nº 9

A avaliação do Poder Negocial tomou como referência a existência ou não de alternativas pelas partes. Das operações com AA em apenas 30% nenhuma das partes tinha alternativas. Curiosamente estas três operações tinham *Fit* Estratégico, dois *Alto Fit* e um *Baixo Fit*, talvez pelas partes ter uma alta sensação de oportunidade acabaram não buscando alternativas, ou, talvez não conseguiram mesmo. Em contraste, ainda sobre as operações com AA, quatro com AFE e duas com BFE, tinham alternativas, mas mesmo assim acabaram

descartando-as e fechando com a contraparte, sinalizando possivelmente que operações com *Fit* Estratégico têm tanto valor de oportunidade percebido, que é difícil conseguir alternativa igualmente interessante, com melhor potencial de precificação. Com relação às duas operações com AFE com ANA. Em ambas pelo menos uma das partes possuía alternativas, o que em conjunto com os riscos e impedimentos identificados, provavelmente prejudicaram o alcance do acordo. Já das operações SFE com ANA em apenas uma das seis, as partes não tinham alternativas, confirmando o viés oportunístico na busca por acordos únicos, em que uma das partes se beneficia em detrimento da outra, se o acordo não favorece majoritariamente o comprador, ele buscará outra que o favoreça.

Aspectos Relacionais e Comportamentais

O Momento 4, conforme mostra a Figura 34, divide as análises em quatro categorias principais: (i) existência de Relação Prévia entre as Partes, (ii) o Tipo de negociação adotado, se cooperativa ou competitiva, (iii) Aspectos relacionados a Relação entre as partes durante a negociação, e, (iv) Aspectos relacionados ao Comportamento durante a negociação.

Figura 34 - Momento 4: Análise dos Principais Elementos da Negociação nos Casos

8		14									
Agrupamentos		Aspectos relacionais e comportamentais									
Fit	N°C	RP	Tipo			Relação			Comportamento		
		RP	COOP	COMP	RPR	FC	RPRJ	RFRG	CCN	CTI	R/E
AA											
AFE/AS	6	3 50%	2 33%	4 67%	4 67%	1 17%	1 17%		1 17%	1 17%	3 50%
BFT/MS	3		1 33%	2 67%	2 67%	1 33%	1 33%	1 33%	1 33%	1 33%	1 33%
SFE/BS	1	1 100%		1 100%	1 100%	1 100%	1 100%		1 100%	1 100%	
Total	10	4 40%	3 30%	7 70%	7 70%	3 30%	3 30%	1 10%	3 30%	3 30%	4 40%
ANA											
AFE/AS	2		1 50%	1 50%	1 50%	1 50%	1 50%	1 50%			2 100%
BFT/MS	2		1 50%	1 50%	1 50%						2 100%
SFE/BS	6	2 33%	3 50%	3 50%	3 50%		1 17%		2 33%		6 100%
Total	10	2 20%	5 50%	5 50%	5 50%	1 10%	2 20%	1 10%	2 20%		10 100%
CONCLUSÕES											
AFE/AS	AA										
BFT/MS											
SFE/BS											
Total		10		11			11		12	13	14
AFE/AS	ANA										
BFT/MS											
SFE/BS									12		
Total		10		11			11		12		14

Fonte: Preparado e elaborada pelo autor

O Relacionamento Prévio entre as partes é dito por alguns autores como um facilitador para o alcance de acordos. Conforme referencial teórico as negociações se dividem em basicamente dois tipos: (i) cooperativa com foco nos interesses das partes, e, (ii) cooperativa com foco em posições. Geralmente quando negociações competitivas ocorrem existe risco de prejuízo da Relação entre as partes devido a Comportamentos extremados.

Relações de influências – Nº 10

Nos casos com AA, em quatro operações existia Relacionamento Prévio entre as partes, sendo três do grupo AFE, o que pode ter ajudado no alcance dos acordos e uma delas relativo a única operação com AA e SFE, possivelmente neste caso este relacionamento prévio pode ter sido importante para o alcance do acordo. Por outro lado nas operações com ANA, os dois casos com relacionamento prévio ocorreram no grupo SFE, mas mesmo assim, não foi suficiente para o alcance de acordo.

