UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM EMPREENDEDORISMO

Marcelo Tavares da Silva

Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional: estudo de caso

São Paulo
2018

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Júnior
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Marcelo Caldeira Pedroso
Coordenador do Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo

MARCELO TAVARES DA SILVA

Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional: estudo de caso

Versão corrigida

Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo para o Programa de Mestrado Profissional em Empreendedorismo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Caldeira Pedroso

São Paulo

2018

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada por Martha Ribeiro Neves de Vasconcellos – CRB-8/5994

Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Silva, Marcelo Tavares da

Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional: estudo de caso / Marcelo Tavares da Silva. -- São Paulo, 2018.

144 p.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade de São Paulo, 2018.

Orientador: Marcelo Caldeira Pedroso

1. Empreendedorismo 2. Estratégia 3. Aquisição 4. Inovação I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.421

À minha esposa Ana Verônica, meu amor, minha vida

Aos meus filhos Pedro e Felipe, frutos abençoados.

.

AGRADECIMENTOS

À oportunidade que a vida me ofereceu de ter cursado este mestrado e mudar a jornada.

Ao Prof. Dr. Marcelo Caldeira Pedroso, ser humano especial, por ter me selecionado como seu orientando, por sua paciência e liderança no processo de elaboração desta dissertação. Só espero ter correspondido com este trabalho à dedicação do Prof. Marcelo, que é merecidamente reconhecido pelos seus pares e alunos como um dos melhores professores da FEA.

Às bancas de seleção e qualificação durante o mestrado, Prof. Dr. Martinho Isnard Ribeiro de Almeida, Prof. Dr. Fabio Lotti Oliva, Prof. Dr. Antonio Geraldo da Rocha Vidal, Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Júnior, Prof. Dr. Edison Fernandes Polo e Prof. Dr. Marcelo Caldeira Pedroso, pela dedicação ao programa do MPE, por terem acreditado no meu potencial e pelas contribuições e apoio na elaboração deste estudo.

À todas as professoras das disciplinas cursadas, Profa. Dra. Jane Aparecida Marques, Profa. Dra. Liliam Sanchez Carrete e Profa. Dra. Graziela Maria Comini.

Ao Prof. Dr. Fábio Frezatti pelos ensinamentos práticos da licenciatura e momentos de descontração no estágio de docência (PAE), na Faculdade de Contabilidade.

À querida e inesquecível T3, a terceira turma do Mestrado Profissional em Empreendedorismo (MPE), sem distinção a um ou outro colega, em nossas interações na jornada acadêmica, seja compartilhando a representação estudantil do programa de mestrado, na coautoria de artigos, na realização de atividades internas e externas, durante a qual nos tornamos mais do que colegas, e os tenho como amigos para a vida.

Em especial, à Fabiana Caseiro que é uma luz infinita a brilhar no suporte aos alunos e professores do MPE e com a qual todos podemos contar, sempre disposta e pronta a encontrar a melhor solução para a questão que se apresenta.

Aos entrevistados na pesquisa de campo, cujas contribuições foram extremamente valiosas e sem as quais não teria sido possível a realização desse estudo.

À Gislaine que contribuiu na revisão acadêmica e formatação desta dissertação.l

"A verdadeira dificuldade não está em aceitar ideias novas, mas em escapar das ideias antigas".

(John M. Keynes)

RESUMO

Silva, M. T. (2018). *Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional: estudo de caso*. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

Os processos de fusão e aquisição (F&A) são complexos e exigem investimento de tempo e dinheiro. Mesmo assim, a literatura registra que a maioria desses processos não proporciona os resultados esperados pela empresa adquirente, o que se pode traduzir em insucesso da operação de F&A. Apesar de vários estudos apresentarem as diferenças culturais entre adquirida e adquirente como o fator maior responsável por esse insucesso, principalmente, durante a fase de integração da aquisição, há poucos estudos sobre o processo de aquisição ainda em seu início, na chamada fase pré-aquisição. A partir de sua experiência em projetos de F&A, o autor acredita que as decisões tomadas na fase pré-aquisição desempenham papel-chave para o sucesso ou insucesso da operação de F&A. Este trabalho teve por objetivo principal identificar e analisar os fatores críticos de sucesso do processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional. Esperou-se contribuir com um melhor entendimento destes fatores e, assim, possibilitar que o número de casos de insucesso diminua, doravante. Para tanto, foi utilizado o método de estudo de caso longitudinal, para estudo do processo de aquisição. A análise do caso real específico teve por objetivo fazer a análise de aplicabilidade da teoria estudada e aplicada, com ênfase na fase pré-aquisição, e como esta fase pode influenciar e definir todo o restante do processo de aquisição e refletir no desempenho da operação. Neste estudo de caso, foi utilizada a abordagem exploratória, por meio de pesquisa bibliográfica em livros e artigos científicos recentes sobre F&A para entender os detalhes do processo de aquisição e construção do referencial teórico, além da contribuição empírica do pesquisador. As técnicas de coleta de dados foram a pesquisa documental, realizada a partir de documentos internos do caso real de aquisição; e, entrevistas semiestruturadas com 8 participantes ativos de fases do processo de aquisição com a utilização de um guia orientador das perguntas previamente elaborado. Então, realizou-se a análise de conteúdo qualitativa dos resultados (ideias) obtidos nas entrevistas em relação aos oito temas do protocolo de pesquisa contrapondo com os fatores críticos de sucesso encontrados na literatura, a fim de analisar as correlações existentes entre as ideias encontradas nos resultados dos questionários e os fatores do estudo mencionado. A pesquisa concluiu que há 13 (treze) fatores críticos de sucesso na fase pré-aquisição que devem ser considerados num processo de aquisição, pois têm reflexos nas fases subsequentes que podem influenciar no sucesso ou insucesso da operação.

Palavras-chave: Empreendedorismo, Estratégia, Aquisição, Inovação

ABSTRACT

Silva, M. T. (2018). *Success critical factors in the acquisition process of a Brazilian company by a multinational company: case study*. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo.

Mergers and acquisition (M & A) processes are complex and require investment of time and money. Even so, the literature records that most of these processes do not provide the expected results to the acquiring company, which can be translated as failure of the M & A operation. Although several studies present the cultural differences between acquired company and acquiring company as the major factor responsible for this failure, mainly during the acquisition integration phase, there are some studies about the acquisition process still in its beginning, in the so-called pre-acquisition phase. From his experience in M & A projects, the author believes that the decisions taken in the pre-acquisition phase play a key role in the success or failure of the M & A operation. This research had as main objective to identify and analyze the critical success factors in the acquisition process of a Brazilian company by a multinational company. It was expected to contribute with a better understanding of these factors and, thus, to allow the number of cases of failure to decrease, henceforth. Thus, the longitudinal case study method was chosen to study the acquisition process. The real case analysis aimed analyzing the applicability of the theory studied and applied, with emphasis on the pre-acquisition phase, and how this phase can influence and define the rest of the acquisition process and reflect on the performance of the operation. In this case study, the exploratory approach was used, through bibliographical research in recent M & A scientific books and articles to understand the details of the acquisition process and construction of the theoretical reference, as well as the empirical contribution of the researcher. The data collection techniques were a documentary research, made from internal documents of the acquisition real case; and semi structured interviews with 8 active participants of acquisition process phases with the use of a guide with elaborated questions. Then, the qualitative content analysis of the results (ideas) obtained in the interviews was carried out in relation to the eight themes of the research protocol, contrasting with the critical success factors found in the literature, in order to analyze the correlations between the ideas found in the results of the questionnaires and the factors of the mentioned study. The research concluded that there are 13 (thirteen) critical success factors in the pre-acquisition phase that should be considered in an acquisition process, since they have consequences in subsequent phases that may influence the success or failure of the operation

Keywords: *Entrepreneurship, Strategy, Acquisition, Innovation.*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Fatores críticos de sucesso no processo de F&A (síntese).....71
Quadro 2 - Número de FCS por fase do processo de F&A 72
Quadro 3 - Número de FCS por dimensão 72
Quadro 4 - Fases do processo de F&A e fatores críticos de sucesso 1/3 (síntese).....124
Quadro 5 - Fatores críticos de sucesso: literatura x campo (síntese).....127
Quadro 6 - Fatores críticos de sucesso: literatura + campo.....132

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução do número de transações de F&A no Brasil de 1998 a 2017.....17
Figura 2 - Caracterização das empresas 20
Figura 3 - Estrutura do trabalho.....28
Figura 4 - Formulação e implementação da estratégia corporativa.....32
Figura 5 - Opções estratégicas.....33
Figura 6 - Tipos de Aquisição conforme a origem do capital investido.....36
Figura 7 - O processo de aquisição com 5 fases.....37
Figura 8 - Modelo de fluxo da negociação de M&A.....38
Figura 9 - Diagrama de fluxo do processo de aquisição.....38
Figura 10 - Modelo pioneiro (Pathfinder Model).....39
Figura 11 - Ênfases nas fases do processo de F&A.....40
Figura 12 - Fases do processo de F&A.....41
Figura 13 - Gerente de integração na captura de valor pré-aquisição 61
Figura 14 - Estratégias de integração cultural em F&A 63
Figura 15 - Antecedentes e consequências da confiança em F&A.....67
Figura 16 - O gerente de integração e o desempenho da aquisição.....67
Figura 17 - Procedimento metodológico 73
Figura 18 - Matriz de amarração metodológica.....74
Figura 19 - Fluxograma de seleção de referências 75
Figura 20 - Artigos basilares da pesquisa.....76
Figura 21 - Livros de estratégia e F&A.....76
Figura 22 - Fases do processo de F&A.....131

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 17
1.1 CONTEXTO 17
1.2 RELATO DA EXPERIÊNCIA 19
1.3 PROBLEMÁTICA 21
1.4 QUESTÃO DE PESQUISA E OBJETIVOS 23
1.5 JUSTIFICATIVA 23
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO 28
2 REFERENCIAL TEÓRICO 31
2.1 ESTRATÉGIA 31
2.2 ESTRATÉGIAS DE CRESCIMENTO 33
2.3 FUSÃO E AQUISIÇÃO: DEFINIÇÃO E TIPOLOGIA 34
2.4 FASES DO PROCESSO DE AQUISIÇÃO 36
2.4.1 Fase 1: Pré-aquisição 50
2.4.2 Fase 2: Estruturação 61
2.4.3 Fase 3: Integração 64
2.4.4 Fase 4: Assimilação 68
2.5 GESTÃO DA AQUISIÇÃO 68
2.6 FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO 70
2.6.1 Síntese dos principais fatores críticos de sucesso 71
3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO 73
3.1 PESQUISA BIBLIOGRÁFICA 75
3.2 ESTUDO DE CASO 77
3.3 PESQUISA DE CAMPO 78
3.3.1 Planejamento 78
3.3.2 Coleta de dados 79
3.3.3 Análise de dados 80
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO 83
4.1 DINÂMICA DAS ENTREVISTAS E PERFIL DOS ENTREVISTADOS 84
4.2 ANTECEDENTES DO PROCESSO DE F&A 85
4.2.1 Preparação 85
4.3 FASES DO PROCESSO DE F&A 88
4.3.1 Motivação 88

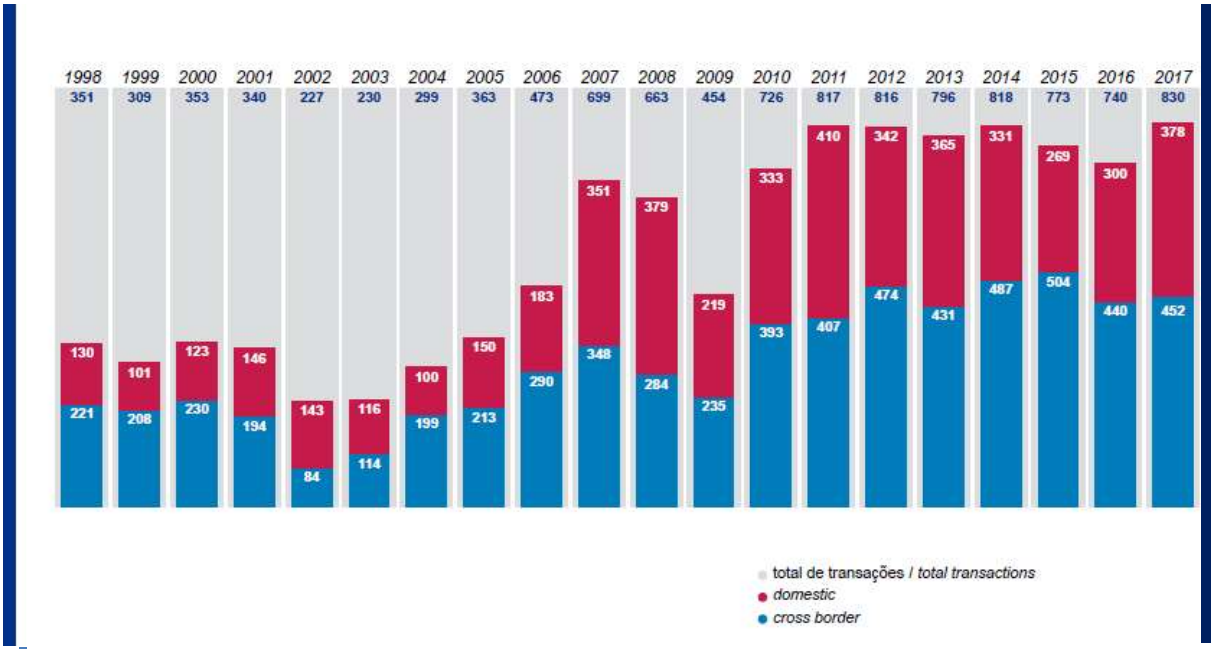
4.3.2 Principais problemas 90
4.3.3 Gestão do processo 93
4.3.4 Governança 94
4.4 PRÉ-AQUISIÇÃO 96
4.4.1 Expectativas do Due Diligence 96
4.4.2 Principais pontos da negociação 97
4.4.3 Pontos inegociáveis no fechamento 99
4.4.4 Condições dos earnouts 100
4.5 ESTRUTURAÇÃO 103
4.5.1 Fatores críticos de sucesso 104
4.6 INTEGRAÇÃO 105
4.6.1 Ações estratégicas 105
4.6.2 Investimentos necessários 107
4.6.3 Gerente de integração 108
4.6.4 Fatores críticos de sucesso 110
4.7 ASSIMILAÇÃO 112
4.7.1 Pontos positivos / negativos 113
4.7.2 Indicadores de desempenho da F&A 114
4.7.3 Fatores críticos de sucesso 115
4.8 FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO 116
4.8.1 Sucesso / insucesso 116
4.8.2 Pontos positivos / negativos 118
4.9 SÍNTESE DA PESQUISA DE CAMPO 120
5 CONCLUSÕES 129
5.1 CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA 129
5.1.1 Fases do processo de F&A 129
5.1.2 Fatores críticos de sucesso no processo de F&A 131
5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA 133
5.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS E OPORTUNIDADES DE PESQUISAS FUTURAS 134
REFERÊNCIAS 136
APÊNDICE 141

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTO

Uma estratégia muito comum adotada por empresas para crescer é a de comprar ou se unir a outras empresas no processo conhecido como Fusões e Aquisições (F&A)[1]. No Brasil, esses processos vêm crescendo nos últimos anos, conforme apresentado na Figura 1.

Figura 1 - Evolução do número de transações de F&A no Brasil de 1998 a 2017



Fonte: KPMG, 2018

Os processos de F&A são complexos e exigem investimento de tempo e dinheiro. Há registros na literatura (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998; Kim & Olsen, 1999; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011) que a maioria (de 50% a 75%) desses processos não proporciona os resultados esperados pela empresa investidora, o que se pode traduzir em insucesso da operação de F&A. Os fatores culturais são mencionados como os principais para esses insucessos (Barros, 2003). Martin (2016) registra um número ainda maior (de 70% a 90%) para os insucessos dessas operações mencionando os seguintes fatores: real motivação da adquirente, frágil governança corporativa, falta de capital de crescimento, fraca supervisão gerencial na integração e falhas na transferência de capacidades e compartilhamento de recursos

1 Para os propósitos deste estudo os termos Fusões e Aquisições (F&A) Mergers and Acquisitions (M&A), tradução para o idioma inglês, e aquisição serão utilizados sem distinção de sentido.

por parte da adquirente.

Apesar deste crescimento da atividade de fusões e aquisições que parecem ser tanto financeira como estrategicamente excelentes no papel, muitas vezes, acabam por ser decepcionantes para muitas empresas: a empresa adquirente leva muitos anos para realizar as sinergias esperadas ou não é capaz de fazer as pessoas trabalharem juntas de forma produtiva, ou preparam as empresas para atuarem em conjunto de uma forma tão pesada que os recursos exclusivos da empresa adquirida (suas melhores pessoas e clientes mais valiosos, por exemplo), se esgotam (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998).

Uma exceção a essa regra, até agora, como afirmam Ashkenas, Demonaco e Francis (1998), tem sido a inovação em matéria de integração (na aquisição). A maioria das fusões e aquisições são acontecimentos de um único evento que as empresas gerenciam com esforço heroico. Poucas empresas passam pelo processo vezes suficiente para desenvolver um padrão. Assim, ele tende a ser visto não como um processo, como algo replicável, mas apenas como algo a ser finalizado, para que todos possam voltar aos seus negócios ou às suas prioridades pessoais. A tendência para ver a integração como um evento único na vida de uma organização se deve ao fato de que as operações de F&A são experiências dolorosas e produtoras de ansiedade. Elas envolvem perda de emprego, responsabilidades reestruturadas, carreiras descarrilhadas, diminuem o poder, e muitas outras coisas estressantes. Não é de admirar que a maioria dos gerentes pense em como terminá-las logo - não em como fazê-las melhor da próxima vez (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998).

Entender o processo de aquisição pode ser um dos desafios mais urgentes e imperativos que as empresas enfrentam, atualmente, quando adotam estratégias de crescimento, porque ao tratar F&A como um processo, e não como um evento único, o foco no que é determinante pode contribuir para o sucesso da operação de F&A. As consolidações da indústria, a globalização da concorrência, a evolução tecnológica, e outras tendências têm desencadeado uma onda sem precedentes de fusões e aquisições que não mostra sinais de diminuir (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998). Considerando que as empresas adquirentes procuram fazer F&A com o objetivo de crescimento de participação no mercado e, portanto, com a expectativa de ter um desempenho, após completado o processo de aquisição (incluso o período de integração), equivalente ou superior ao que vinham obtendo sem as empresas adquiridas, é precisoe entender quais são os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição que, naturalmente, poderão levar ao insucesso.

1.2 RELATO DA EXPERIÊNCIA

Com mais de 18 anos de experiência profissional atuando em Desenvolvimento de Negócios para empresas multinacionais de origem norte-americana (EUA), principalmente, na abertura de mercado brasileiro para a entrada de novas linhas de produtos, novos negócios e novas empresas em vários setores da economia, o autor pode participar de vários projetos de crescimento de mercado. Dentre eles, destacaram-se os projetos de Fusão e Aquisição (F&A), de iniciativa da subsidiária brasileira mas com orientação da matriz multinacional em todo o processo de F&A e, portanto, com pouca autonomia da equipe ou subsidiária para modificações no mesmo.

O relato da experiência base para o estudo deste caso vem da vivência prática do autor, como participante observador, das consequências do processo de aquisição em que foram partes as empresas caracterizadas na Figura 2.

O autor iniciou seu período de relacionamento com a adquirente em abril de 1996 e, no caso específico, em setembro de 2005, após promoção interna, como *Country Manager* para o Brasil de uma das empresas do grupo. Participou do desenvolvimento da estratégia de crescimento para o mercado brasileiro desde a decisão inicial de crescimento orgânico com a expansão de canais de distribuição, de representação e de vendas, realização da análise das opções estratégicas de crescimento para o médio e longo prazo (*greenfield*, aliança estratégica, aquisição) e escolha pela estratégica corporativa de F&A.

É preciso salientar que o Brasil fazia parte da região geográfica denominada RoW (*Rest Of World*) e, posteriormente, dos *Emerging Markets* (países emergentes), região geográfica que incluía vários países em desenvolvimento e com potencial de crescimento. Também que, RoW significava não mais do que 4% do faturamento nos negócios do grupo.

O autor precisava aumentar a relevância estratégica (Oliveira Junior & Borini, 2006) da subsidiária no país e havia um longo caminho a percorrer. A subsidiária, mesmo que a aquisição fosse bem-sucedida, ainda seria por um período de 5 a 7 anos utilizada como uma exploradora de mercado, ou seja, orientada pela matriz para as vendas de produtos globais adaptados para o mercado brasileiro. Findo o período de integração, cerca de 2 anos da data da aquisição, o foco seria na transformação da empresa resultante, numa plataforma local de produção de alguns produtos globais da corporação. Uma questão que tentávamos responder era: apesar do Brasil ter recursos e capacidades para a fabricação de produtos, poderia ser considerado '*Low Cost Region*'? Essa era uma pergunta bem difícil de responder devido ao chamado 'custo Brasil' composto, principalmente, dos inúmeros tributos existentes.

Figura 2 - Caracterização das empresas

Características (em 2009)	Empresa Vendedora (Adquirida)	Empresa Compradora (Adquirente)
Configuração da empresa	Brasileira, de médio porte, com 2 pequenas fábricas, 2 escritórios regionais e matriz com operação comercial e serviços.	Corporação Multinacional (NYSE), de grande porte, com várias plataformas de negócios, +60 fábricas globais
Participação no Mercado Brasileiro (estimada)	5,5% (líder - mercado pulverizado)	1,5%
Fundação	1985	1985
Origem do Capital	Brasil (100% capital privado)	EUA (NYSE)
Tipo de Operação Predominante	Distribuidora de produtos importados e produzidos localmente	Fabricante de produtos industriais
Presença Geográfica	Brasil	Global
Produtos e Mercados	segmento de instrumentação analítica, produtos para laboratórios de análises de líquidos (água, sangue, etc), processos e meio-ambiente	segmento multi-industrial, produtos diversos
Faturamento líquido anual (em milhões de dólares)	60	13.000
Estratégia predominante	ser a líder em instrumentação analítica, no mercado brasileiro	ser a líder ou 2ª empresa, nos mercados em que participa
Número de colaboradores	270	50.000
Relação Adquirida-Adquirente	É distribuidora dos produtos no Brasil que representam 80% do faturamento local da adquirente.	É fornecedora de produtos que representam 23% do faturamento da adquirida.
Go-To-Market	Vendas: Equipe própria + representantes não-exclusivos; Serviços: Equipe própria	Vendas: Equipe própria + distribuidores exclusivos para os produtos fabricados + representantes não-exclusivos + vendas por catálogo; Serviços: Equipe própria + serviços de terceiros autorizados

Fonte: autoria própria

O que pendia favoravelmente na decisão da matriz em seguir com o projeto de aquisição era a maturidade de alguns outros negócios da corporação no Brasil. Essas subsidiárias de outros negócios no Brasil, advindas de aquisições de empresas globais com presença no território brasileiro, já se encontravam num nível de maturidade na relação subsidiária brasileira com a matriz multinacional onde elas já haviam desenvolvido capacidades organizacionais e estavam integradas com a matriz, tanto, em termos de coordenação, como controle e alinhamento estratégico (Oliveira Junior & Borini, 2006). Segundo esses autores, o próximo ponto para essas subsidiárias mais desenvolvidas seria fomentar o intraempreendedorismo. Assim, o projeto de aquisição, com a iniciativa local do autor, emergia como um projeto de intraempreendedorismo, deixava de ser uma simples oportunidade de expansão dos negócios da subsidiária da unidade interessada e passava a ter alinhamento (Ahmmad & Glaister, 2013) com as diretrizes estratégicas da corporação, e a atenção e o interesse de todas as outras subsidiárias da adquirente localizadas no Brasil.

Este projeto seria a primeira aquisição direta na América Latina, de uma empresa local pelo grupo multinacional. Mais uma vez, é interessante observar que a iniciativa de adquirir uma empresa local para a expansão dos negócios do grupo sempre foi a primeira opção (entre as várias estratégias de crescimento possíveis) do autor que se dedicou ao projeto de forma intensa para que a corporação prestasse atenção à oportunidade de crescimento para os negócios da empresa, no Brasil e região.

Assim que houve um sinal da matriz para seguir em frente com o início do processo de aquisição, o autor participou da preparação do funil de empresas locais para aquisição e da definição da empresa-alvo, bem como, fez parte da equipe de aquisição e foi o coordenador local das atividades específicas junto à empresa-alvo. Participou, assim, desde a fase pré-aquisição (*due diligence*, negociação e fechamento) até a fase integração estar completa (2 anos da data da aquisição).

Desde o primeiro dia da nova organização, pós-assinatura formalizando a aquisição da empresa, e iniciando uma nova equipe de gestão à frente da mesma, o autor pode observar os vários problemas de gestão decorrentes das decisões tomadas nas etapas de negociação e fechamento, na fase pré-aquisição do processo, que trouxeram consequências para a nova organização e que, muito provavelmente, tiveram papel-chave no desempenho da nova empresa formada.

1.3 PROBLEMÁTICA

A problemática aqui descrita tem como foco os vários problemas de gestão da nova organização decorrentes das decisões tomadas nas etapas de *due diligence*, negociação e fechamento, integrantes da fase pré-aquisição do processo, que trouxeram consequências para a nova organização, como será abordado neste estudo, e que, muito provavelmente, tiveram papel-chave no desempenho da nova empresa formada.

Apesar de várias pesquisas (Graebner & Eisenhardt, 2004; Vermeulen & Barkema, 2001; Very & Schweiger, 2001; Angwin, 2001; Kim & Olsen, 1999; Stahl et al., 2011; Quah & Young, 2005; Marks & Mirvis, 2011; Jordão, Souza & Avelar, 2014) apresentarem as diferenças culturais entre adquirida e adquirente como o fator maior responsável pelos problemas que ocorrem, principalmente, durante a fase integração da aquisição, há poucos estudos que discorrem sobre o processo de aquisição ainda em seu início, na chamada fase pré-aquisição.

O processo de aquisição, de modo geral, demandou muito das equipes da adquirente e

adquirida, seja no tempo dedicado, na quantidade e qualidade das informações e relatórios fornecidos ou obtidos, nos desafios mental e emocional, além dos esforços de ambas equipes continuarem a executar outras tarefas e projetos inerentes às suas responsabilidades para com suas organizações e de manterem a confidencialidade do projeto de aquisição perante os colaboradores da adquirida e o mercado.

As situações que foram consideradas problemáticas se iniciaram já no primeiro dia da nova organização, com a posse da nova equipe de gestão, composta por quatro executivos (os ex-proprietários) da adquirida e três executivos vindos da adquirente, que participaram, ativamente, do processo de aquisição, dentre estes o autor deste estudo.

Apesar de considerar, à época, que possuía os conhecimentos teóricos multidisciplinares necessários ao trabalho em equipe demandado na fase integração ou, pelo menos, a capacidade de buscar e adquirir os conhecimentos que faltassem, o autor vivenciou uma experiência empírica rica em novos aprendizados.

A oportunidade de cursar o mestrado, possibilitou que, com este projeto, fosse estudada a aplicação da teoria ao caso prático em análise, esperando-se contribuir com a identificação dos fatores críticos de sucesso (FCS) observados no processo de aquisição, com foco na fase pré-aquisição, para a obtenção dos resultados esperados pela adquirente e, portanto, para com a melhoria no próprio processo de F&A, em futuras negociações.

Estes fatores críticos de sucesso estão associados a alguns dos seguintes principais problemas que foram identificados, durante a fase integração:

a) a falta dos recursos/investimentos necessários para a mudança e adaptação da adquirida à cultura da adquirente: e de onde sairão esses recursos;
b) a falta de um gerente de integração: aquele que fará a ponte entre a equipe de gestão da nova organização e os *stakeholders* (e com a autonomia necessária);
c) a falta das condições contratuais dos antigos proprietários: se eles permanecerem com posições executivas na nova organização quais serão seus deveres e obrigações;
d) a falta dos condicionantes para realização dos *earnouts*[2] pelos vendedores (antigos proprietários): quais as metas que devem alcançar e quais os bônus atrelados a essas metas;
e) a falta de definição da necessária execução das ações estratégicas pelos novos

2 *Earnout* é uma forma de pagamento contingente usada para financiar uma aquisição e envolve uma estrutura de pagamento em duas etapas - um pagamento inicial (ou primeiro estágio) para os acionistas da adquirida e um pagamento de segundo estágio condicional ao desempenho à meta acordada, após a mudança de controle para a adquirente. (Barbopoulos & Sudarsanam, 2011, p. 679)

executivos da empresa resultante (nova organização) e que dão suporte (não somente) aos itens acima mencionados no fechamento;

f) a governança corporativa, envolvida em todas as situações acima.

Em resumo, com este estudo de caso, ao responder à questão de pesquisa pretende-se identificar e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional.

1.4 QUESTÃO DE PESQUISA E OBJETIVOS

Entende-se que, o problema da pesquisa resume-se à questão:

Como um adquirente multinacional pode se preparar adequadamente para o processo de aquisição de uma empresa brasileira?

Objetivo Geral

Identificar e analisar as fases e os fatores críticos de sucesso do processo de aquisição de uma empresa brasileira por uma multinacional.

Objetivos Específicos

1. entender as fases do processo de aquisição;
2. entender os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição;
3. compreender e analisar as fases consideradas no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional;
4. compreender e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional.

1.5 JUSTIFICATIVA

Recentemente, o Mestrado Profissional foi regulamentado pelas Portaria MEC Nº 389, de 23 de março de 2017 e Portaria CAPES Nº 131, de 28 de junho de 2017). Delas, extrai-se o seguinte excerto:

> "O Mestrado Profissional (MP) é uma modalidade de Pós-Graduação stricto sensu voltada para a capacitação de profissionais, nas diversas áreas do conhecimento, mediante o estudo de técnicas, processos, ou temáticas que atendam a alguma demanda do mercado de trabalho."

O autor, em sua experiência profissional, vivenciou o problema real da aquisição de empresa brasileira por multinacional, descrito no caso aqui estudado, desde quando o mesmo teve a iniciativa de apresentar esta oportunidade de intraempreendedorismo à empresa adquirente. O processo de aquisição ocorreu num tempo de 14 meses (o esperado era de 8 meses, no máximo) desde a decisão de iniciar o processo de aquisição até o fechamento e assinatura do contrato de compra e venda. Os problemas aqui relatados e enfrentados pós-aquisição foram diretamente de gestão do negócio e, portanto, o curso de pós-graduação, mestrado profissional em empreendedorismo, na área de administração se adequou bem aos conhecimentos teóricos a serem adquiridos pelo autor na busca de uma contribuição prática e teórica (Almeida, no prelo) para futuros processos de F&A que envolvam empresas brasileiras e multinacionais.

A escolha do caso relatado, dentre tantos outros que poderiam ser estudados, justifica-se pela participação do autor (relato da experiência, importante para o mestrado profissional) na iniciativa de apresentar esta oportunidade de aquisição de uma empresa brasileira, líder local do segmento de negócios, como a primeira realização pela adquirente de um processo de aquisição direta na América Latina e pelo ineditismo da adquirente em aquisição de um canal de distribuição.

No momento da apresentação da oportunidade à matriz, o autor estava à frente das operações do negócio no Brasil, havia contratado toda a equipe local de suporte técnico e comercial aos canais de vendas indiretas, distribuidores e representantes, e aos clientes de vendas diretas. O suporte administrativo local para a operação (incubada) da subsidiária da adquirente era realizado por uma coirmã, subsidiária de uma outra plataforma de negócios que estava mais desenvolvida no país.

O autor estava na corporação há dez anos e havia se transferido para a plataforma de negócios da adquirente em setembro de 2005. No início de 2006, o autor havia realizado um mapeamento estratégico do mercado local e todas as opções de crescimento estavam disponíveis, desde expandir (organicamente) a operação local com a contratação de mais profissionais (vendas, serviços e logística), adquirir uma pequena empresa de serviços necessária para a assistência técnica dos clientes diretos, ou adquirir um dos concorrentes locais que já possuísse acesso ao mercado e os recursos necessários para a expansão dos negócios da adquirente no Brasil.

Após a elaboração de um funil de oportunidades com as principais 5 opções para F&A

no Brasil, todas fabricantes locais de equipamentos ou consumíveis, optou-se pela realização de **um primeiro projeto de F&A** com a considerada líder no mercado local. Após um período que a adquirente denomina *cultivation*, e que significa (de modo simples) aproximar-se do alvo e cultivar o relacionamento com o mesmo, este primeiro projeto de F&A no Brasil teve início em julho de 2006. Com todas as formalidades cumpridas (contrato de confidencialidade etc), em dezembro, foi feita uma primeira oferta de compra com a apresentação de uma carta de intenção e uma faixa de valores para apreciação do alvo e aceite do início do *due diligence*. Com a aceitação do alvo, esta fase pré-aquisição se estendeu por cerca de 13 meses (janeiro de 2008), **e não teve sucesso pois o alvo não aceitou a oferta de compra** (o motivo está sob sigilo).

Ao final de 2006, o autor havia aumentado em 42% as vendas do negócio que estava sob sua responsabilidade no Brasil. Somente com o crescimento orgânico pela introdução de novos distribuidores, representantes, linhas de produtos, novos mercados etc. Conforme a cultura corporativa, já contava com os necessários crédito e atenção da corporação para a apresentação de iniciativas, caso assim decidisse.

No início de 2007, surgiu a questão feita pela alta gerência na matriz: quais eram as ações estratégicas para levar o negócio ao próximo nível no Brasil?

Durante um evento com a equipe internacional em Montreal, Canadá, em julho de 2007, houve uma abordagem feita por um dos *HR partners* da adquirente ao autor sobre quais seriam esses próximos passos no Brasil. As questões realizadas pelo *HR partner* foram: a) Se você tivesse 1 milhão de dólares para investir no Brasil, o que você faria? A resposta foi: "a preferência é por não receber um investimento deste valor pois não ajudaria muito a levar os negócios locais da empresa a um outro nível". A sugestão foi para que o 1 milhão fosse entregue à Índia que, possivelmente, faria um melhor proveito do mesmo. Na sequência, a questão foi: b) E, se esse valor fosse de 10 milhões de dólares? A resposta foi: "com 10 milhões, faria a aquisição de uma pequena empresa de serviços e assistência técnica local para atender os clientes diretos". E, a última pergunta foi: c) Qual seria a melhor opção de investimento para levar os negócios da empresa ao próximo nível? A resposta: "a melhor opção seria a aquisição de um concorrente local, e o valor estimado para essa aquisição estaria entre 40 milhões e 60 milhões de dólares". Mais tarde, o autor percebeu que se tratava de um teste para saber o quanto o mesmo estava confiante na realização de um projeto de F&A no Brasil como a melhor opção estratégica para os negócios da empresa. Lembrando que o primeiro projeto de F&A estava a pleno vapor no Brasil, neste momento. O valor estimado do alvo, neste primeiro projeto, era algo próximo a 20 milhões de dólares.

Nos quatro anos (de setembro de 2005 a agosto de 2009) em que esteve à frente do

negócio, o autor triplicou as vendas locais (de 4,7 milhões de dólares norte-americanos para 16,2 milhões de dólares norte-americanos, referente a valores de faturamento no Brasil). Para uma comparação, nos cinco anos anteriores à gestão do autor dos negócios, os valores de vendas locais estiveram estagnados.

Com o insucesso desse primeiro projeto de F&A no Brasil e descartadas as outras opções do funil de oportunidades, aconteceram três coisas ao mesmo tempo, em maio de 2008: a) a corporação tinha disponível *Free Cash Flow* para projetos de F&A e projetos regionais de 'pequeno porte' poderiam ser apresentados; b) o diretor internacional de negócios da unidade adquirente havia recebido uma ordem para fazer aquisição de canais de vendas (aquisição vertical) se não fosse possível a aquisição de propriedade intelectual (fabricantes); e, c) o principal distribuidor local da adquirente acabava de reportar que gostaria de realizar uma parceria comercial, do tipo *Joint Venture* com algum *player* internacional, e gostaria de saber se a adquirente teria interesse nessa aliança. As condições para a apresentação de um segundo projeto de F&A no Brasil estavam presentes. Esse segundo projeto de F&A é o caso aqui estudado.

O processo de F&A era centralizado na matriz da adquirente, através da equipe corporativa de desenvolvimento de negócios e, portanto, com pouca autonomia para que o autor e equipe de projeto de F&A (*M&A team*) tomassem várias decisões sem a validação da equipe corporativa. Por exemplo, toda a negociação de preço foi realizada sem a presença do autor e de alguns outros integrantes da equipe local (mas, o autor participou do momento da assinatura do contrato de compra e venda e teve acesso ao preço pago, no dia do fechamento).

Portanto, este trabalho final apresenta as condições estabelecidas pelo Mestrado Profissional, ainda de acordo com as Portaria MEC Nº 389/17 e CAPES Nº 131/17, "O trabalho final do curso deve ser sempre vinculado a problemas reais da área de atuação do profissional-aluno e de acordo com a natureza da área e a finalidade do curso, podendo ser apresentado em diversos formatos."

Da experiência profissional, também, percebe-se a pouca atenção que os empresários brasileiros dão à questão da saída do negócio. Evidentemente, ninguém inicia um negócio pensando na saída, mas saber por qual valor estaria disposto a vender sua empresa deveria ser uma das prioridades do proprietário. Muito do tempo dispendido pela adquirente, nos dois projetos de F&A mencionados neste tópico, foi na apresentação da faixa de valores de aquisição até a aceitação pelo(s) alvo(s) do que considerava(m) como um preço justo pela sua(s) empresa(s). Vale destacar que essa apresentação da faixa de valores acontece na fase pré-aquisição e antes do início do *Due Diligence*, propriamente dito.

O autor entende que essa preparação para a saída estratégica do negócio não tem feito

parte das prioridades dos empresários locais. Neste ponto, preparação para a saída estratégica do negócio, este estudo pode oferecer algumas contribuições.

Para as multinacionais, quer se utilizem de processos de F&A bem estruturados ou de uma lista de atividades do tipo '*check the box'*, os fatores críticos de sucesso, expostos pela literatura no item 2.6 deste estudo e contrapostos com os coletados na pesquisa de campo, podem também contribuir para alguma melhoria em seus processos. O autor entende que há demanda no mercado para profissionais que entendam do processo de F&A como um todo, para trabalho como colaborador de empresas multinacionais ou brasileiras. Hoje, o entendimento do processo de F&A está concentrado nas grandes corporações multinacionais, nas grandes consultorias globais (KPMG, McKinsey, E&Y, Deloitte) ou fragmentado, funcionalmente, nas pequenas consultorias locais de profissionais especializados (advogados e contadores, principalmente). Esse estudo esperou contribuir com conhecimento específico do processo de F&A para utilização por pequenas e médias empresas brasileiras e multinacionais.

Justifica-se a presente pesquisa em função da contribuição que pode ser dada por este estudo aos processos de F&A que, por vários motivos, contam com um percentual alto de insucesso (King, Dalton, Daily e Covin, 2004). Considerando que as empresas adquirentes procuram realizar F&A com o objetivo de crescimento de mercado, por exemplo, através da aquisição de ativos estratégicos, e, racionalmente, com a expectativa de ter um desempenho futuro equivalente ou superior ao que vinham obtendo sem as empresas adquiridas, é preciso conhecer os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição que, naturalmente, poderão levar ao insucesso. Para tanto, fundamental é entender como ocorre o processo de aquisição.

Parte da literatura, citada neste estudo, menciona que o insucesso da operação de F&A está, principalmente, relacionado às diferenças culturais presentes na fase de integração das empresas na formação da nova organização resultante. Dentro dessa lógica, essas diferenças culturais acabam por sacrificar em demasia a operação da nova organização e os resultados obtidos são traduzidos como insucesso da operação. Há trabalhos que estudam as causas do insucesso que não aquelas associadas às diferenças culturais entre adquirente e adquirida ou ao sobrepreço pago por aquela a esta. King, Dalton, Daily e Covin (2004) observam que os pesquisadores podem não estar procurando o conjunto correto de variáveis que impactam no desempenho das F&A e deveriam estar mais atentos às variáveis não-financeiras, que são ainda pouco estudadas na teoria e na pesquisa.