Relações de influências – Nº 11, 12 e 13

Das negociações com AA, 70% foram Competitivas (n. 11) e das com ANA 50% se enquadraram também neste perfil de negociação. Chama a atenção que nos dois grupos AA e ANA houve evidências de que negociações competitivas podem gerar prejuízos na relação, já que dos 12 casos com perfil competitivo, em cinco casos (3 AA e 2 ANA) a relação entre as partes ficou prejudicada. Adicionalmente, aspectos comportamentais observados colaboram com estas evidências, já que em cinco casos (3 AA e 2 ANA) o comportamento de uma das partes chegou a comprometer a negociação (nº 12). Na mesma linha, houve três casos com AA, em que o comportamento negativo de uma das partes culminou na troca da interlocução para continuidade das negociações (n. 13). Este cenário sugere que negociações competitivas, podem gerar comportamentos competitivos, gerando eventuais prejuízos a relação, enquanto, que negociações com perfil cooperativo preservam mais a relação e evitam tanto comportamentos negativos quando o prejuízo a relação.

Relações de influências – Nº 14

Do ponto de vista da racionalidade (n. 14), se verifica o predomínio de negociações racionais nos casos, sendo em 100% dos casos nas operações com ANA e 40% dos casos nas com AA. Este resultado chama atenção, pois o predomínio da emoção ocorreu somente nas operações com AA, em três casos com AFE, dois casos com MFE, e um caso SFE. Parece existir relação entre uma maior tolerância a comportamentos emocionais, que podem ou não

terem viés competitivo, quanto maior for o *Fit* Estratégico, já que o senso comum de oportunidade eventualmente desperta uma maior tolerância para que não se perca o negócio. Entretanto, esse cenário, em tese, deve ser o contrário para operações SFE, já que o senso de oportunidade é menor, nestes casos o efeito que pode gerar maior tolerância é a dependência de fechar e negociação por uma das partes, o que está relacionado a situações com baixo poder de barganha, devido à falta de alternativas negocia.

ANEXO E – Legendas – Elementos Analisados sobre Negociação

Nº An.	Nº	Dimensão de análise	Nº	Categoria	Código	Legenda
9	1	Desafios	1	Pressões / Incentivos a fazer negócio	AS	Ausência de sucessão
9	2		2		DF	Dificuldades financeiras da empresa / risco de insolvência
9	2		3		PM	Existência de outros projetos melhores para investimento facilitando a negociação
9	3		4		CS	Problemas entre acionistas (Crise societária)
9	3		5		EL	Entrada de legislação/regulamentação específica
9	4		6		DFN	Dependência de fechamento da negociação
9	4		7		CE	Cenário econômico princípio a transação (Euforia / Depressão – Timing)
9	5		8		O	Outras, quais?
9	5		9		T	Total
9	6		10		PFC	Pontuação Fatores Circunstanciais
9	6		11		TPFC	Total com PFC
9	7		12		Med	Médias – AA x ANA
9	8	Desafios	1	Impedimentos / Riscos (Caracterização do Impasse)	RP	Relacionado a precificação
9	9		2		REP	Relacionado a estrutura proposta
9	10		3		RL	Riscos legais / ambientais
9	11		4		RF	Riscos financeiros
9	12		5		RE	Riscos estratégicos
9	13		6		RC	Riscos conjunturais
9	14		7		BR	Balanceamento de riscos ficou desequilibrado na estrutura proposta
9	15		8		OR	Outros riscos
9	16		9		MFM	Relacionado a motivos de força maior
9	17		10		VT	Relacionado a veto por acionista específico ou pelo conselho de administração
9	18		11		ICE	Relacionado a idoneidade / conduta (ética) de uma das partes
9	19		12		CO	Complexidade de operação dificultou o avanço da operação (muitas partes envolvidas, interesses diversos, etc.)
9	20		13		MR	Mudanças radicais na estrutura / estratégia de uma das empresas
9	21		14		O	Outros, quais?
9	22		15		T	Total
9	23		16		Med	Médias - AA x ANA
10	24	Interesses	1	Divergências	% PA	% de participação almejado pelas partes
10	25		2		OT	Objeto transacionado