Este estudo se justifica pela contribuição, através de abordagem exploratória e da apresentação de um caso real, na exposição de que a fase pré-aquisição é a fase crítica e a real definidora do sucesso ou insucesso da operação de aquisição, pois nesta fase são definidos os parâmetros para a realização das fases subsequentes do processo e onde, portanto, deveriam ser

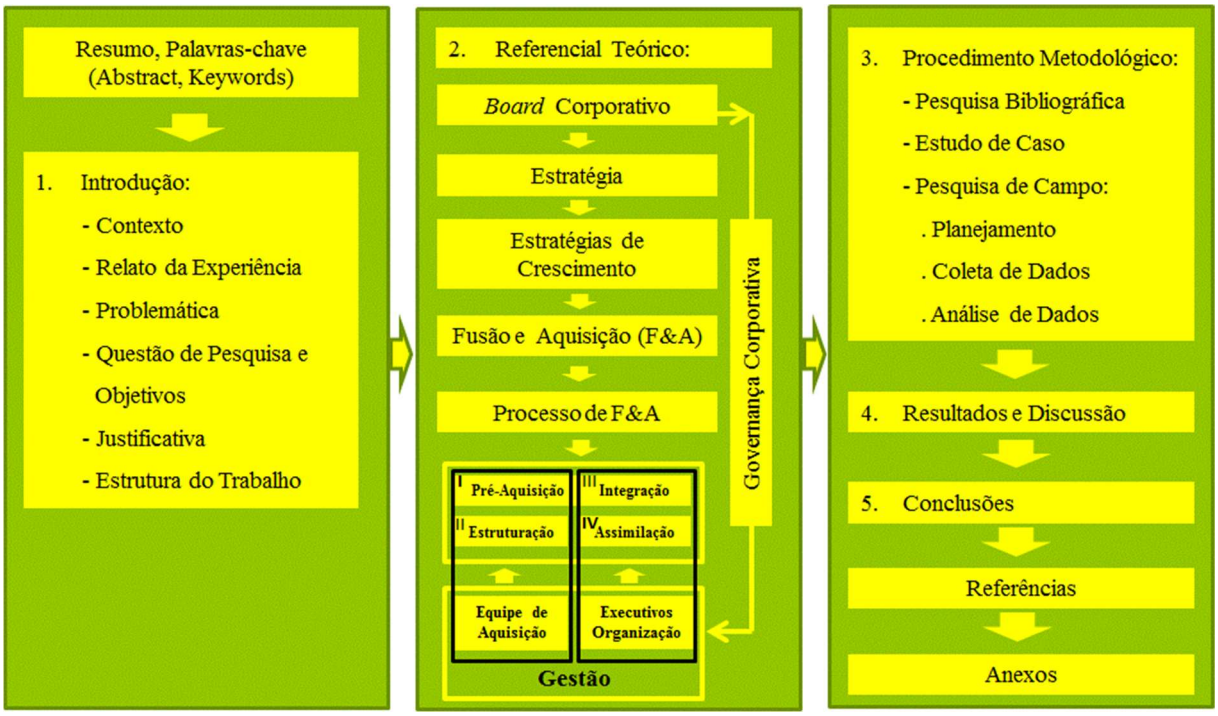
analisados os pontos críticos de sucesso da operação de F&A.

O autor acredita que a atual pesquisa poderá contribuir tanto academicamente com o tema quanto na prática. Poderá contribuir academicamente, com um passo para o melhor entendimento das fases do processo de F&A e os associados fatores críticos de sucesso e, na prática, o resultado da pesquisa poderá servir como orientação para análise dos fatores críticos (determinantes) do sucesso do processo de F&A, para potenciais compradores e vendedores de empresas, ou seja, poderá dar sua contribuição aplicada no ambiente empresarial.

1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente trabalho está organizado em seis capítulos que podem ser visualizados na Figura 3, a seguir:

Figura 3 - Estrutura do trabalho



Fonte: autoria própria

No capítulo 1, Introdução, apresentam-se o contexto e relevância do tema Fusões e Aquisições no Brasil, o relato da experiência do autor, a problemática, a questão de pesquisa e os objetivos do estudo, bem como a justificativa para a realização deste trabalho e a forma como ele está estruturado.

No segundo capítulo, Referencial Teórico, é realizada a revisão da literatura que embasa a teoria relacionada à questão de pesquisa. O capítulo está estruturado de forma a vir do tema mais abrangente para o mais específico, tratando assim dos conceitos de estratégia, estratégia de crescimento, fusão e aquisição (F&A), fases do processo de F&A, gestão da F&A e fatores críticos de sucesso (FCS).

Em seguida, no capítulo 3, Procedimento Metodológico, são descritos o método de pesquisa utilizado e a pesquisa de campo, composta de planejamento, o método de coleta de dados e a técnica de análise de dados.

No capítulo 4, Resultados e Discussão, são apresentados os resultados da pesquisa de campo e feita a discussão desses resultados encontrados na prática com a teoria apresentada no capitulo 2.

Na sequência, no capítulo 5, são apresentadas as conclusões do estudo, voltando à questão de pesquisa e aos objetivos propostos, aborda-se as contribuições e as limitações da pesquisa, bem como sugestões para estudos futuros no tema.

O trabalho se encerra com a lista das Referências Bibliográficas utilizadas para a estruturação do presente trabalho e apêndice.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A estratégia corporativa preocupa-se com as formas de otimizar os portfólios de negócios que uma empresa possui e em como esse portfólio pode ser alterado para servir aos interesses dos *stakeholders*[3] da corporação (Sudarsanam, 2003). Fusões e Aquisições (F&A) ou Mergers and Acquisitions (M&A) em inglês, é um meio para um fim, e é um instrumento para alcançar os objetivos estratégicos dos negócios e corporativos.

Desta forma, é preciso entender o que é estratégia corporativa e como F&A se torna uma das opções estratégicas da organização para crescer, que precisa ser elaborada e implementada (Mintzberg, 2005). Decidida pela estratégia de crescimento por F&A, a organização vai estabelecer um processo organizado em fases para executar seu projeto.

Quanto mais detalhadas forem as fases do processo de aquisição, com a identificação e acompanhamento dos fatores críticos de sucesso (FCS) ao longo dessas fases, maior será a possibilidade de ter sucesso no projeto de F&A.

Portanto, na gestão do processo de aquisição é importante ter uma equipe preparada e, na medida do possível, experiente na condução de processos de F&A. Feita a aquisição, a nomeação dos executivos da nova organização será um dos aspectos determinantes para assegurar que o que foi planejado para a combinação das organizações seja implementado com sucesso.

Uma vez que podem surgir conflitos entre os interesses dos acionistas e os gestores do processo de F&A, questões de governança corporativa precisam ser consideradas e respondidas.

2.1 ESTRATÉGIA

A estratégia corporativa é um tema que tem sido muito estudado pela academia e pelas próprias organizações que procuram entender quais são as opções de estratégias existentes e, dentre elas, qual deveria ser aquela que melhor se adequa aos objetivos da empresa e, principalmente, aquela que é efetiva e, obviamente, a que leva ao sucesso.

Há várias definições para estratégia. E não há consenso.

Assim, para Quinn (1978), "Uma estratégia é o padrão ou plano que integra as principais metas, políticas e sequências de ação da organização em um todo coeso".

Segundo Andrews (1980):

---

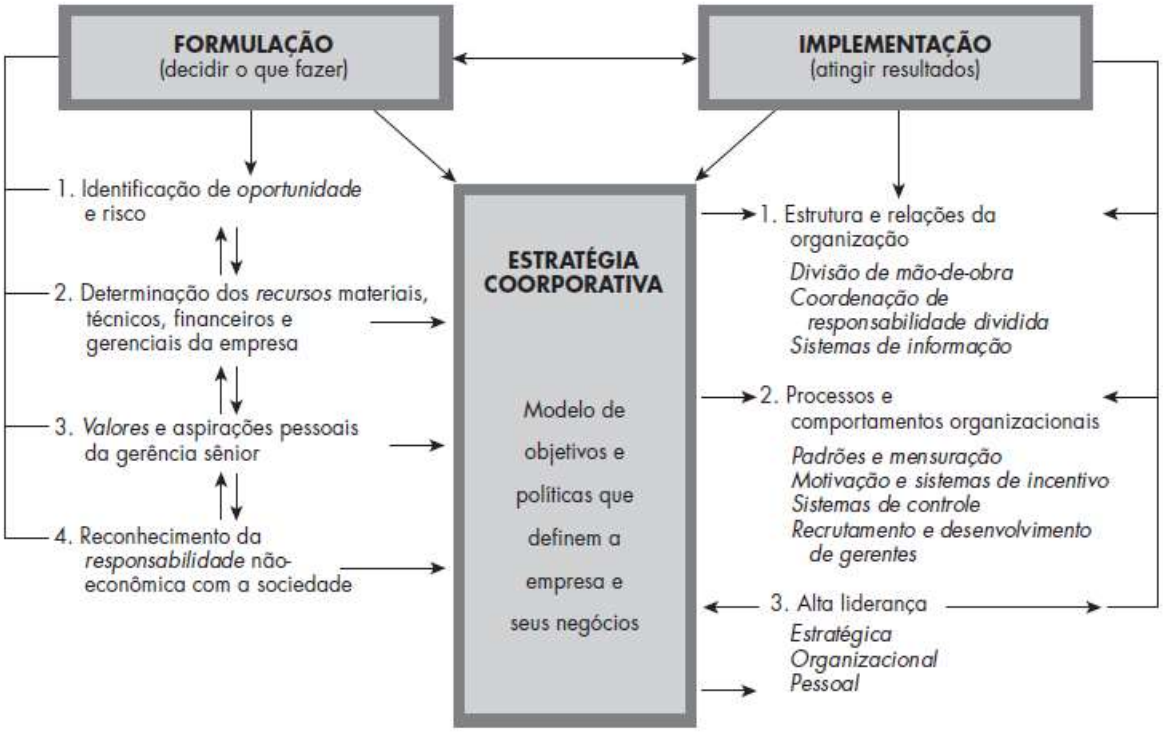
[3]*Stakeholders* são aqueles grupos que têm uma participação ou interesse na empresa. Inclui fornecedores, clientes, empregados, acionistas, e a comunidade local, assim como, a gestão da organização em seu papel de agente para estes grupos. (Freeman, 2000, p.56)

> "A estratégia corporativa é o modelo de decisões de uma empresa que determina e revela seus objetivos, propósitos ou metas, produz as principais políticas e planos para atingir essas metas e define o escopo de negócios que a empresa vai adotar, o tipo de organização econômica e humana que ela é ou pretende ser e a natureza da contribuição econômica e não-econômica que ela pretende fazer para seus acionistas, funcionários, clientes e comunidades."

Quanto à estratégia ser efetiva, Quinn (1978) menciona:

> "Estratégias efetivas tendem a emergir de uma série de subsistemas estratégicos, cada um dos quais ataca uma classe específica de questões estratégicas (por exemplo, aquisições, desinvestimentos ou grandes reorganizações) de uma forma disciplinada, e que são interligados incremental e oportunisticamente em um padrão coeso que se torna a estratégia da empresa".

Figura 4 - Formulação e implementação da estratégia corporativa



Fonte: Andrews, 1980

Conforme apresentado na figura 4, para Andrews (1980):

> "A estratégia corporativa é um processo organizacional, de muitas formas inseparável da estrutura, do comportamento e da cultura da empresa onde ocorre. Entretanto, podemos abstrair desse processo dois aspectos importantes, inter-relacionados na vida real, mas separados para fins de análise. O primeiro pode ser chamado de formulação, o segundo, de implementação."

Para as grandes e complexas organizações deve-se ter diversas estratégias hierarquicamente relacionadas, que se apoiem mutuamente. Cada uma dessas estratégias pode ser mais ou menos completa, congruente com o nível de descentralização pretendido (Quinn, 1978).

2.2 ESTRATÉGIAS DE CRESCIMENTO

Na figura 5, Pedroso (2010, p. 121) apresenta as várias opções estratégicas entre as quais uma organização pode fazer a(s) sua(s) escolha(s) para formulação e posterior implementação.

Figura 5 - Opções estratégicas

Fonte: Pedroso (2010)

Para Johnson, Whittington e Scholes (2011), são cinco as escolhas estratégicas que uma organização pode fazer: estratégia de negócios, estratégia corporativa, estratégia internacional, estratégia de inovação e estratégia de aquisições & alianças.

Uma aquisição (crescimento inorgânico) pode ter vários benefícios comparadas à abertura de uma nova filial (*greenfield*, crescimento orgânico) da corporação. As aquisições permitem às empresas um maior poder de mercado, evitar barreiras à entrada, entrar em mercado e adquirir conhecimento e recursos de forma mais rápida. Entretanto, as aquisições implicam custos adicionais para as empresas adquirentes, com o pagamento de um sobrepreço pela empresa-alvo e pelos custos de integração da empresa adquirida na adquirente (Vermeulen & Barkema, 2001)

Ao final, o que motiva a organização a adotar uma determinada estratégia é que ela possa criar valor para seus *stakeholders*.

2.3 FUSÃO E AQUISIÇÃO: DEFINIÇÃO E TIPOLOGIA

Fusões e Aquisições (F&A) são uma parte importante em reestruturação de empresas. O propósito declarado por trás das F&A é que duas empresas operando em conjunto, como se fossem uma só, criam mais valor econômico para seus acionistas do que se elas operassem como duas empresas separadas. Apesar de vários estudos (Haspelagh & Jemison, 1987) indicarem que, no momento da transação de F&A, os acionistas da adquirida percebem valor criado mas os acionistas da adquirente percebem valor destruído.

Como observado por Yarshell (2011), muitas transações de F&A têm como objetivo a concretização de sinergias e é com base nesse conceito que as empresas estão dispostas a pagar preços superiores em determinadas transações. É também com base neste conceito que determinados autores definem o conceito de sucesso de uma transação. De acordo com Rhinow (2006 citado por Yarshell, 2011), o conceito mais aceito pelos analistas e executivos é o de que sinergia seja o "valor adicional gerado para as organizações, partindo-se da premissa de que as companhias possuem maior valor juntas do que atuando separadamente".

As estratégias de F&A são muito utilizadas em aquisições além fronteira (*cross border*) para superar barreiras de entrada em mercados internacionais, cada vez mais importantes na medida em que países emergentes como China, India, Brazil, México e Indonésia começam a constar entre as 12 maiores economias do mundo e têm uma força de compra combinada equivalente à metade das nações industriais do G7.

Dentro de uma perspectiva legal (DePamphilis, 2010), relacionada à estrutura legal utilizada para consumar a transação, denomina-se fusão à estratégia de combinar dois negócios. Basicamente, a fusão ocorre quando duas empresas se juntam ou se fundem para formar uma única empresa, mas sob um novo nome. Isto acontece porque, com frequência, as duas empresas possuem tamanhos similares e cooperam uma com a outra no processo de se tornar uma só empresa. Já a aquisição se refere à situação em que uma das empresas adquire a outra e esta última deixa, legalmente, de existir. Em geral, uma empresa compra uma outra de menor tamanho que pode ser absorvida pela organização da primeira ou se tornar uma subsidiária daquela.

A empresa que procura fundir com ou adquirir uma outra empresa é, geralmente, denominada adquirente ou compradora. E, a empresa que está sendo comprada/adquirida é denominada alvo (*target*).

Dentro de uma perspectiva econômica (DePamphilis, 2010), independentemente do tamanho da empresa, há aquisição horizontal quando o adquirente e alvo competem na mesma indústria; e, há aquisição vertical quando o alvo é fornecedor ou distribuidor de um ou mais produtos ou serviços da adquirente. Na aquisição vertical, o adquirente passa a ter controle sobre parte da cadeia de valor. Se adquirir um fornecedor diz-se que houve 'integração para trás' e se aquisição for de um distribuidor, 'integração para a frente'.

Conforme Capron (1999), nas aquisições horizontais, o foco do comprador está em aumentar a receita pelo aumento de participação de mercado ou pela expansão do portfólio de produtos. Nas aquisições verticais, o foco está em reduzir custos pela eliminação de custos de aquisição e aumento da eficiência da cadeia de fornecimento.

Os interesses estratégicos dos adquirentes – e, em alguns casos, também dos alvos - são determinantes no que diz respeito à escolha da modalidade de crescimento e da subsequente estratégia de integração.

Figura 6 - Tipos de Aquisição conforme a origem do capital investido

Tipo de Aquisição	
Doméstica	Transações domésticas entre empresas de capital brasileiro
Cross border 1	Empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de brasileiros, capital de empresa estabelecida no Brasil.
Cross border 2	Empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo, de estrangeiros, capital de empresa estabelecida no exterior.
Cross border 3	Empresa de capital majoritário brasileiro adquirindo, de estrangeiros, capital de empresa estabelecida no Brasil.
Cross border 4	Empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de estrangeiros, capital de empresa estabelecida no Brasil.
Cross border 5	Empresa de capital majoritário estrangeiro adquirindo, de brasileiros, capital de empresa estabelecida no exterior.

Fonte: KPMG, 2018

Na Figura 6, é possível identificar uma nomenclatura para os tipos de aquisição conforme a origem do capital investido (KPMG, 2018). Para efeito de simplificação, com maior frequência, serão utilizados os termos local (para as aquisições domésticas) e internacional (para todos os tipos de aquisições *cross-border*).

É preciso que se entenda um projeto de aquisição como um processo composto de fases e não um evento. Como um processo, porque pode ser seguido passo-a-passo e melhorado. Composto de fases, para facilidade de estudo, entendimento das causas e consequências ao longo do processo.

2.4 FASES DO PROCESSO DE AQUISIÇÃO

A aquisição deve ser entendida como um processo ao longo do tempo. Os vários estudiosos de F&A dividem o processo de aquisição em fases distintas.

Para Kim e Olsen (1999), o processo de F&A é composto de 2 fases: a gestão pré-aquisição e integração pós-aquisição. A gestão pré-aquisição é composta de 4 etapas: informação, valor, preço e fechamento. A integração pós-aquisição é composta de 5 etapas: estruturação, pessoas, cultura, organização e estratégia.

Sudarsanam (2003) explica F&A como um processo (e, não como uma transação) constituído de cinco fases (vide figura 7) e que precisa de contribuições de uma série de processo multi-estágios e que uma visão holística do processo é necessária para apreciar os elos inter-estágios e desenvolver estratégias de F&A efetivas que criem valor. Inicia-se com a

estratégia corporativa (estágio1), segue com a organização para as aquisições (estágio 2), elabora a estruturação da transação (estágio 3), vai para a integração pós-aquisição (estágio 4) e encerra com a auditoria pós-aquisição (estágio 5).

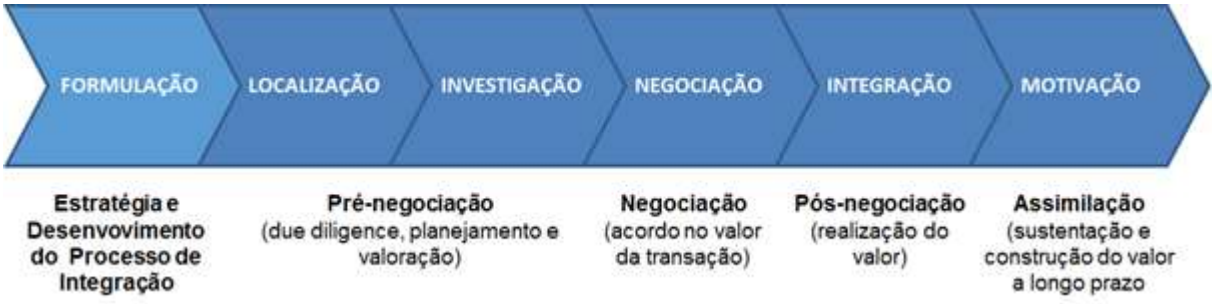
Figura 7 - O processo de aquisição com 5 fases

Fonte: Sudarsanam (2003)

Johnson, Whittington e Scholes (2011) consideram que o processo de aquisição tem três fases: escolha do alvo, valoração e integração. Primeiro, há a busca para identificar um alvo de aquisição que melhor se adeque aos objetivos da empresa. Depois, há o processo de negociação por um preço justo. Finalmente, os gestores terão que integrar as empresas adquirente e adquirida em conjunto, a fim de realizar o valor total da sua compra.

Galpin e Herndon (2007) dividem o processo de aquisição, que denominam modelo de fluxo de negociação, em seis fases: formulação, localização, investigação, negociação, integração e motivação. No modelo apresentado na Figura 8, a fase motivação direciona todos os esforços à maximização de criação de valor no longo prazo. Uma vez que as principais atividades da fase integração estejam completas e a maioria de todas as sinergias projetadas tenha sido atingida, a responsabilidade da gestão passa a ser a de obter a sustentabilidade através de melhorias contínuas. Este modelo está representado como tendo seis estágios em linha. Porém, quando aplicado estas fases estão quase sempre interligadas.

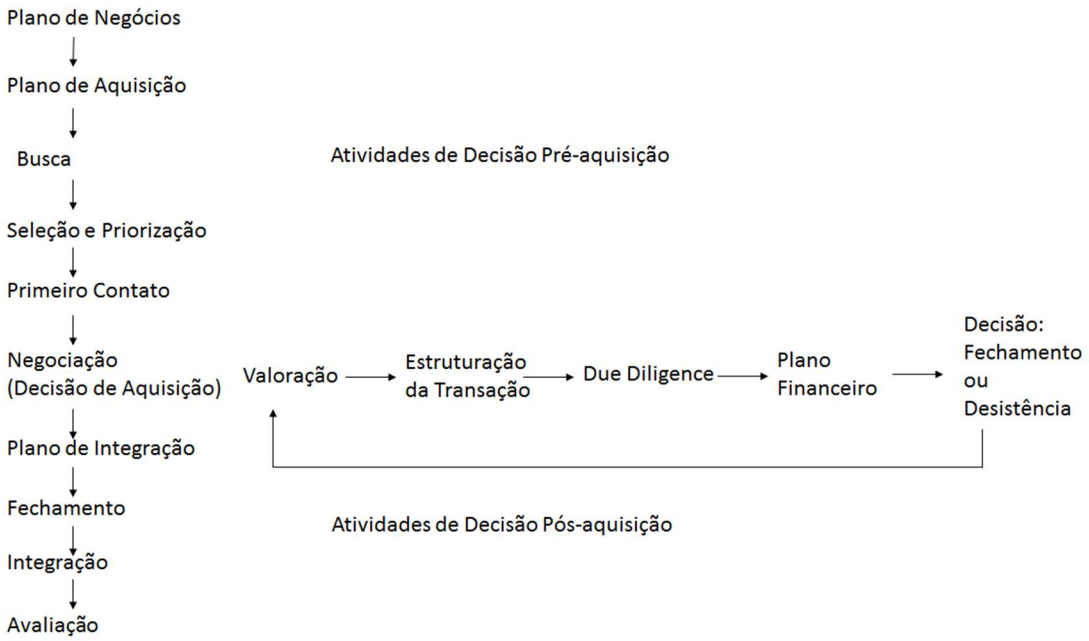
Figura 8 - Modelo de fluxo da negociação de M&A



Fonte: Galpin & Herndon (2007)

DePamphilis (2010), por sua vez mais detalhista, divide o processo em dez fases: plano de negócios, plano de aquisição, busca, seleção e priorização, primeiro contato, negociação, plano de integração, fechamento, integração e avaliação (vide figura 9). A sexta fase, negociação, é dividida em cinco etapas: valoração, estruturação da transação, *due diligence*, plano financeiro e decisão (fechamento ou desistência do negócio). Enfatiza que a fase crucial do processo de aquisição é a negociação pois nela será definida uma série de atividades simultâneas e inter-relacionadas que culminarão na decisão de fechar e no preço a ser pago, ou desistir da compra. A visão de DePamphilis (2010) do processo de M&A tem forte apelo no retorno financeiro, por sua formação em economia e finanças.

Figura 9 - Diagrama de fluxo do processo de aquisição



Fonte: DePamphilis (2010)

Para Ashkenas, Demonaco e Francis (1998), existente a motivação para a transação e escolhido o alvo de aquisição, dá-se início ao processo de aquisição, propriamente dito, composto por quatro fases: pré-aquisição, estruturação, integração e assimilação, conforme Figura 10.

Figura 10 - Modelo pioneiro (Pathfinder Model)

Fonte: Adaptado de Ashkenas, Demonaco & Francis (1998) com foco na Fase Pré-aquisição

Para Marks e Mirvis (2010), o processo de aquisição possui três fases: **pré-combinação**, com enfoque financeiro e em elementos estratégicos, englobando a estratégia de aquisição, busca e seleção do alvo, estruturação da negociação, *due diligence*, plano financeiro e preparação para a eventual combinação; **combinação**, que se inicia com o fechamento do acordo (contrato legal) e engloba o planejamento e estruturação para a integração das empresas, de forma a criar suporte para que a próxima fase seja bem-sucedida; e, **pós-combinação**, se inicia com a posse da nova gestão e sua responsabilidade de dar forma à nova organização e cultura. Comentam que, num acordo, não há uma linha divisória entre as fases combinação e pós-combinação, e que algumas áreas são integradas antes de outras considerando-se a complexidade e importância estratégica para a empresa resultante.

Ainda, Marks e Mirvis (2010) mencionam que mesmo quando executivos baseiam suas decisões de F&A numa estratégia sensata, e tem uma noção das implicações operacionais e o que tem de ser gerenciado, é o fator humano que determina se isto vai se traduzir ou não em sucesso. A figura 11 apresenta as diferenças substanciais entre a ênfase típica e ênfase bem-sucedida em cada fase do processo de F&A, segundo esses autores:

Figura 11 - Ênfases nas fases do processo de F&A

Fase	Ênfase típica	Ênfase bem-sucedida
Precombinação	Financeira	Estratégica
Combinação	Política	Plano de integração
Pós-combinação	Controle de danos	Criação de valor

Fonte: adaptado de Marks e Mirvis (2010)

Portanto, segundo encontrado por Marks e Mirvis (2010), na fase pré-combinação a ênfase típica encontrada é a financeira e voltada para os resultados a serem alcançados com a operação. Porém, a ênfase bem-sucedida é quando as adquirentes têm foco nos elementos estratégicos, com ampla análise das variáveis que podem impactar a F&A. Na fase combinação, os autores alertam que o principal foco deve estar no planejamento da integração (aos quais denominam transição), criando suporte para que a próxima fase seja bem-sucedida. No entanto, a ênfase típica encontrada na maioria dos processos de F&A, que eles analisaram, está em questões políticas internas onde o time da adquirente traz suas planilhas contábeis, suas frequências de relatórios, seus métodos de planejamento e os impõem à (subsidiária) adquirida. Os autores mencionam um caso bem-sucedido da fase combinação com ênfase no plano de integração que foi o da combinação Renault - Nissan que culminou com a criação de valor na fase pós-combinação. O CEO Carlos Ghosn refletiu sobre os negócios transnacionais desta maneira:

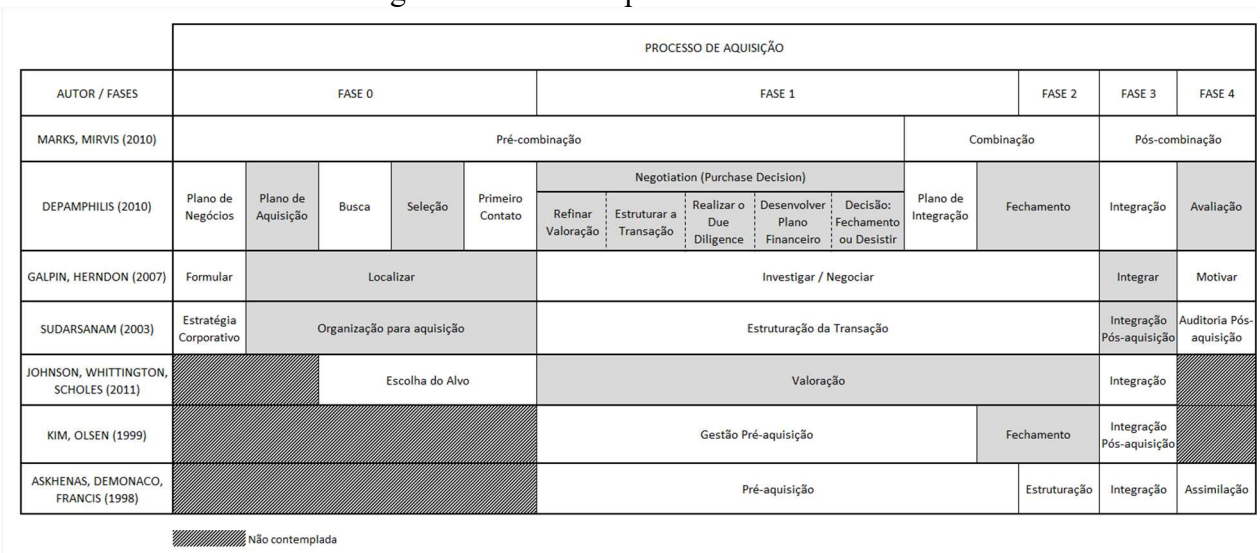
> "Algumas pessoas consideram diferenças culturais uma fonte de atrito e conflito. É verdade. Mas, diferenças culturais também podem ser uma fonte de enriquecimento e progresso. [Na Renault-Nissan] as diferenças culturais são vistas mais como objeto de fertilização cruzada e inovação… "
>
> (Ghosn, 2001)

Quando a aliança com a Renault foi formada em 2002, um Comitê de Aliança Global foi formado, e um comitê de direção e equipes interempresariais foram criados para orientar a busca de sinergias e gerenciar programas mútuos; entre as suas realizações estavam o desenvolvimento de motores e caixas de câmbio e o compartilhamento de plataformas de automotivos e peças. O know-how de fabricação da Nissan, o *Nissan Production Way*, foi adotado pela Renault e suas fábricas produzem veículos tanto de uma como da outra marca.

Por fim, na pós-combinação, já com a posse da nova equipe de gestão, o foco deve ser na criação de valor, no entanto, a ênfase típica encontrada é no controle de danos. Muitas vezes, isso ocorre porque os executivos ficaram impacientes com o planejamento e implementação apressados, na medida em que suas duas empresas não conseguiram integrar e houve sérias quedas tanto na moral dos colaboradores quanto na satisfação do cliente. Em combinações bem-sucedidas, gerentes e colaboradores de ambos os lados abraçam a lógica estratégica e entendem seus papéis e responsabilidades em fazer a combinação funcionar. Para facilitar esta transição, vimos empresas combinadas envolverem milhares de colaboradores no planejamento da integração e, posteriormente, nos esforços de implementação do que esses colaboradores ajudaram a moldar.

A figura 12 apresenta uma comparação entre as diferentes abordagens para o processo de F&A dos autores citados neste tópico.

Figura 12- Fases do processo de F&A



Fonte: autoria própria

Este trabalho considera que o processo de aquisição possui 4 fases: pré-aquisição, estruturação, integração e assimilação. Isto porque o Modelo Pioneiro (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998) foi o utilizado pela adquirente multinacional (EUA) à época da aquisição da empresa brasileira, caso aqui estudado. Estas fases serão apresentadas nos tópicos 2.4.1 a 2.4.4.

Antes, é preciso mencionar, brevemente, a fase 'zero' do processo de F&A que vai desde a decisão da empresa em adotar a estratégia de crescimento via F&A, passando pela organização para a aquisição (que inclui o plano de aquisição), a procura e seleção do alvo, até o primeiro contato com o alvo. E, também, apresentar os motivadores que levam os compradores e vendedores a participarem do processo de F&A.

I. Fase zero: Antecedentes do Processo de F&A

A fase 'zero' é a que trata dos antecedentes do processo de F&A e vai desde a decisão da empresa em adotar a estratégia de crescimento via F&A, passando pela organização para F&A que inclui o plano de F&A, a procura e seleção do alvo, até o primeiro contato com o alvo. Serão destacados alguns pontos determinantes dessa fase que podem ser considerados fatores críticos de sucesso para o processo de F&A.

O autor entende que o início da fase 'zero' é quando a empresa toma a decisão de adotar uma estratégia corporativa que englobe F&A (Sudarsanam, 2003). Então, conforme Andrews (1980), a empresa passa à formulação e depois implementação da estratégia. A empresa organiza-se para F&A, elabora o plano de F&A e passa à sua execução (Sudarsanam, 2003). Desta forma, estrategicamente, a empresa inicia a busca de potenciais oportunidades de F&A e a criação de um funil de projetos estratégicos de F&A.

No entanto, haverá casos em que as oportunidades para F&A virão ao encontro da empresa, e ela deveria estar preparada para fazer uma rápida avaliação. Segundo Aiello e Watkins (2000), os adquirentes experientes seguem duas regras simples para criar o funil de projetos estratégicos de F&A:

a. **analisam todo o mercado**: adquirentes de sucesso estão sempre à procura de oportunidade (alvos). Criam um funil com um grande volume de oportunidades e, ativamente, selecionam os que serão analisados com mais profundidade. Avaliar um grande volume de oportunidades confere dois benefícios: a) dá uma noção geral de que tipos de oportunidades estratégicas de F&A existem e a que preço, tornando a empresa mais capaz de avaliar o valor de cada oportunidade em relação às outras; e, b) fará com que os gerentes tenham disciplina e rapidez no processo de criação do funil;

b. **mantém o foco estratégico**: Um erro comum para os adquirentes menos experientes é colocar a estratégia de lado diante de uma oportunidade. Uma vez que a decisão de compra é tomada, quem está à frente da transação vai querer apenas fazê-la. As premissas operacionais serão afrouxadas para fazer a transação acontecer. Adquirentes experientes são rigorosos em seguir as orientações da estratégia de crescimento.

Conforme DePamphilis (2010), a **seleção do alvo** é um refinamento do processo de busca ativa por empresas-alvo. Começa com um corte na lista inicial de candidatos potenciais pela aplicação de critérios tais como tipo de indústria e tamanho máximo da transação. A lista inicial de potenciais candidatos à aquisição pode ser ainda grande. Critérios adicionais podem ser usados para encurtar a lista. Sempre que possível, os critérios de seleção devem ser quantificados. Além do preço máximo de compra, a localização geográfica, um segmento de mercado específico dentro da indústria ou uma linha de produtos específica dentro de um segmento de mercado podem ser utilizados como critério adicional. Outros filtros incluem a lucratividade, o grau de alavancagem e a participação de mercado da empresa.

A adquirente pode estar interessada apenas em empresas que são número 1 ou número 2 em participação de mercado na indústria-alvo. Empresas com participação de mercado substancialmente maior que suas concorrentes, muitas vezes, são capazes de atingir posições de menor custo do que seus concorrentes por causa de economias de escala e efeitos da curva de experiência.

A compatibilidade cultural também deve ser considerada um substancial critério de seleção. Segundo Angwin (2001), as empresas estão envolvidas num sistema social e cultural, que exerce certas pressões por adequação. Em mercados locais, as F&A são conduzidas dentro de regras e normas culturais similares. Entretanto, essas normas e valores são diferentes em F&A *cross-border*. Estas diferenças podem afetar todo o processo de F&A desde as motivações para a transação, toda a fase pré-aquisição, a implementação da integração e a percepção do que é sucesso ou insucesso da F&A.

Declarações públicas da empresa-alvo sobre a visão de futuro e as práticas de governança, bem como a sua reputação em responsabilidade social corporativa na indústria fornecem outros indicadores subjetivos para análise. Finalmente, o adquirente precisa determinar se pode se adaptar aos desafios de lidar com empresas estrangeiras, tais como diferentes idiomas e costumes.

A abordagem sugerida para **o contato inicial** com uma empresa-alvo depende do tamanho relativo da empresa (Finkelstein & Haleblian, 2002), se ela é privada de capital fechado ou aberto, e o prazo do adquirente para completar a transação. O último fator pode ser extremamente determinante. Se o tempo permitir, não há substituto para o desenvolvimento de um relacionamento pessoal com os vendedores. Muitas vezes, se uma conexão é desenvolvida, empresas podem ser adquiridas que não são percebidas como estando à venda. Essas relações podem ser formadas apenas no nível mais alto da empresa-alvo. Em grandes e pequenas empresas de propriedade privada, fundadores ou seus herdeiros muitas vezes têm uma forte visão paternalista de seus negócios. Essas empresas geralmente têm flexibilidade na negociação de um acordo que "pareça certo" ao invés de, simplesmente, ficar com o preço mais alto possível. A construção do relacionamento é, frequentemente, um fator crítico de sucesso nas transações internacionais. Contudo, as relações pessoais não podem ir tão longe na negociação com uma empresa de capital aberto, que têm uma responsabilidade fiduciária para obter o melhor preço. Se o tempo é um fator crítico, os adquirentes podem não ter o luxo de desenvolver relações com o vendedor. Nestas circunstâncias, uma abordagem mais rápida pode ser realizada (DePamphilis, 2010).

Do lado da empresa-alvo, será preciso estar preparada para a análise e participação de um processo de F&A. Sudarsanam (2003) recomenda que as empresas que participam de projetos de F&A deveriam contratar consultores externos para desenvolver, em conjunto, estratégias de negociação com os potenciais interessados ainda no início do processo de F&A. Os consultores externos devem, necessariamente, possuir especialização em suas respectivas áreas funcionais (financeira, legal, auditoria ambiental etc), experiência em F&A e conhecimento sobre o segmento de negócios da empresa contratante. São consultorias externas: advogados, contadores, consultores de estratégia, bancos de investimento, consultores de meio ambiente etc.

II. Motivadores

Quanto aos motivos pelos quais as organizações se envolvem em aquisições, Cartwright e Cooper (1996), embasados na literatura existente, distinguem motivações de dois tipos: declarados e os psicológicos (não declarados).

Os motivos declarados são de duas naturezas, embora tipicamente ambas estejam relacionadas:

a. **motivos de maximização financeira / maximização de valor**: surgem do objetivo de maximização do valor da empresa para os acionistas, sinergia

financeira através de economias de escala, transferência de conhecimento e maior controle; e,

b. **Motivos relacionados à lógica de mercado ou à gestão**: aumento do market share, expansão geográfica, redução do nível de incerteza e restauração da confiança do mercado, aproveitamento da situação de reestruturação de uma empresa e proteção de lucros contra tributação e como defesa à uma compra por concorrente.

Normalmente, embora as razões admitidas sejam racionais, não é incomum que **motivos psicológicos** (não-declarados) influenciem a decisão, buscando satisfazer os anseios individuais em detrimento dos interesses organizacionais (caso de governança corporativa). Alguns executivos seniores são motivados a iniciar uma F&A por medo de serem vistos na zona de conforto. Na opinião deles, os gerentes que sobrevivem, ou se mudam para 'pastos mais verdes', são pessoas altamente visíveis e de ação, que são reconhecidas como sempre à procura de novas oportunidades – sempre movendo a organização para a frente e para cima. Consequentemente, por um sentimento de insegurança e medo por sua sobrevivência, F&A fornecem um meio útil pelo qual podem melhorar ou renovar a credibilidade e restaurar a sua própria autoconfiança e a dos superiores. Fazer uma F&A pode ser um bom movimento de carreira para aqueles reconhecidos como tendo sido responsáveis por essa decisão, muitas vezes, independentemente do seu resultado final. Pois, no momento em que os resultados financeiros são conhecidos e a imprudência da decisão é questionada, o executivo envolvido pode já ter saído da empresa. Mesmo, se ele permaneceu com a organização, uma má decisão pode não, necessariamente, comprometer sua carreira. Porque os decisores estão, geralmente, tão distantes da gestão real do processo de F&A, que eles sempre podem encontrar muitas outras pessoas para culpar quando as coisas são reconhecidas como erradas! Outros podem ser motivados por uma necessidade avarenta e egoísta de exercitar o poder e flexionar seus músculos, participando de alguma construção de império. Barros (2003) menciona que, apesar de toda a racionalidade envolvida nessas operações, alguns executivos relatam que se sentem "estimulados e desafiados" e outros dizem ser uma "questão de honra" a compra da empresa em negociação.

Ainda, para Evans, Pucik e Barsoux (2002 citado por Barros, 2003) os motivos para a aquisição de empresas estão ligados a domínio de mercado para ganhar economia de escala e controle sobre canais de distribuição, expansão geográfica, aquisição e/ou alavancagem de

competências, aquisição de recursos, ajuste ao mercado competidor e desejo irracional de executivos.

Jemison e Sitkin (1986) mencionam como motivos que podem ser propostos para se realizar operações de F&A: aumento da riqueza do acionista, criação de mais oportunidades para os executivos na gestão, aumento da importância da empresa no mercado e como resposta às pressões das operações de F&A no mercado. Além disso, eles comentam que a motivação específica para a aquisição de uma determinada empresa, com sucesso, está no **alinhamento estratégico**, ou seja, no que a empresa-alvo aumenta ou complementa a estratégia da adquirente e faz contribuições para as metas financeiras e não-financeiras desta.

Para Héau (2001), na análise do movimento de F&A no Brasil, dentre as tendências macroeconômicas e oportunidades disponíveis estão, entre outras:

a. **maior concorrência**: o processo de desregulamentação, o aparecimento de uma nova clientela e o fácil acesso a recursos deu origem a um aumento na concorrência, provocando reestruturações em diversos setores da economia. Uma das razões para que isso tenha ocorrido é que as empresas estariam interessadas em alavancar suas competências básicas como capacidade de gerenciamento e rede de distribuição;

b. **globalização**: o processo de globalização exige de determinadas indústrias uma "presença global". Neste contexto, a aquisição é a forma mais simples de entrar em novos mercados sem ter que enfrentar barreiras comerciais, culturais, contratos etc;

c. **mudança de geração**: no Brasil há um elevado número de empresas familiares e, há uma questão de sucessão dos empreendedores/ fundadores, onde a geração mais jovem pode estar querendo profissionalizar a empresa e/ou se desfazer dos negócios fundados por seus ancestrais.