10	26		3		AC	Aporte de capital (Interesse – Cash In / Cash Out)
10	27		4		PT	Pontuação Total
11	28	Análise de Competências	1	Competência Negocial - Parte	AEP	Alta Exp. em F&A – Parte
11	29		2		MEP	Média Exp. em F&A – Parte
11	30		3		BEP	Baixa Exp. em F&A – Parte
11	31		4		NEP	Nula Exp. em F&A – Parte
11	32		5		AFP	Advisor financeiro – Parte
11	33		6		NCP	Nível de Competência
11	34		7		NDP	Negociação Direta – Parte
11	35		8		NAP	Negociação com Advisor – Parte
11	36		9		FNP	Fragilidade negocial – Parte
11	37	Análise de Competências	1	Competência Negocial - Contraparte	AECP	Alta Exp. em F&A – Contraparte
11	38		2		MECP	Média Exp. em F&A – Contraparte
11	39		3		BECP	Baixa Exp. em F&A – Contraparte
11	40		4		NECP	Nula Exp. em F&A – Contraparte
11	41		5		AFCP	Advisor financeiro – Contraparte
11	42		6		NCCP	Nível de Competência
11	43		7		NDCP	Negociação Direta – Contraparte
11	44		8		NACP	Negociação com Advisor – Contraparte
11	45		9		FNCP	Fragilidade negocial – Contraparte
11	46	Análise de Competências	1	Desequilíbrio de Competências	DCN	Desequilíbrio de Competências Negociais
11	47	Análise de Competências	1	Competência Jurídica	ALP	Advisor legal – Parte
11	48		2		FJP	Fragilidade jurídica – Parte
11	49		3		ADCP	Advisor legal – Contraparte
11	50		4		FJCP	Fragilidade jurídica – Contraparte
11	51		5		DCJ	Desequilíbrio de competências jurídicas
12	52	Comprometimento	1	Comprometimento	CM	Comprometimento mútuo
12	53		2		DP	Descomprometimento apenas da Parte
12	54		3		DCP	Descomprometimento apenas da Contraparte
12	55		4		DM	Descomprometimento mútuo
13	56	Evolução da Negociação	1	Docs. Assinados + Docs. Não Assinados	NDA	NDA
13	57		2		MOU	MOU
13	58		3		LOI	LOI
13	59		4		AA	AA
13	60		5		ACV	ACV
13	61		6		O	Outros
13	62		7		ST	Sub-Total
13	63		8		NDA	NDA
13	64		9		MOU	MOU
13	65		10		LOI	LOI
13	66		11		AA	AA
13	67		12		ACV	ACV

13	68		13		O	Outros
13	69		14		ST	Sub-Total
13	70		15		T	Total
14	71	Evolução da Negociação	1	Docs. Desenvolvidos	T	1. Teaser
14	72		2		IM	2. Infomemo
14	73		3		TI	3. Tese de investimento
14	74		4		AE	4. Avaliação da empresa
14	75		5		AS	5. Avaliação das sinergias
14	76		6		T	Total
14	77	Evolução da Negociação	1	Due Dilligence (Auditoria)	ODD	Ocorrência de due dilligence
14	78	Evolução da Negociação	1	Duração (meses)	DN	Duração das negociações (meses)
14	79	Evolução da Negociação	1	Poder Negocial / BATNA	NTA	Nenhum tinha alternativa
14	80		2		ATA	Ambos tinham alternativas
14	81		3		PTA	Parte com alternativa
14	82		4		CPTA	Contraparte com alternativa
15	83	Aspectos relacionais e comportamentais	1	Relacionamento Prévio	RP	Relacionamento prévio entre as partes
15	84	Aspectos relacionais e comportamentais	1	Tipo de Negociação	COOP	Cooperativa (foco em interesses)
15	85		2		COMP	Competitiva (foco em posições)
15	86		3		RPR	Risco de prejuízo a relação
15	87	Aspectos relacionais e comportamentais	1	Relação	FC	Os fatores culturais entre os negociadores tiveram impacto relevante no avanço das negociações?
15	88		2		RPRJ	O relacionamento entre as partes ficou em algum nível prejudicado após a negociação?
15	89		3		RFRG	A relação na negociação acabou se fragmentando em diversos níveis hierárquicos prejudicando a negociação?
15	90	Aspectos relacionais e comportamentais	1	Comportamento	CCN	Durante a negociação o comportamento de uma das partes chegou a comprometer toda a negociação?
15	91		2		CTI	Durante a negociação o comportamento negativo de uma das partes culminou na troca da interlocução para a continuidade da negociação?
15	92		3		R/E	A negociação foi predominantemente racional ou emocional?