Neste último ponto, entende-se que é preciso ao comprador entender qual a motivação do vendedor. A maioria dos motivos, aqui expostos, para a participação num projeto de F&A parecem olhar somente o lado da adquirente. Mas, e a motivação dos vendedores? Quais os motivos pelos quais os vendedores decidem sair de seu investimento na empresa e/ou participar de um projeto de F&A?

Conforme Stefanowski (2007), existem muitos motivos pelos quais os empreendedores concordam em vender uma parte ou toda a empresa. Embora cada acordo seja específico à situação, as motivações por trás da venda, geralmente, estão dentro das seguintes categorias:

1. **necessidade de capital** - Vendendo uma empresa inteira, uma divisão de uma empresa,

ou ativos específicos pode ser uma maneira rápida de aumentar o capital. Empresas podem precisar de um fluxo de caixa para investimentos em novos produtos ou tecnologias, desenvolvimento de novos mercados, expansão internacional, obrigações fiscais correntes ou uma série de outras razões. No entanto, os vendedores precisam avaliar o impacto da venda de parte ou toda a empresa. O dano ao moral dos funcionários também pode ter um impacto negativo na produtividade. Então, embora uma venda pode ser uma solução rápida para os problemas atuais de liquidez, os vendedores precisam olhar para as implicações a longo prazo da transação, também;

2. **questão sucessória** - Muitas pequenas e médias empresas começaram como operações familiares. Quando o patriarca da família envelhece, ele pode começar a pensar sobre uma venda de toda ou parte da empresa para dedicar-se a outras atividades/interesses. Pode não haver sucessores, uma próxima geração de membros da família dispostos ou qualificados a assumir o controle da empresa. A empresa familiar pode vender a maioria de seu patrimônio ou a família pode manter um interesse minoritário na empresa, e os membros da família permanecem como funcionários / assessores para ajudar a empresa a crescer e maximizar o valor de seu patrimônio. Muitas empresas familiares começam a lutar quando eles atingem um certo tamanho. O conjunto de habilidades necessário para gerir uma empresa com US$ 5 milhões em receita é muito diferente das habilidades necessárias para administrar uma empresa de US $ 50 milhões. Embora o preço (Anslinger & Copeland, 1996) deva certamente ser uma consideração importante ao vender, as pequenas empresas de origem familiar têm uma necessidade cardial de garantir que sua filosofia empresarial esteja alinhada com a de seu futuro proprietário. Se não for, um conflito significativo pode ocorrer após a aquisição prejudicando, significativamente, o desempenho da empresa;

3. **negócios não-estratégicos**: Certos negócios ou divisões de uma corporação podem cair em desgraça por causa do baixo desempenho, mudando percepções do setor sobre a indústria ou uma mudança na direção da diretoria ou da diretoria da matriz. Nestes casos, uma empresa que agora é indesejável para um vendedor pode ser extremamente atraente para certos compradores;

4. **preocupações antitruste**: Os órgãos reguladores, como o CADE no Brasil, analisam as principais transações para determinar se elas terão um impacto anticoncorrencial sobre a indústria. Esses órgãos se preocupam quando qualquer empresa que possui uma

substancial participação de mercado em uma indústria específica ou área geográfica. Uma solução que é, frequentemente, prescrita é o comprador ter de vender certo ativos ou divisões da empresa-alvo, logo após o fechamento, para limitar o efeito anticoncorrencial da transação. Não havia nada de "errado" com esses ativos; mas, o comprador é forçado a se desfazer dos mesmos;

5. **negócios de baixo desempenho**: Os vendedores, frequentemente, se desfazem de operações com mau desempenho e que estão arrastando para baixo o valor total da empresa ou o preço de suas ações. Compradores em potencial devem ter cuidado, nestas situações. Em alguns casos, o núcleo competências, sinergias de receita ou sinergias de custos do comprador pode ajudar a transformar uma divisão com baixo desempenho. Mas, em muitos casos, o alvo continua a ter um baixo desempenho sob o novo comprador. Estas propriedades podem ser vendidas com um desconto sobre o seu valor contábil atual, causando uma perda instantânea para o comprador. Os compradores podem estar dispostos a ter esta perda no curto prazo recompensada pela viabilidade estratégica de longo prazo.

Segundo Barros (2003), há casos em que o **vendedor escolhe o comprador (escolha reversa)**. E, nem sempre pela oferta financeira mais atrativa. As motivações, nessas situações, estão muito ligadas à percepção que o proprietário tem sobre as crenças e valores dos potenciais compradores, à existência ou não de superposição de operações, que poderia levar a uma redução do quadro de pessoas da empresa adquirida, ao fato de o interessado em comprar ser um concorrente frontal, com quem se disputou mercado durante anos. O valor final da venda, obviamente, também é considerado

Outro motivo pode ser o de **conflito entre sócios**, que ocorre quando uma empresa tem conflitos graves entre os sócios e esses decidem que não é mais possível continuar juntos na sociedade. É preciso tomar a decisão de dissolver, parcialmente ou totalmente, a sociedade. E, o pagamento pelas cotas do sócio que irá sair da sociedade, será feito pela venda para os sócios remanescentes ou para novos compradores do mercado. Há inúmeros casos, em que esse processo de saída do sócio não é bem estruturado ou não há o diálogo entre as partes que estão se separando, e a empresa pode até falir. Na maioria das vezes (Miranda, 2009), uma cisão é utilizada para resolver os conflitos entre sócios e, portanto, a parte discordante é que sai da sociedade, levando sua parcela do patrimônio líquido da sociedade em forma de bens e direitos, podendo, em alguns casos, para facilitar a divisão, levar também alguns passivos.

Dependendo do momento e das condições existentes no mercado (ambiente), os

empreendedores poderão tomar a decisão de saída do negócio, procurando ter maiores chances de maximizar os retornos sobre seus investimentos.

Segundo Cumming e Macintosh (2003), há cinco opções de saída do negócio para empreendedores/investidores:

1. abertura de capital (IPO): venda de distribuição de ações da empresa para o público investidor através de listagem em bolsa de valores;
2. venda estratégica (trade sale): F&A da empresa por outra empresa;
3. venda para outro investidor (secondary sale): venda parcial/total da participação na empresa de um sócio para outro investidor;
4. recompra pelo empreendedor (buyback): compra das ações do público investidor pelos demais acionistas da empresa; e,
5. liquidação total dos ativos (write-off): desconstituição da empresa e liquidação de todos seus ativos.

Neste estudo, somente serão analisadas as duas primeiras opções: IPO e venda estratégica.

O IPO (Initial Public Offering) refere-se ao processo de venda de distribuição de ações para o público investidor através de listagem em bolsa de valores (IBOVESPA, no Brasil). No IPO, os empreendedores vendem sua participação na empresa para o público geral de investidores e o retorno obtido de seus investimentos depende do preço de venda da ação obtido no processo do IPO. A preferência pelo resgate dos investimentos via abertura de capital se dá em função do alto potencial de retorno que essa opção oferece aos investidores que aportaram recursos em algum momento do ciclo de vida da empresa (Gompers, & et al., 2008). Conforme Sorensen (2007), nem sempre o investidor encontra condições favoráveis do mercado de capitais para realizar o IPO e, então, todas as outras saídas poderiam ser consideradas como aceitáveis, com exceção do encerramento das operações e consequente liquidação de todos os ativos, sem necessariamente apresentarem-se como insucessos.

A venda de uma empresa para outra empresa é uma das opções estratégicas que o empreendedor tem para realizar o retorno sobre o investimento feito. Decidida pela venda estratégica, a empresa deve estabelecer um processo organizado em fases para executar seu projeto com o objetivo de ter o melhor retorno possível. A empresa vai estar no polo vendedor do projeto de F&A e é preciso ter uma equipe (própria ou de terceiros) preparada e, na medida do possível, experiente na condução de processos de F&A. A empresa que estará no polo

comprador, por sua vez, vai esperar que a aquisição da empresa-alvo possa criar valor para seus *stakeholders*.

A venda estratégica é menos dependente do nível de atividade do mercado de capitais, pois, a venda depende da identificação de um único comprador que reconheça a aquisição da empresa-alvo como uma grande oportunidade de investimento. No IPO, há dependência da atração de um grande público geral investidor.

De modo geral, há muito mais operações de vendas estratégicas do que IPOs. Como já mencionado, a possibilidade de realização de um IPO é determinada pelas condições, favoráveis ou não, existentes no mercado acionário. No caso da venda estratégica, algumas empresas mantêm a capacidade de realizar aquisições, mesmo durante crises financeiras (Schwienbacher, 2005). Desta forma, a venda estratégica se apresenta como uma alternativa boa e com baixa exposição à volatilidade do mercado financeiro.

2.4.1 Fase 1: Pré-aquisição

A fase pré-aquisição é composta do *Due Diligence*, da negociação e do fechamento da transação de compra e venda da empresa-alvo.

Como o autor entende que a fase pré-aquisição é a maior responsável pela definição de sucesso ou insucesso do projeto de aquisição, é nessa fase que o gerente de integração já deverá ser definido pela adquirente. Conforme Galpin e Herndon (2007) "A Integração começa com o *Due Diligence*".

Due Diligence

O Due Diligence (DD) é o processo de análise sistematizada da empresa-alvo da aquisição. A etapa se dedica majoritariamente ao levantamento da situação financeira do alvo da transação, verificando aspectos tributários, empréstimos, contratos firmados e aspectos legais que influam no negócio, visando auxiliar na definição do preço a ser pago (Barros, 2003). Auditorias terceirizadas costumam ser contratadas nesta fase. Advogados e contadores de ambas empresas dão enfoque financeiro ao processo de *due diligence.*

Mais recentemente, já conta com equipes multidisciplinares, e não apenas especialistas em finanças. Dessa maneira, é obtida uma visão mais ampla das competências da empresa, permitindo que as sinergias usualmente sonhadas, mas frequentemente não alcançadas, sejam concretizadas. Desta forma, já são abordados aqui fatores críticos para o sucesso, em diversas áreas da empresa-alvo (DePamphilis, 2010). Essas equipes recorrentemente incluem na DD

uma auditoria nos recursos humanos da empresa a ser adquirida (Barros, 2003).

Para Barros (2003), estudar a **cultura organizacional** é outro aspecto determinante para o sucesso da operação, mas raramente integra os esforços da *due diligence*. A história recente evidencia alguns casos de fracassos decorrentes da impossibilidade de integração de culturas organizacionais. Senn (1992) citado por Barros (2003) chama a atenção em suas pesquisas para a necessidade de entender previamente as culturas organizacionais, lembrando que a maior causa isolada da não-concretização do desempenho projetado pela equipe de avaliação é a incompatibilidade cultural entre as empresas. "Não avaliar as culturas é como casar apenas por dinheiro"

Como já descrito neste estudo, a maioria das operações de F&A não tem sucesso por questões relacionadas a pessoas e à cultura organizacional. Então, é de se esperar que os adquirentes mais experientes deveriam conduzir análises dessas questões no *due diligence* com a mesma quantidade de esforço com que conduzem as análises financeira, dos ativos operacionais, aspectos legais, vendas e marketing etc. No entanto, os adquirentes falham por subestimar a importância potencial dessas questões (Galpin & Herndon, 2007). A experiência de Galpin e Herndon (2007) indica que um *due diligence* amplo, exaustivo, estratégico e mais orientado para a fase integração contribui com descobertas significativas que devem ser consideradas o quanto antes para que a transação seja bem-sucedida. Uma das recomendações é que o gerente de integração participe do processo de M&A, ainda durante o *due diligence*.

Outra questão que permeia essa etapa da fase pré-aquisição está relacionada ao **sigilo da operação**. Nas operações que envolvem apenas empresas privadas, o grau de sigilo depende das motivações, da lógica do setor e da cultura de cada empresa. Algumas empresas iniciam a operação de F&A pela assinatura de um contrato de intenção de compra em que o sigilo a respeito da possível aquisição é pré-requisito. De qualquer forma, Barros (2003) constata que manter sigilo sobre operações dessa natureza é extremamente difícil. Iniciada a etapa de *due diligence*, os empregados registram a presença de 'pessoas estranhas' na empresa e começam a levantar hipóteses sobre os objetivos das auditorias. O resultado é a intensificação de rumores e a necessidade de desenhar a estratégia de comunicação que contemple especialmente o público interno das empresas envolvidas na operação.

Negociação

A negociação é um processo interativo e iterativo. Muitas atividades são conduzidas, concorrentemente, por vários membros do time de aquisição.

Na negociação, é elaborado um **plano de pré-fechamento da aquisição** por uma equipe

formada, idealmente, por profissionais com experiência prévia oriundos dos níveis hierárquicos mais altos da empresa, embora também sejam contratados o serviço e intermediação de bancos ou consultorias. Define-se a futura estrutura organizacional e o subsequente processo de integração - seu cronograma e os membros da equipe responsável por conduzi-la.

Eventuais participadas, fornecedores, clientes e outros envolvidos podem eventualmente ser impactados pelo processo, devendo, nesta ocasião, ser incluídos na discussão. É um processo longo e estressante.

Imprimir maior agilidade ao processo de negociação é um dos desafios das operações de F&A. Para alcançá-la são fundamentais a qualidade das informações obtidas na *due diligence*, a definição prévia de uma estratégia que considere o universo de atores envolvidos no processo, a indicação de negociadores com base na estratégia escolhida e a identificação dos interlocutores e seus respectivos perfis (Barros, 2003).

Segundo DePamphilis (2010) é importante, e bastante útil, como ponto inicial em qualquer negociação determinar as áreas de desacordo das partes, assim que possível. Isto pode ser obtido colocando as partes para rever e concordar com os fatos pertencentes à transação. Em geral, com relativa facilidade, as partes concordarão com a maioria dos fatos. Então, as partes devem fazer uma lista dos assuntos discordantes que contenha os pontos inegociáveis (*deal breakers*). Essa lista deve ser reduzida, começando pelos assuntos mais fáceis de discutir, de forma a restarem poucos pontos. Até este momento, as partes terão investido uma substancial quantidade de recursos (dinheiro, tempo e envolvimento emocional) no processo de F&A, então, estarão procurando por uma solução a curto prazo para os pontos remanescentes. Todas as posições deveriam ser explicadas de forma lógica pois demandas não-razoáveis, neste ponto da negociação, trazem frustação à outra parte e a motiva a encerrar as discussões. Se as partes atingirem o estágio onde uma das partes está disposta a apresentar, pelo menos, uma faixa de preços, um acordo final estará a caminho. Evite divulgar informações quando não for obrigado a fazê-lo (DePamphilis, 2010).

No contrato de compra e venda, a consideração total consiste em dinheiro, ações, títulos a receber ou alguma combinação dos três. É um termo comumente usado em documentos legais para refletir os diferentes tipos de remuneração recebidos pelos acionistas da empresa-alvo. Observe-se que a remuneração pode incluir tanto os ativos financeiros como os não financeiros, tais como imóveis. A compensação não financeira às vezes é chamada de pagamento em espécie. A dívida contada na conta total é o que os acionistas da empresa-alvo recebem como pagamento por suas ações, junto com qualquer dinheiro ou ações da empresa adquirente. Cada componente da consideração total pode ser expresso em termos de valor presente (DePamphilis,

2010).

O preço total de compra ou o valor da empresa alvo da empresa consiste na consideração total mais o valor de mercado da dívida da empresa-alvo assumida pela empresa adquirente. O valor da empresa muitas vezes é apresentado na mídia como o preço de compra, porque é mais visível para aqueles que não estão familiarizados com os detalhes desse tipo de negócio (DePamphilis, 2010).

O preço líquido de compra é o preço total de compra mais outros passivos assumidos menos o produto da venda de ativos discricionários ou redundantes da empresa-alvo. O preço líquido de compra é a medida mais abrangente do preço real pago para a empresa-alvo. Inclui todas as obrigações de caixa conhecidas assumidas pelo adquirente, bem como qualquer parte do preço de compra que é recuperada através da venda de ativos. Pode ser maior ou menor que o preço total de compra (DePamphilis, 2010).

Embora a consideração total seja mais importante para os acionistas da empresa-alvo como uma medida do que eles recebem em troca de suas ações, os acionistas da adquirente devem se concentrar no preço total de compra / valor da empresa como o montante pago pela empresa-alvo. No entanto, o preço total de compra tende a ignorar outros ajustes que devem ser feitos para determinar o dinheiro pendente "fora dos registros" gasto pelo adquirente. O preço líquido de compra reflete ajustes no preço total de compra e é um indicador muito melhor para saber se o adquirente pagou em excesso (ou seja, pagou mais do que seu valor econômico, incluindo a sinergia) para a empresa-alvo. O valor econômico é o valor presente dos fluxos de caixa projetados de uma empresa (DePamphilis, 2010).

A primeira atividade dentro da fase de negociação do processo de F&A lida com a atualização da avaliação preliminar da empresa-alvo com base em novas informações. Nesta fase, o comprador solicita e revisa dados financeiros históricos de três a cinco anos da empresa-alvo (DePamphilis, 2010). É altamente desejável examinar os dados que tenham sido auditados de acordo com os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (GAAP para as empresas dos EUA). Tais dados, provavelmente, não estarão disponíveis para pequenas ou médias empresas brasileiras. A não ser que já estejam planejando uma venda estratégica no futuro.

Na prática, a estruturação do acordo envolve a compreensão de fontes potenciais de desacordo de uma simples discussão sobre fatos básicos para questões substancialmente mais complexas, como a forma de pagamento, estruturas legais, contábeis e tributárias. Isso também requer a compreensão dos potenciais conflitos de interesse (governança) que podem influenciar o resultado das discussões. Por exemplo, quando uma parte do preço de compra depende do desempenho a longo prazo do negócio adquirido, muitas vezes o antigo proprietário, pode não

se comportar na gestão do negócio, de uma maneira que seja no melhor interesse do adquirente.

O processo de estruturação do negócio também incorpora efeitos de reconsiderações, nos quais um elemento do processo, como a natureza do pagamento, incluindo valor, prazo e risco, podem afetar estratégias tributárias. As decisões tomadas ao longo do processo de estruturação do negócio influenciam vários atributos do acordo. Esses atributos incluem, mas não estão limitados a como a propriedade é determinada, como os ativos são transferidos, como a propriedade é protegida (ou seja, a governança) e como o risco é repartido entre as partes da transação. Outros atributos incluem o tipo, número e complexidade dos documentos necessários para o fechamento; os tipos de aprovações requeridos; e o tempo necessário para concluir a transação. Essas decisões também influenciam como as empresas combinadas serão geridas, a quantidade e tempo de recursos comprometidos, e a magnitude e a época das obrigações fiscais atuais e futuras (McCarthy,1998; Tillinghast, 1998 citados por DePamphilis, 2010).

Fechamento

A etapa de fechamento do processo de F&A consiste na obtenção do consentimento de todos os acionistas, consentimentos de terceiros (por exemplo, contratos com clientes e fornecedores), bem como, a conclusão do contrato definitivo de compra e venda. Como todas as outras etapas, esta atividade requer um planejamento significativo desde o início para que ela ocorra sem problemas. Infelizmente, isto é praticamente impossível de ser feito, em vista de todas as atividades em andamento durante o processo de F&A. Todas essas atividades tendem a convergir na data de fechamento (DePamphilis, 2010).

Várias questões durante a transição também devem ser abordadas antes do fechamento. Estas incluem o suporte contínuo ao processamento da folha de pagamento pelo vendedor em nome do comprador até que o comprador seja capaz de assumir essa função e a devolução pelo vendedor dos cheques recebidos de clientes que continuaram enviando cheques para as contas bancárias do vendedor após o fechamento. Da mesma forma, o comprador deseja ser reembolsado pelo vendedor pelos pagamentos feitos pelo comprador a fornecedores de materiais fornecidos ou serviços prestados antes do fechamento, mas não considerados no fechamento (DePamphilis, 2010).

O departamento jurídico do comprador é responsável por garantir que a transação esteja em total conformidade com as leis (por exemplo, lei antitruste). Planejamento significativo antes do fechamento é novamente crucial para minimizar os obstáculos que uma empresa-alvo pode colocar frente o comprador. Deve-se ter muito cuidado para assegurar que todos os documentos requeridos pela lei foram solicitados e há aprovação para realizar a transação. O

não cumprimento de exigências legais pode atrasar ou impedir uma F&A. Finalmente, muitas transações exigem aprovação do adquirente e dos acionistas da empresa-alvo (DePamphilis, 2010).

No fechamento, todas as questões negociadas entre as partes devem ser colocadas por escrito e redigido o contrato formal celebrando o fechamento da transação (a aquisição).

Neste contrato definitivo de compra e venda estão todos os direitos e obrigações das partes antes e depois do fechamento. A extensão do contrato definitivo depende da complexidade da transação, mas as seções determinantes são (DePamphilis, 2010):

a) ***provisões da transação***: na compra de um ativo ou de ações, esta seção do contrato define a consideração ou forma de pagamento e como ela será paga e os ativos específicos ou ações a serem adquiridas;

b) ***preço***: o preço de compra ou consideração total pode ser fixado no momento do fechamento, sujeito a ajuste futuro, ou pode ser contingente em desempenho futuro. O preço de compra pode ser inicialmente fixado com base nas representações do vendedor dos ativos totais da empresa, valor contábil total, valor contábil tangível ou alguma outra medida de valor. No entanto, o preço pode ser ajustado após uma auditoria de pós-fechamento. Em transações de ativos, dinheiro no balanço contábil do alvo saldo da meta, frequentemente, é excluído da transação; o preço pago pelos ativos não-circulantes, tais como fábricas e ativos intangíveis, é fixo, mas o preço dos ativos circulantes depende de seus valores no fechamento;

c) ***modo de pagamento***: o pagamento pode ser feito no fechamento por meio de transferência bancária ou cheque administrativo. O comprador pode adiar o pagamento de uma parte do preço de compra através da emissão de uma nota promissória ao vendedor. O comprador e o vendedor também podem concordar em colocar a parte não paga do preço em caução (conta de garantia) ou através de um subsídio de retenção, facilitando assim a liquidação disso no futuro. A conta de garantia faz com que o comprador coloque uma parte do preço de compra em uma conta mantida por terceiros, enquanto o subsídio de retenção, geralmente, não;

d) **assunção de responsabilidades**: o vendedor retém as responsabilidades não assumidas pelo comprador. Em caso de passivo ambiental, impostos não pagos e obrigações previdenciárias, os tribunais podem ir atrás do comprador e do vendedor. Do contrário,

o comprador assume todos os passivos conhecidos e desconhecidos da empresa-alvo;

e) **representações e garantias**: destinam-se a fornecer a divulgação completa de todas as informações pertinentes à transação. Elas normalmente cobrem as áreas de maior preocupação para ambas as partes. Áreas comumente cobertas incluem o seguinte: organização corporativa, capitalização, demonstrações financeiras, ausência de passivos não revelados, litígios, contratos, títulos de bens, impostos e declarações fiscais, nenhuma violação de leis ou regulamentos, planos de benefícios a empregados, questões trabalhistas e cobertura de seguro;

f) **convenções**: são acordos entre as partes sobre ações que eles concordam em tomar ou se abster de tomar entre a assinatura do acordo definitivo e o fechamento. Um exemplo é a exigência de que o vendedor continue a conduzir os negócios de maneira usual e costumeira. O vendedor muitas vezes é obrigado a buscar aprovação para todas as despesas que podem ser consideradas fora do comum, tais como pagamentos de dividendos únicos ou aumentos consideráveis na remuneração de gerentes.

g) **condições de fechamento**: a satisfação das condições negociadas determina se uma das partes do contrato tem que ir adiante e consumar o acordo. Estas condições podem incluir a contínua prestação das representações e garantias do vendedor e até que o vendedor cumpra suas obrigações sob as convenções. Outros exemplos incluem obter todas as opiniões legais necessárias, a execução de outros acordos, tais como notas promissórias, e a ausência de qualquer "mudança material adversa" na condição da empresa-alvo;

h) **indenização**: o contrato definitivo exige que o vendedor indenize ou exima o comprador da responsabilidade no caso de desvirtuamento ou violações de garantias ou acordos. Da mesma forma, o comprador geralmente concorda em indenizar o vendedor. Com efeito, a indenização é o reembolso para a outra parte por uma perda incorrida após o fechamento pela qual não era responsável. Ambas as partes geralmente querem limitar o período durante o qual as cláusulas de indenização permanecerão em vigor. Pelo menos um ano completo de operação e uma auditoria completa é necessária para identificar reivindicações. Algumas reivindicações (por exemplo, ambientais) se estendem além do período de validade da cláusula de indenização. Normalmente, nenhuma das partes pode apresentar reclamações à outra até que um limite mínimo,

expresso em termos de número de reclamações ou em um valor em moeda, tenha sido excedido.

Além de resolver os problemas descritos anteriormente, o fechamento pode ser complicado pelo número e complexidade dos documentos necessários para concluir a transação. Além do acordo de compra e venda, os documentos mais importantes, frequentemente, incluem o seguinte (Sherman, 2006 citado por DePamphilis, 2010):

1. Patentes, licenças, acordos de royalties, nomes comerciais e marcas registradas;
2. Contratos trabalhistas e trabalhistas;
3. Locações;
4. Hipotecas, contratos de empréstimo e linhas de crédito;
5. Detalhes sobre ações e títulos;
6. Contratos de fornecedores e clientes;
7. Contratos de distribuidores e representantes de vendas;
8. Opção de compra de ações e programas de incentivo aos empregados;
9. Saúde e outros planos de benefícios (deve estar em vigor no fechamento para eliminar cobertura);
10. Descrição completa de todas as patentes estrangeiras, instalações e investimentos;
11. Apólices de seguro, cobertura e reclamações pendentes;
12. Acordos de comissionamento de intermediários;
13. Contencioso pendente a favor e contra cada parte;
14. Problemas de conformidade ambiental resolvidos ou em vias de serem resolvidos;
15. As atas corporativas do Conselho de Administração do Vendedor e quaisquer outras informações do comitê;
16. Artigos de incorporação, estatutos, certificados de ações e selos corporativos.

É preciso que conste, ainda, no contrato definitivo de compra e venda:

1. as condições contratuais dos antigos proprietários se eles permanecerão com posições executivas na empresa adquirida;
2. as condições para realização dos earnouts pelos vendedores;
3. a participação do gerente de integração no processo de F&A e sua condição de autonomia e/ou subordinação;
4. os recursos/investimentos que serão considerados necessários para a mudança e adaptação da adquirida à cultura da adquirente (de onde sairão esses recursos):

5. a execução das ações estratégicas pelos novos executivos da empresa resultante da incorporação e que dão suporte (não somente) aos itens acima mencionados no fechamento;
6. as regras de governança corporativa.

O andamento do processo vai depender de sua complexidade e do nível de confiança entre as partes envolvidas. O tamanho da transação não é um bom indicador de complexidade. Pequenas transações em termos de receita ou preço de compra podem ser muito complicadas quando estão envolvidas múltiplas partes, existem passivos fora do balanço patrimonial, ou são necessários vários níveis de aprovação legal. Mesmo quando parecer que ambas as partes chegaram a acordo sobre as principais questões, o que, anteriormente, eram questões menores parecem ressurgir em uma escala mais desafiadora. Às vezes, isso acontece porque as partes não haviam percebido a importância de um item até o último minuto. Por vezes, uma das partes intencionalmente faz 'linha dura' sobre uma questão à medida que a data do fechamento se aproxima na esperança de ganhar uma vantagem de negociação. Esta estratégia não é aconselhada.

Earnouts

Geralmente, devido aos altos valores envolvidos num processo de aquisição, comprador e vendedor chegam a acordos que dividem o pagamento em uma parcela imediata e outra(s) subsequente(s), baseada(s) em resultados futuros (faturamento, EBITDA, lucro ou até mesmo metas não-financeiras). Estes pagamentos efetuados após o fechamento do negócio são chamados "*Earnouts*", e são efetuados geralmente em períodos de 1 a 3 anos (Mordaunt & Pierce, 2011).

A vantagem desta prática está em sua capacidade de reduzir a distância entre as expectativas dos adquiridos e a dos adquirentes. O adquirente frequentemente avalia uma empresa inferiormente à avaliação do adquirido, então ganhos adicionais proporcionais ao desempenho futuro servem como estímulo para que profissionais da adquirida permaneçam a bordo facilitando a transição – e garantindo o crescimento do negócio. Para o comprador, o *earnout* representa uma proteção contra um eventual desempenho ruim subsequente à aquisição.

Tais acordos requerem substancial negociação entre as partes, e dado o número de variáveis envolvidas, mesmo os acordos mais bem pensados podem trazer consequências inesperadas.

Os earnouts, geralmente, são meios muito ruins de criar confiança e, frequentemente,

representam impedimentos para o processo de integração. As duas empresas geralmente são mantidas fisicamente separadas.

Os sistemas de relatórios contábeis e gerenciais não são integrados imediatamente, os data centers permanecem separados e as forças de vendas permanecem amplamente independentes. A preocupação do comprador é que o esforço para integrar as empresas o mais rápido possível após o fechamento tornará difícil acompanhar o progresso financeiro da empresa adquirida no atingimento de suas metas de earnout. Além disso, a fusão de instalações e forças de vendas poderia criar uma situação altamente contenciosa, uma vez decorrido o período de *earnout*, se a empresa adquirida não atingisse as metas de *earnout*. Os funcionários cobertos pelo *earnout* poderiam alegar no tribunal que foram impedidos de fazê-lo por não serem autorizados pelo comprador a implementar o plano de negócios em que o *earnout* foi baseado (DePamphilis, 2010).

De acordo com escritórios de advocacia especializados (Mordaunt & Pierce, 2011; Pessoa & Ribeiro, 2012), duas possíveis categorias de disputas podem surgir: se os objetivos previstos foram cumpridos ou não, e disputas acerca das razões pelas quais os objetivos não foram cumpridos (Field, 2005). Estas disputas, por sua vez, podem se enquadrar em três subcategorias:

Problemas operacionais: podem ser motivados por atitudes do vendedor e/ou do comprador, respectivamente buscando inflar/reduzir o indicador utilizado no cálculo do *earnout*.

Do ponto de vista do vendedor:

- Abrir mão de oportunidades reais de negócio;
- Desvio das práticas usuais;
- Perda de clientes ou passagem deles a outras entidades similares;
- Fechamento de unidades ou do negócio como um todo;
- *Turnover*, em especial de membros-chave da organização.

Do ponto de vista do comprador:

- Não manter ou repor equipamentos necessários;
- Vender ativos ou não investir adequadamente;
- *Downsizing* desnecessário.

Problemas contábeis: Disputas surgem por conta de metodologias contábeis aplicadas no pós-aquisição que desviam da norma pré-aquisição.

Problemas com a mensuração do desempenho pós-fechamento:

- Investimentos ou desinvestimentos;
- Gastos com depreciação/amortização;

- Operações encerradas;
- Alocação de despesas da matriz ou de outras subsidiárias nos resultados financeiras da unidade adquirida.

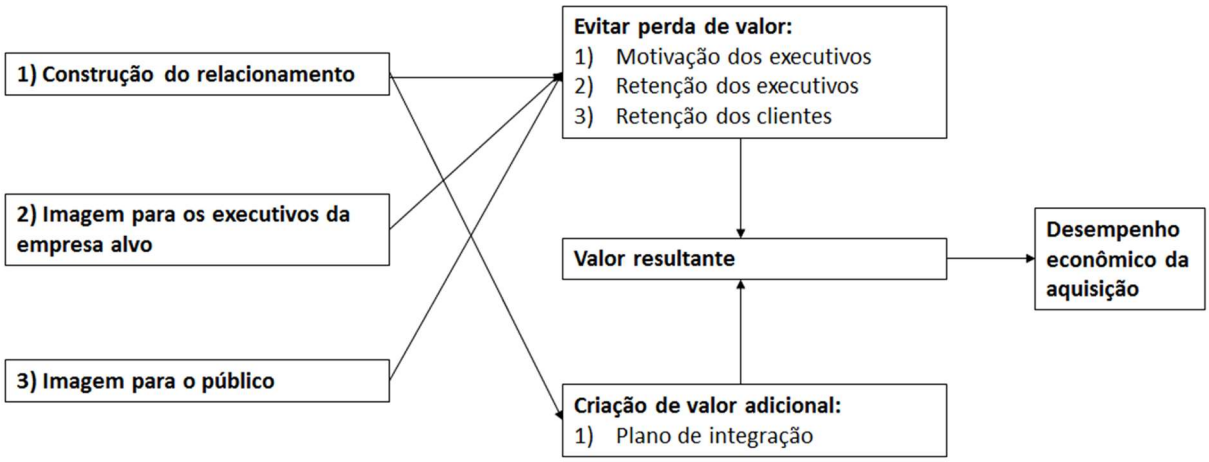
Gerente de Integração

A indicação de um gerente de integração é frequentemente desconsiderada pelos responsáveis pela aquisição, o que pode se provar um erro. O líder deve ter conhecimento das empresas, um estilo de liderança flexível e integrador, capacidade de ouvir e se relacionar com diferentes níveis hierárquicos, rigor no cumprimento de prazos e controle emocional. Ele deve ter poder na estrutura e também reconhecimento deste poder, para garantir velocidade para remoção de obstáculos e entendimento entre os mundos da adquirida e adquirente (Barros, 2003; Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998).

Ao atribuir ao CEO (Chief Executive Officer) o processo de integração, se confundem as atribuições usuais de condução do negócio e as novas atribuições relativas à integração, podendo afetar a lucratividade dos negócios ao desviar a atenção do profissional. A participação de um gerente de integração deve ser considerada e negociada pela adquirente junto à adquirida, durante a etapa de negociação, na fase pré-aquisição. (Ashkenas, Demonaco, & Francis, 1998; Angwin & Meadows, 2009)

Por outro lado, um outro engano que algumas empresas cometem, segundo Barros (2003), é atribuir ao gerente de integração o papel de conduzir a integração e, simultaneamente, executar o *business plan*. As vantagens e desvantagens de acumular essas duas atribuições devem ser bem analisadas, uma vez que as frentes de ação para a integração são variadas, demandam muita dedicação e podem desviar a atenção do profissional dos requisitos que garantem lucratividade no negócio. Equilibra o foco entre mercado e ambiente interno é um desafio, pois é frequente a observação de profissionais que tendem a privilegiar uma ou outra orientação.

Figura 13 - Gerente de integração na captura de valor pré-aquisição



Fonte: Teerikangas, Very, e Pisano (2011)

Na figura 13, pode-se observar a contribuição que um gerente de integração pode proporcionar na fase pré-aquisição (Teerikangas, Very, & Pisano, 2011).

2.4.2 Fase 2: Estruturação

A fase estruturação da F&A tem atividades que se iniciam (ou deveriam iniciar) ainda durante a fase pré-aquisição e engloba (Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998), além de outras atividades:

- a apresentação formal do gerente de integração;
- a orientação dos novos executivos da organização sobre as regras do negócio e as questões não-negociáveis;
- o envolvimento dos gerentes sêniores da adquirida e da adquirente;
- a formulação conjunta do plano de integração, incluindo o plano de 100 dias e o plano de comunicação; e,
- o fornecimento de recursos suficientes e a determinação de responsabilidades.

Plano de integração

Segundo Depamphilis (2010), a euforia que envolve a conclusão bem-sucedida de uma transação corrói rapidamente uma vez que os desafios de fazer as empresas combinadas funcionarem de acordo com as previsões expostas no negócio e planos de aquisição se tornam aparentes. Uma vez que os documentos são assinados, o comprador perde a maior parte do, se

não todo, poder sobre o vendedor.

As decisões tomadas antes do fechamento afetam a atividade de integração pós-fechamento. Pacotes de benefícios, contratos de trabalho e bônus para reter funcionários-chave (ou seja, bônus de retenção) normalmente são negociados antes do fechamento. Convenções e condições contratuais também afetam integração.

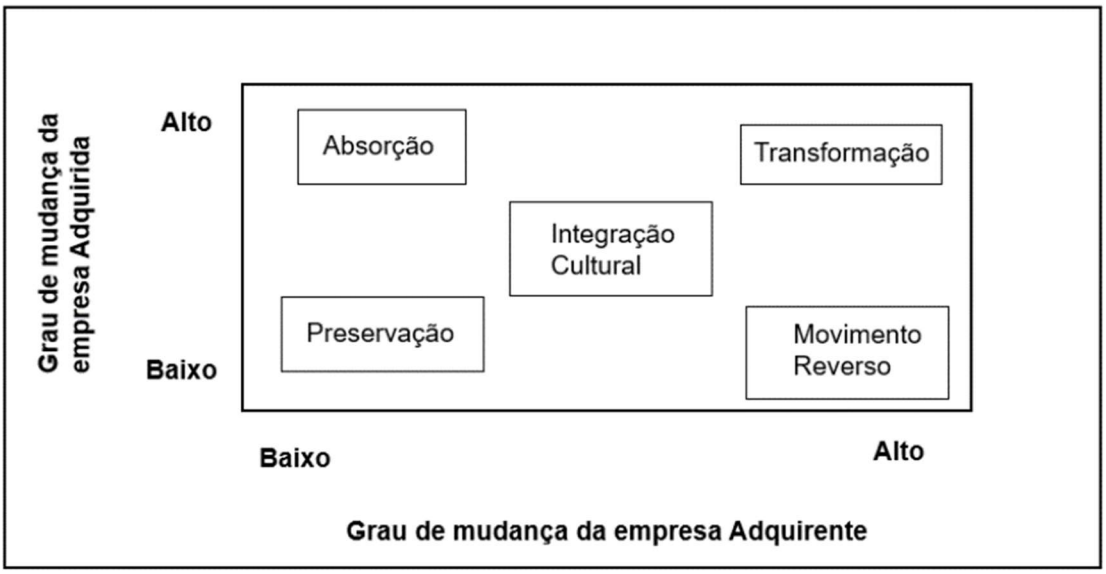
Os earnouts, pagamentos ao vendedor com base no negócio adquirido na obtenção de determinadas metas de lucro ou receita, e pagamentos de preço de compra retidos, envolvendo a colocação de parte do preço de compra em conta-garantia (*escrow account*) até que certas condições contratuais sejam realizadas, podem limitar a capacidade do comprador de integrar, efetivamente, as operações da empresa-alvo com as da adquirente. A integração de empresas com sucesso exige ter, em ambas as empresas, funcionários para trabalhar na obtenção de objetivos comuns. Isso acontece através da construção de construir credibilidade e confiança, não através de slogans superficiais, conversas estimulantes e promessas vazias. A confiança vem da cooperação e do sucesso.

Conforme Barros (2003), o planejamento da integração deve começar pela escolha da estratégia de integração, inclusive da integração cultural, e ser iniciado de maneira formal ainda durante o processo de negociação, na fase pré-aquisição. Pensar neste momento o processo pode, por um lado, parecer desperdício, especialmente se o fechamento da operação não se concretizar, mas, por outro, pode conferir mais segurança à própria decisão de fechar o negócio, permitindo avaliar o real valor do empreendimento diante dos desafios da incorporação.

Quando uma empresa é incorporada a outra encontram-se, obrigatoriamente, duas culturas diferentes. Cada uma delas possui pressupostos, crenças, modos distintos de interpretar a realidade, de organizar os processos e de fazer acontecer. A integração desses dois mundos varia segundo a natureza do relacionamento (por exemplo, uma F&A) e o modelo de integração pretendido, determinando a maneira de conduzir a gestão das pessoas (Barros, 2003).

Evans, Pucik e Barsoux (2002, citados por Barros, 2003), utilizando como referência Mirvis e Marks (1994) e avaliando a mudança cultural ocorrida em processos de F&A, tipificam as estratégias de integração conforme apresentado na Figura 14:

Figura 14 - Estratégias de integração cultural em F&A



Fonte: Mirvis e Marks (1994, citado por Barros, 2003)

Na assimilação cultural há uma cultura dominante, observa-se grande mudança na empresa adquirida e pouca na adquirente. A empresa adquirente absorve a outra, impondo seus procedimentos, seus sistemas e sua cultura (Barros, 2003).

Plano de 100 dias

As empresas reconhecem que os primeiros 100 dias após a aquisição são decisivos para evitas consequências negativas. Apesar disso, segundo Evans, Pucik e Barsoux (2002 citados por Barros, 2003), poucas são aquelas que elaboram um plano de ação para a fase integração. Algumas que planejam privilegiam apenas a indicação rápida de uma equipe de integração e a divulgação da nova estrutura organizacional. O plano de 100 dias, provavelmente, e em muitos casos, vai ser elaborado e implantado já dentro da fase integração, após o acesso à realidade da empresa adquirida.

Nesse momento, velocidade na tomada de decisão e o tratamento dado na comunicação das mudanças, tratando as pessoas com respeito, são as questões-chave para lidar com a sensação de que existem vitoriosos e perdedores no processo (Barros, 2003). O plano de 100 dias deve conter ações em as todas as áreas da organização, não somente as ações relativas a recursos humanos.

É preciso celebrar as pequena vitórias – a identificação das possíveis vitórias pode ser feita durante a etapa *due diligence* - e criar oportunidades para discutir diferenças, dificuldades

do processo e os resultados desejados para o futuro (Barros, 2003). Uma ferramenta poderosa para integrar culturas é criar projetos especiais com execução no curto prazo para obter resultados rápidos e celebrar as vitórias com a equipe integrada (Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998).

Plano de comunicação

Segundo Barros (2003), a comunicação com os diferentes *stakeholders* das empresas envolvidas em F&A é um dos principais aspectos apontados como chaves para o sucesso da operação.

Evans, Pucik e Barsoux (2002, citados por Barros, 2003) fazem algumas recomendações em relação à comunicação, lembrando que o grupo executivo deve:

a. comunicar, claramente, os objetivos e metas da transação, as sinergias que serão efetivadas e o grau de integração requerido entre as duas empresas;
b. dar uma visão clara de como a transação vai agregar valor; e,
c. clarificar expectativas em relação à estrutura organizacional.

Um bom plano de comunicação vai detalhar as ações que vão ser realizadas para manter todos os *stakeholders* da organização bem informados sobre o andamento da F&A. Planejar contato com os principais clientes, fornecedores, comunidade e autoridades do governo (se necessário).

2.4.3 Fase 3: Integração

A fase integração se inicia após a passagem do controle legal da empresa adquirida para a adquirente. Muito do que foi planejado (ou não) nas fases anteriores irá ter repercussão nesta fase. Rhinow (2006, citado por Yarshell, 2011) indica a necessidade de se começar a pensar nos problemas que vão ser enfrentados na fase integração, ainda na fase pré-aquisição, quando da negociação. James e Sitkin (1986) argumentam que a falta de uma atenção sistemática e profunda aos problemas potenciais da fase integração refletem a dificuldade de reconhecer o próprio processo de F&A como parte do problema.

As principais atividades nesta fase, além da óbvia execução do plano de integração, são:

a. implantação do plano de 100 dias;
b. contínua execução do plano de comunicação;

c. uso de ferramentas de mapeamento de processos para acelerar a integração;
d. uso de equipe de auditoria interna para as auditorias do processo;
e. uso de *feedback* e aprendizado para, continuamente, adaptar o plano de integração; e,
f. início da mudança de gestão para o curto prazo.

Na pesquisa que conduziu, Barros (2003) conclui que o período de integração dura em média 24 meses, e várias segundo vários fatores, demorando mais tempo quando, segundo Rourke (1992, citado por Barros, 2003), os fundadores permanecem na empresa adquirida.

Para esse período, segundo Barros (2003), são normalmente utilizadas duas modalidades de integração: a) definido a priori; ou, b) construído sob medida. No plano de integração definido a priori, as decisões são tomadas de forma centralizada e a implementação, normalmente, é mais rápida e objetiva. No construído sob medida, a empresa compradora não tem um plano de integração definido. Partindo do estabelecimento de algumas premissas, constrói-se o plano ao longo do tempo e na medida de sua execução. Essa é uma opção que privilegia o *bottom up* e demanda mais tempo de negociação ou formulação das soluções, gerando muitas vezes conflitos nos diferentes níveis operacionais.

Barros (2003) conclui que esses dois estilos de condução da integração são as pontas de um *continuum* que podem combinar características mais relacionadas a uma ou a outra, dependendo do interesse, competência e cultura da empresa adquirente. O desafio é equilibrar a autonomia e a sinergia.

Definido o gerente de integração, o passo seguinte é definir a equipe de integração, que deve ser composta, potencialmente, por gerentes das duas empresas envolvidas, pessoas com competências funcionais e interpessoais (Barros, 2003).

Confiança

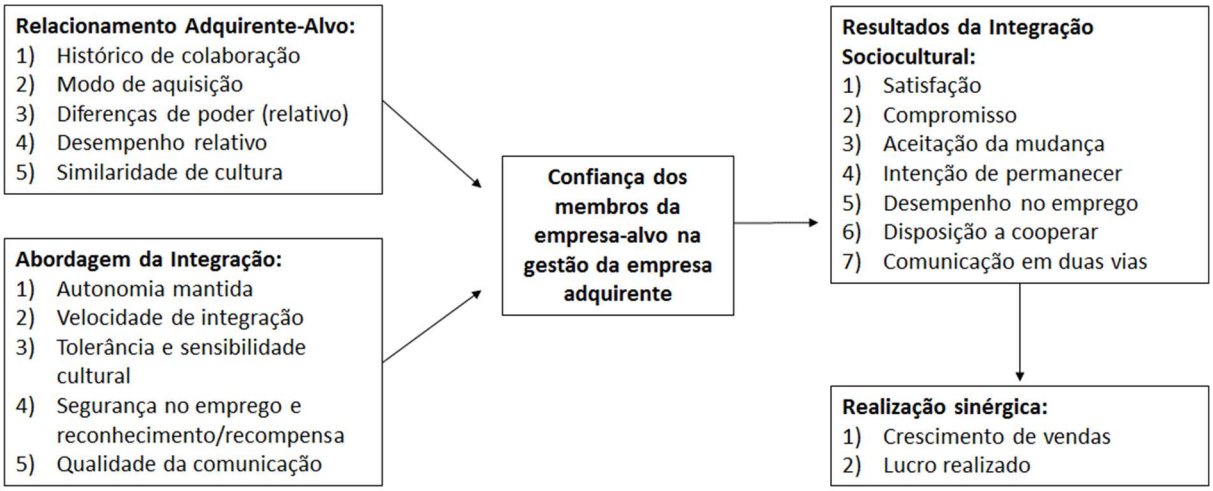
Segundo estudo realizado por Stahl et al. (2011), o nível de confiança dos membros da empresa-alvo no gerenciamento da empresa adquirente é um fator crítico de sucesso da fase de integração. Central para a maioria das definições de confiança são as noções de risco e vulnerabilidade. Risco significa que uma parte pode ter resultados negativos se a outra parte for indigna de confiança. O risco de resultados negativos deve estar presente para que a confiança funcione, e o agente deve estar disposto a ser vulnerável. Na ausência de risco, a confiança é irrelevante porque não há vulnerabilidade (Rousseau et al., 1998, citado por Stahl et al., 2011). Rousseau et al. (1998, citado por Stahl et al., 2011) definem confiança como "um **estado psicológico** que compreende a intenção de aceitar a vulnerabilidade baseada em

expectativas positivas das intenções ou comportamento do outro". Essa conceituação de confiança foi aplicada a relacionamentos interorganizacionais. Por exemplo, no contexto de joint ventures, comunicação e troca de informações, coordenação de tarefas, acordos informais e baixos níveis de vigilância e monitoramento são todas manifestações de confiança baseadas na disposição de confiar ou ser vulnerável a outra parte sob a condição de risco (Currall & Inkpen, 2002, citados por Stahl et al., 2011).

Em F&A, existem várias fontes de risco para os membros da organização, particularmente para aqueles da empresa adquirida. Por exemplo, o período após o anúncio de uma aquisição é uma avaliação de risco intensa, na qual o indivíduo decide se vai ou não sair da organização (Cartwright & Cooper, 1996). Durante esse período, os funcionários e gerentes da empresa adquirida devem confiar nas declarações da alta administração da empresa adquirente, garantindo a segurança do emprego, a manutenção da autonomia e seu futuro status e funções na organização. Em geral, as aquisições carregam altos níveis de risco para os gerentes envolvidos, devido à sua tendência de levantar questões de comprometimento pessoal e seu impacto na carreira (Pablo et al., 1996). Embora as fontes de risco variem para as diferentes partes afetadas por uma aquisição, as preocupações relacionadas à confiança parecem ser críticas para todas as partes, devido ao alto grau de risco envolvido (Stahl & Sitkin, 2001 citados por Stahl et al., 2011).

A Figura 15 mostra o modelo teórico desenvolvido por Stahl et al. (2011) e os elementos que contribuem para a confiança dos membros da empresa-alvo no gerenciamento da empresa adquirente e com isso para a melhoria dos resultados da integração sociocultural e de desempenho da organização.

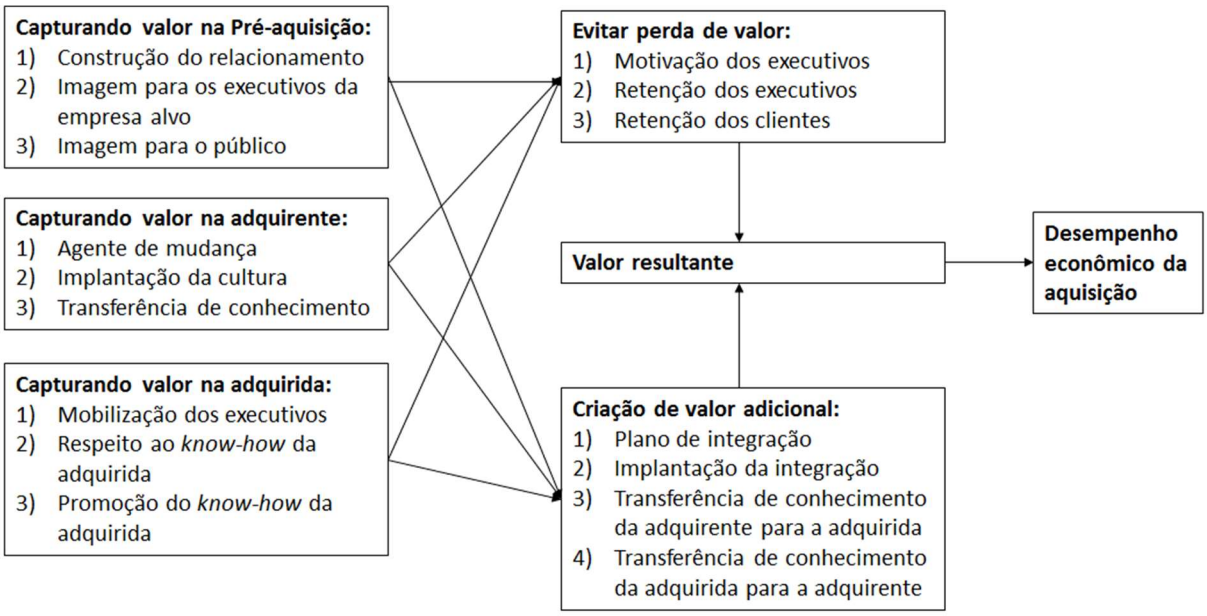
Figura 15 - Antecedentes e consequências da confiança em F&A



Fonte: Stahl et at. (2011)

O objetivo de qualquer investimento é ter retorno positivo. Ninguém investe seu capital esperando que ele retorne em valor menor do que quando foi aplicado. Também, espera-se que ele retorne dentro de um período pré-acordado. Este desempenho esperado pelos investidores, na maioria das vezes, não acontece em processos de F&A. Um dos fatores críticos de sucesso relacionados por Teerikangas, Very e Pisano (2011) é a presença de um gerente de integração desde a fase de pré-aquisição. Na figura 16, podemos visualizar esta importância.

Figura 16 - O gerente de integração e o desempenho da aquisição



Fonte: Teerikangas, Very e Pisano (2011)

Barros (2003) ainda menciona que, as empresas subestimam os custos da fase integração. Esse fenômeno resulta da preocupação excessiva dos executivos em apresentar aos acionistas os resultados de economia propostos no começo da transação. A ansiedade em cumprir o que foi proposto faz com que os executivos responsáveis pelo negócio deixem de olhar as oportunidades de mercado e de avaliar as visões diferentes que a direção tem da empresa. Um fator de influência é o sistema de bônus anual do top management. Os indicadores que viabilizam esse bônus estão, normalmente, voltados para o atingimento de resultados de curto prazo, o que influencia o comportamento dos executivos.

Neste sentido, Evans, Pucik e Barsoux (2002, citado por Barros, 2003) comentam sobre a perda de ativos intangíveis, com seguinte constatação:

> "Os clientes não foram consultados sobre o negócio". É raro uma empresa compradora avaliar o impacto da aquisição na base de clientes da empresa adquirida. A manutenção dos clientes não está, na maioria das vezes, relacionada a quem comprou a empresa, mas à forma de tratar o "day after".

2.4.4 Fase 4: Assimilação

Após a integração, um período que (em média) se estende por até dois anos, inicia-se a fase assimilação que, em média, se completa em até três anos. Nesta fase, são realizados (Ashkenas, Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998):

a. avaliação do plano de longo prazo e os ajustes;
b. auditoria interna para auditar a integração;
c. mudança de gestão para o longo prazo; e,
d. um contínuo desenvolvimento de ferramentas, práticas, processos e linguagem comuns (integradas).

2.5 GESTÃO DA AQUISIÇÃO

A gestão da aquisição é um dos fatores críticos de sucesso no processo de aquisição porque aquela transpassa todas as fases deste. Barros (2003) se concentra nos aspectos do relacionamento humano, que deve ser considerado, mas há outros que merecem uma observação pormenorizada como, por exemplo, o pagamento da transação e, dentro dele, os *earnouts* que serão foram vistos no item 2.4.1.

A liderança em F&A tem recebido atenção como um FCS na gestão do processo de aquisição, de tal forma que a falta de uma ação decisiva da alta gestão no estabelecimento de

direção clara à empresa e na gestão de mudança necessária durante o processo de integração, inevitavelmente, resultará em insucesso (Gomes, Angwin, Weber, & Tarba, 2013).

Equipe de Aquisição

A equipe de aquisição deve ser definida tão logo o alvo seja escolhido. Marks e Mirvis (2011) argumentam que a equipe, tradicionalmente, constituída de especialistas da área financeira (ou, no mínimo, com experiência nessa área) seja complementada com especialistas das áreas comercial, técnica, operacional e de recursos humanos.

Executivos da Nova Organização

A equipe de executivos da nova organização, alguns dos quais fazem parte da organização resultante da operação de aquisição, deve ser dedicada à gestão da empresa e não à gestão do processo de aquisição, que pode distrair a equipe na atenção às metas de crescimento interno e inovação (James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001; Gomes, Angwin, Weber, & Tarba, 2013; Angwin & Meadows, 2009; Anslinger, Copeland, & Thomas, 1996). Alguns desses executivos nomeados podem ter participado da equipe de aquisição e isto pode facilitar e agilizar a tomada de decisões (Ashkenas & Francis, 2000).

Governança Corporativa

A falta (ou insuficiência) de regras de governança corporativa é um dos fatores que contribuem para o aparecimento de conflitos de gestão na nova organização. Se a governança não for prevista nas etapas de negociação e fechamento poderá contribuir para o insucesso da operação de aquisição.

A adquirente deve reconhecer a importância de envolver um advogado ou escritório de advocacia experiente em F&A, desde o início da consideração de uma proposta de transação para avaliar a estratégia corporativa e ajudar na formatação da estratégia legal: representação, possíveis litígios, preferências e confidencialidade que irão maximizar a probabilidade de sucesso da operação proposta, principalmente, se questionada pelos acionistas e outras partes interessadas. (Rosen, 2010)

2.6 FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

Para falar em fatores críticos de sucesso deve-se antes observar algumas considerações colocadas pelos pesquisadores do tema F&A.

Marks & Mirvis (1998, citado por Yarshell, 2011) comentam sobre diferentes metodologias de pesquisa, afirmando que não há consenso sobre o método para a avaliação do resultado de uma transação de F&A. As pesquisas por eles analisadas consideram critérios diversos: o preço da ação de participantes de F&A versus o preço de não participantes de F&A na mesma indústria, se os objetivos pré-aquisição foram atingidos, taxas de rotatividade dos funcionários (turnover), volume de produção e receitas, entre outros.

O período analisado também varia: enquanto alguns cientistas optam por analisar as medidas imediatamente após o anúncio da transação, outros escolhem esperar alguns meses ou anos para tanto.

Alguns autores defendem que o insucesso da operação está centrado na fase pós-aquisição. Prichet (1997, citado por Yarshell, 2011) apresenta um estudo no qual apenas 20% das organizações que planejam aquisições consideram uma estratégia de longo prazo para a integração entre as empresas antes de efetivada a compra planejada.

Outra dificuldade apontada por Marks & Mirvis (1998, citado por Yarshell, 2011) está em determinar o início da F&A (por exemplo, quando recebe a aprovação legal?) e quando termina o processo de integração / transação (quando as equipes de F&A ou de integração forem dissolvidas?).

Segundo Young (1981, citado por Kim e Olsen, 1999), saber o que fazer no tempo planejado pode fazer a diferença entre atingir sucesso ou insucesso.

Gaughan (1996, citado por Yarshell, 2011) reflete sobre a dimensão temporal para a análise dos resultados das aquisições e fusões: elas não podem ser avaliadas de acordo com a possibilidade imediata de ganhos econômicos, pois devem constituir-se como uma alternativa estratégica para futura geração de valor ao acionista, com resultados mensurados e analisados no longo prazo.

Gomes, Angwin, Weber e Tarba (2013) realizaram um estudo de revisão sistemática da literatura existente sobre fatores críticos de sucesso em processos de F&A considerando os links entre as variáveis que impactam o desempenho da F&A nas diferentes fases do processo de F&A, assim como ao longo do processo de F&A. Eles comentam que, apesar de vários pesquisadores recomendarem o foco numa abordagem processual da operação de F&A (Haspelagh & Jemison, 1991; Jemison & Sitkin, 1986), esta perspectiva não tem sido desenvolvida tanto quanto era esperado.

2.6.1 Síntese dos principais fatores críticos de sucesso

O levantamento dos fatores críticos de sucesso (FCS) no processo de aquisição foi um dos objetivos específicos desta pesquisa. Portanto, é preciso apresentar uma síntese dos principais fatores críticos de sucesso encontrados na literatura, conforme o Quadro 1, a seguir:

Quadro 1 - Fatores críticos de sucesso no processo de F&A (síntese)

Item	Fase do Processo de M&A / Fator Crítico de Sucesso	Fase zero Antedentes do Processo de F&A	Fase 1 Pré-aquisição	Fase 2 Estruturação	Fase 3 Integração	Fase 4 Assimilação	Área-foco	Literatura
1	Estratégia Geral e Experiência em F&A	X	X	X	X	X	Estratégia	Andrews, 1980; James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001; Mintzberg, 2005
2	Alinhamento Estratégico da Empresa-alvo	X	X				Estratégia	James & Sitkin, 1986; Ashkenas, DeMonaco & Francis, 1998; Ahammad & Glaister, 2013
3	Tamanho relativo da Empresa-alvo	X	X				Estratégia	Finkelstein & Haleblian, 2002; Very & Schweiger, 2001
4	Relacionamento Adquirente e Empresa-alvo	X	X				Estratégia	James & Sitkin, 1986; Graebner & Eisenhardt, 2004; Stahl & et al., 2011
5	Preço certo		X				Finanças	Anslinger & Copeland, 1996; Stahl et al., 2011; Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999
6	Contrato de Compra e Venda		X				Legal	DePamphilis, 2010
7	Assimetria da Informação		X	X			Geral	Kim & Olsen, 1999; Galpin & Herndon, 2007; Stahl & et al., 2011; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012; Very & Schweiger, 2001
8	Estratégia de Integração		X	X	X		Estratégia	Kim & Olsen, 1999; Gomes, Angwin, Weber & Tarba, 2013
9	Liderança Pós-aquisição (Gerente de Integração)		X	X	X		Estratégia	Anslinger & Copeland, 1996; Angwin, 2001; Barros, 2003; Askhenas, DeMonaco & Francis, 1998; Angwin & Meadowsn, 2009; Vermeulen & Barkema, 2001; Teerikangas, Very & Pisano, 2011; Stahl et al., 2011;
10	Política de Compensação Futura		X	X	X		Pessoas	Anslinger & Copeland, 1996
11	Comunicação (Pré-aquisição)		X				Estratégia	James & Sitkin, 1986; Angwin, 2001
12	Recursos / Investimentos na adquirida		X				Finanças	Martin, 2016
13	*Earnouts*		X	X	X		Finanças	Barbopoulos & Sudarsanam, 2012
14	Transferência de Capacidades, Recursos e Conhecimento			X	X	X	Operacional	Kim & Olsen, 1999; Martin, 2016; Finkelstein & Haleblian, 2002
15	Comunicação (Integração)			X	X		Pessoas	Gomes, Angwin, Weber & Tarba, 2013; Stahl et al., 2011; Barros, 2003
16	Velocidade de Integração				X		Pessoas	Anslinger & Copeland, 1996; Askhenas, DeMonaco & Francis, 1998; Stahl, Kremershof & Larsson, 2004
17	Time de Integração dedicado				X		Pessoas	James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001
18	Diferenças Culturas Nacionais e Corporativas				X	X	Pessoas	Graebner & Eisenhardt, 2004; Vermeulen & Barkema, 2001; Stahl et al., 2011; Angwin, 2001; Kim & Olsen, 1999; Very & Schweiger, 2001; Jordão, Souza & Avelar, 2014; Quah & Young, 2005; Marks & Mirvis, 2011; Barros, 2003

Fonte: autoria própria

No Quadro 2, pode-se observar que do total de 18 Fatores Críticos de Sucesso no processo de F&A, 13 (treze) estão na fase Pré-aquisição e 10 (dez) na Fase Integração. No Quadro 3, percebe-se que dos FCS mencionados na literatura, 7 (sete) são da dimensão Estratégia e 5 (cinco) da dimensão Pessoas. E, analisando as informações dos Quadros 2 e 3 em conjunto com o Quadro 1, pode-se concluir que dos 13 (treze) FCS encontrados na fase Pré-aquisição, 7 (sete) são da dimensão Estratégia e dos 10 (dez) FCS encontrados na Fase

Integração, 5 (cinco) são da dimensão Pessoas. Portanto, todos os FCS da dimensão estratégia estão presentes na fase Pré-aquisição e todos os FCS da dimensão Pessoas estão presentes na fase Integração. O que destaca a importância da dimensão Estratégia na fase Pré-aquisição, e as possíveis implicações nas fases subsequentes do processo de F&A, e a importância da dimensão Pessoas na fase Integração, com destaque para a presença do Gerente de Integração.

Quadro 2 - Número de FCS por fase do processo de F&A

	Fase zero Antedentes do Processo de F&A	Fase 1 Pré-aquisição	Fase 2 Estruturação	Fase 3 Integração	Fase 4 Assimilação
Fatores Críticos de Sucesso	4	13	8	10	3

Quadro 3 - Número de FCS por dimensão

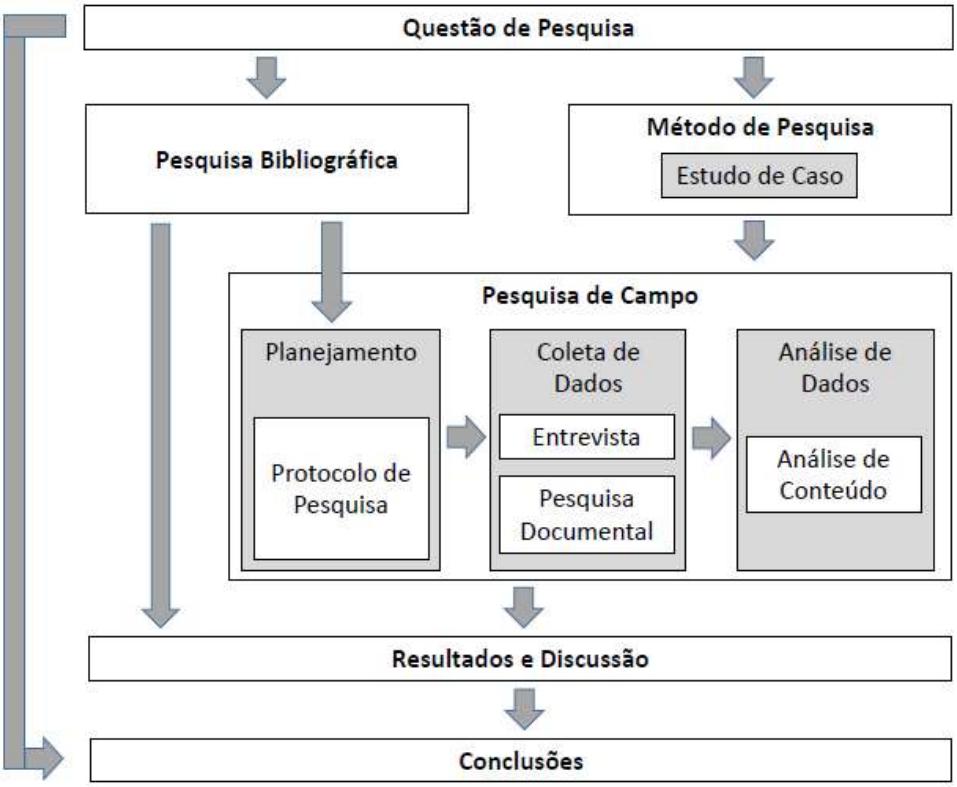
Dimensão	FCS
Estratégia	7
Pessoas	5
Finanças	3
Geral	1
Operacional	1
Legal	1

3 PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

O método de pesquisa utilizado foi o de estudo de caso.

Na Figura 17 pode-se visualizar o procedimento metodológico. Partindo-se da questão de pesquisa (item 2.2) foram realizados a pesquisa bibliográfica e o estudo de caso. Da pesquisa bibliográfica preparou-se o protocolo de pesquisa que foi utilizado na pesquisa de campo, quando então procedeu-se à coleta de dados via entrevista e pesquisa documental. Fez-se a análise de dados via análise de conteúdo. Depois apresentaram-se os resultados obtidos na pesquisa bibliográfica e na pesquisa de campo, onde houve a confrontação da teoria com a prática. Por fim, as conclusões e o retorno à questão de pesquisa.

Figura 17 - Procedimento metodológico



Fonte: elaborado pelo autor

A Figura 18 apresenta a matriz de amarração metodológica que funciona como uma ponte entre a questão de pesquisa, que vem da problemática (problema prático) e os principais pontos da teoria que são abordados neste trabalho.

Figura 18 - Matriz de amarração metodológica

QUESTÕES DA PESQUISA		OBJETIVOS DA PESQUISA	METODOLOGIA	PRINCIPAIS PONTOS
Questão Principal	**Questões Específicas**			
Como o adquirente multinacional pode se preparar adequadamente para o processo de aquisição de uma empresa brasileira?	Como a literatura aborda as fases do processo de aquisição?	Entender as fases do processo de aquisição	Pesquisa Bibliográfica	. Diversas abordagens, com diferentes pontos inicial e final para o processo F&A.
	Como a literatura aborda os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição?	Entender os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição	Pesquisa Bibliográfica	. Motivação para F&A . *Due Diligence* , Negociação e Fechamento . Gerente de Integração . Pagamento/*Earnouts* . Equipe de Aquisição . Gestão Pós-aquisição . Governança Corporativa
	Como a empresa pesquisada aborda as fases do processo de aquisição?	Compreender e analisar as fases consideradas no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional	Estudo de Caso	. Fase Estratégica . Pré-aquisição . Estruturação . Integração . Assimilação . Cross border 1 da KPMG
	Como a empresa pesquisada aborda os fatores críticos de sucesso do processo de aquisição?	Compreender e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional	Estudo de Caso	. Equipe de aquisição . Assimetria da informação . Pagar o preço 'certo' . *Cultivation* . Plano de comunicação . Avaliação do *Target team* . *Cultura*

Fonte: elaborado a partir do Quadro 1 de Mazzon (1981)

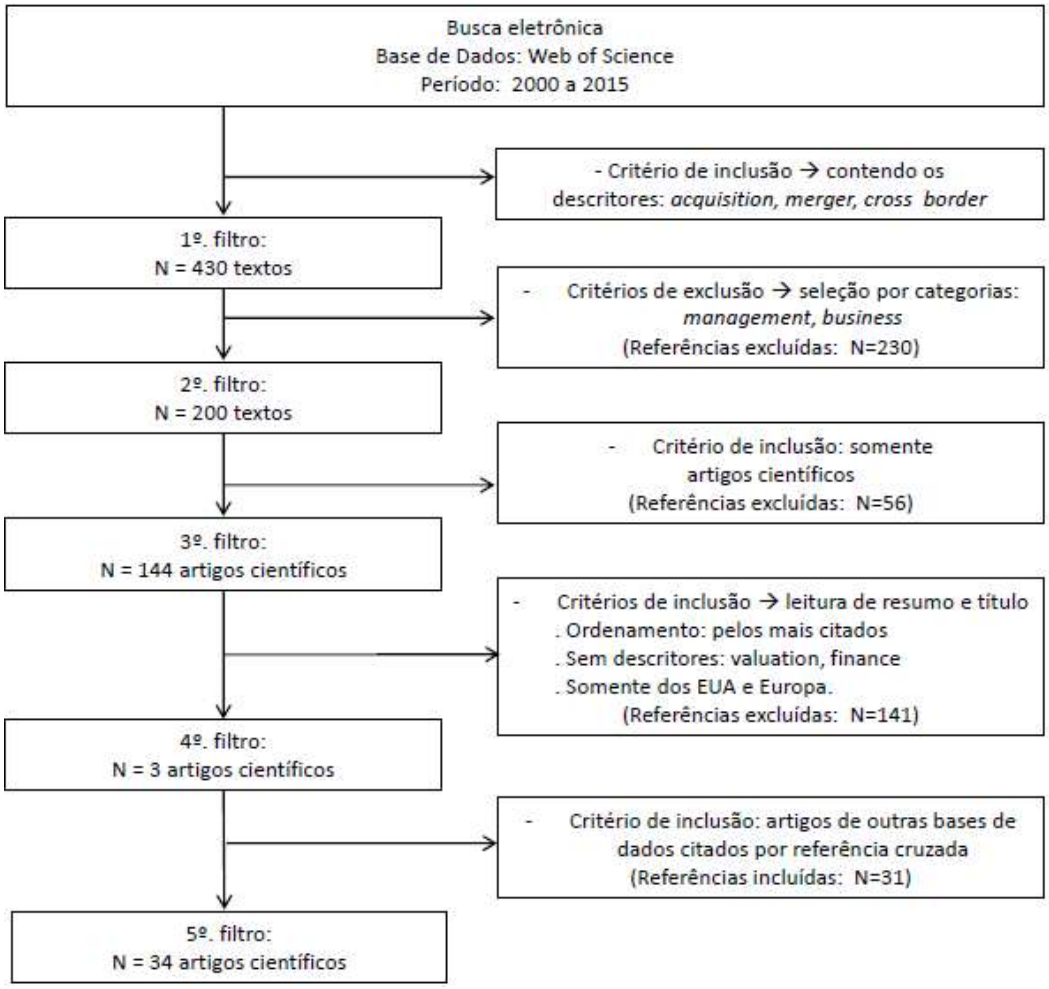
Destaca-se que uma pesquisa que faz uso do estudo de caso deve, de alguma forma, contribuir com a teoria. Para que isto ocorra, é recomendado que se faça uma extensa revisão da literatura, para identificar lacunas e também para verificar conceitos que possam nortear o estudo como um todo (Yin, 2015). Desta forma, foi realizada a revisão da literatura através de

pesquisa bibliográfica, apresentada no próximo item.

3.1 PESQUISA BIBLIOGRÁFICA

Neste estudo, foi empregada a abordagem exploratória, utilizando, primeiramente, a pesquisa bibliográfica como estratégia de pesquisa. A pesquisa exploratória tem como objetivo aprofundar o conhecimento sobre o problema a fim de torná-lo evidente (Gil, 2010). A pesquisa bibliográfica utiliza, comumente, fontes secundárias de dados e é fundamental para realizar pesquisas científicas de qualquer natureza, pois busca conhecer, analisar e discutir um assunto ou problema a partir de um referencial teórico (Martins & Theófilo, 2009).

Figura 19 - Fluxograma de seleção de referências



Fonte: elaborado pelo autor com a base de dados Web of Science

Foi realizada uma revisão sistemática na base de dados *Web of Science* (vide figura 19, com o fluxograma de seleção de referências), em que foram selecionados os artigos científicos de maior relevância sobre F&A para entender os detalhes do processo de aquisição, para o período de 2000 a 2015, utilizando como descritores *acquisition*, *merger* e *cross border* com o operador booleano *AND* para título, assunto ou tópico, um filtro de categoria de pesquisa para *business* e *management*, e um filtro de tipo de documento para *article.* Foram encontrados 144 artigos e desses, após leitura rápida dos títulos e resumos, procurando excluir aqueles com foco em *valuation* ou *finance*, e incluir somente os restritos à Europa e EUA, somente três artigos atendiam (Figura 20) aos objetivos e tema deste trabalho.

Figura 20 - Artigos basilares da pesquisa

Autor	Número de Citações
Very, Schweiger (2001)	63
Angwin (2001)	58
Teerikangas, Very, Pisano (2011)	16

Fonte: elaborado pelo autor com pesquisa na base de dados *Web of Science*

Quando da consulta aos textos completos dos artigos no próprio site da base de dados, o autor foi direcionado (referência cruzada) para outros artigos citados nos três artigos lidos. O autor decidiu, então, selecionar e ler alguns desses artigos referenciados, e vários foram aqueles que se relacionavam com o tema de pesquisa. Todos esses fazem parte das referências desse trabalho.

Ainda, foram consultados 15 livros da área específica de estratégia e de F&A, sendo que 4 deles são a base desse trabalho (Figura 21), 5 livros de outros assuntos e metodologia, além de outras publicações técnicas (3), e conteúdo *online* via sites (6).

Figura 21 - Livros de estratégia e F&A

Autor	Número de Citações
Sudarsanam (2003)	145
Depamphilis (2010)	110
Galpin & Herndon (2007)	63
Johnson, Whittington, Scholes (2011)	N.D.

Fonte: elaborado pelo autor com base em Gomes, Angwin, Weber e Tarba (2013)

N.D. = Não Disponível

O autor realizou uma leitura analítica com a finalidade de ordenar e sumariar as informações contidas nas fontes, de forma que estas possibilitassem a obtenção de respostas à temática do estudo. As informações extraídas dessas fontes foram então registradas no capítulo 2 (Referencial Teórico).

3.2 ESTUDO DE CASO

Yin (2015) considera que o método do estudo de caso é indicado quando: a questão principal da pesquisa aborda perguntas do tipo como e por quê; o pesquisador tem pouca ou nenhuma condição de interferir no processo; e o foco da pesquisa considera eventos contemporâneos dentro do contexto de situações reais.

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

A primeira etapa no estudo de caso é a da definição da unidade de análise. No capítulo 1, houve a identificação das empresas compradora (adquirente) e vendedora (adquirida). A unidade primária de análise é a empresa vendedora, de capital 100% brasileiro, de porte médio, com atuação no mercado revendedor de instrumentação analítica, sendo à época a líder de mercado em seu segmento com participação de 5,5% (mercado pulverizado).

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

Foi utilizado o estudo de caso único, pois o projeto trata de um evento exclusivo representativo da experiência do autor. Segundo Yin (2015), “o projeto de caso único é eminentemente justificável sob certas condições - nas quais o caso representa um teste crucial da teoria existente; nas quais o caso é um evento raro ou exclusivo; ou, nas quais o caso serve a um propósito revelador”. Além disso, o autor entende que o caso em estudo seja relevante ao tema e às questões de interesse, pois trata-se da primeira experiência de aquisição da multinacional (acostumada a realizar aquisições em nível global) no Brasil.

Definida a unidade de análise, deve ser realizada a coleta de dados, via pesquisa de campo, descrita no próximo capítulo.

3.3 PESQUISA DE CAMPO

A pesquisa de campo contempla o planejamento, a coleta de dados e a análise de dados.

3.3.1 Planejamento

No planejamento da pesquisa realizou-se a definição dos entrevistados e a elaboração do protocolo (ou instrumento inicial) de pesquisa. As empresas foram caracterizadas na Figura 2, item 1.1 deste estudo.

Definição dos entrevistados

A coleta de dados deste estudo de caso foi realizada por meio de entrevistas semiestruturadas. Os entrevistados foram aqueles indivíduos que Bryman (1989) denomina como informantes-chaves da organização. Estes são (ou foram) gestores com senioridade e capacidade para tomada de decisões. Para tanto, **os entrevistados deveriam preencher o requisito fundamental de terem participado ativamente de algumas das fases do processo de aquisição.**

Com base nesse perfil, a definição dos entrevistados foi realizada levando-se em conta as responsabilidades que eles tiveram porv períodos superiores a um ano, em quaisquer das fases do processo de aquisição. E, pelo sigilo que um processo de aquisição deve ter, somente pessoas-chave na organização vendedora que participaram do mesmo em, pelo menos, duas das quatro fases do processo de aquisição, foram selecionadas, entrevistadas e estão aqui identificadas.

O convite aos entrevistados foi formalizado por meio de mensagem eletrônica (apêndice 2). O agendamento das entrevistas foi realizado pelo próprio pesquisador, por meio de contatos telefônicos ou mensagem eletrônica.

Todos os entrevistados tiveram conhecimento dos esclarecimentos sobre o termo de consentimento (apêndice 3) e assinaram o próprio termo de consentimento livre e esclarecido (apêndice 4). Esses documentos fazem parte do banco de dados da pesquisa.

Protocolo de Pesquisa

O roteiro para a condução da entrevista denominado ‘protocolo de pesquisa’ é caracterizado por um questionário semiestruturado com perguntas predominantemente abertas. Segundo Yin (2015), esse protocolo de pesquisa é direcionado ao pesquisador e não ao

entrevistado. Assim, as suas questões são lembretes das informações que necessitam ser coletadas, bem como os respectivos motivos; e, devem ser acompanhadas por uma lista de prováveis fontes de evidências.

O objetivo desse instrumento é apoiar a coleta dos fatos, das impressões e das interpretações dos entrevistados quanto aos assuntos abordados, sem direcioná-los ou induzi-los, mas de forma a garantir que as informações relevantes e planejadas sejam obtidas. Algumas perguntas adicionais, e geralmente mais específicas, podem ser realizadas pelo pesquisador no transcorrer das entrevistas com o objetivo de estabelecer cadeias de evidências e, dessa forma, aumentar a validade construtiva da pesquisa (Pedroso, 2010).

O protocolo de pesquisa (apêndice 1) foi elaborado com base na revisão da literatura, nas questões de pesquisa e experiência do autor. Ele contém oito temas, que abordam os seguintes elementos:

1º. Perfil do Entrevistado (tema 1);
2º. Fase Zero - Antecedentes do Processo de F&A (tema 2);
3º. Fases do Processo de F&A (tema 3);
4º. Fase 1 - Pré-aquisição (tema 4);
5º. Fase 2 – Estruturação (tema 5);
6º. Fase 3 – Integração (tema 6);
7º. Fase 4 – Assimilação (tema 7);
8º. Fatores Críticos de Sucesso (tema 8)

Por se tratar de uma pesquisa de natureza exploratória, o pesquisador procura realizar perguntas ou induzir discussões com o intuito de: compreender quais foram as fases do processo de aquisição; entender se os entrevistados percebem que participaram em alguma dessas fases; e, entender quais foram os fatores críticos de sucesso, identificados pelos entrevistados, nas fases em que participaram do processo de aquisição. Nesse sentido, o protocolo de pesquisa foi utilizado como um guia de temas relevantes para a entrevista, e não como um questionário a ser utilizado integralmente. (Pedroso, 2010)

3.3.2 Coleta de dados

A coleta de dados foi realizada através de entrevistas e pesquisa documental.

O tipo de entrevista utilizada foi a semiestruturada. Martins e Theóphilo (2009) explicam que a entrevista semiestruturada trata-se de uma técnica de pesquisa para coleta de

informações, dados e evidências cujo objetivo básico é entender e compreender o significado que entrevistados atribuem a questões e situações, em contextos que são abordados com a utilização de um roteiro previamente elaborado (protocolo de pesquisa). Na condução de uma entrevista semiestruturada o entrevistador busca obter informações, dados, opiniões e evidências por meio de uma conversação guiada pelo roteiro e na qual afloram novas perguntas. Os entrevistados deverão corroborar (ou não) e complementar o entendimento do pesquisador sobre a situação vivenciada durante o período estudado.

As entrevistas semiestruturadas, com amostragem não-probabilística por conveniência, foram realizadas com oito respondentes, pessoas-chave (de ambas as empresas) envolvidas no processo de aquisição, a saber:

i. quatro ex-proprietários da empresa adquirida (*former owners*);
ii. dois diretores executivos nomeados pela empresa adquirente para a nova organização e participantes da equipe de F& A; e,
iii. dois gerentes da empresa adquirida e com papel estratégico na fase de integração.

A pesquisa documental utiliza fontes primárias de dados, tais como documentos e bases de dados de entidades privadas, com o objetivo de contribuir para a análise dos problemas (Martins & Theóphilo, 2009).

A coleta de dados foi complementada a partir de documentos internos do projeto de aquisição e baseada na experiência profissional do autor-pesquisador, que atuou desde o início até a conclusão da fase de integração do projeto de aquisição, interagindo diretamente com todas as partes interessadas (proprietários da empresa adquirida, alta gerência da empresa adquirente, colaboradores da empresa adquirida, equipe de F&A e consultores externos).

Na pesquisa documental foram utilizadas informações do *due diligence*, *white paper* da proposta de F&A, plano estratégico de 100 dias, plano de integração, plano de comunicação, relatórios de desempenho e lições aprendidas. Essas informações são confidenciais e foram utilizadas para a análise das respostas dos entrevistados às perguntas do protocolo de pesquisa, na interpretação dos resultados e nas conclusões.

3.3.3 Análise de dados

Uma vez coletados os dados, é necessário avançar na condução da pesquisa para a etapa de análise de dados. É nesta etapa que o pesquisador faz a interpretação dos dados coletados a fim de obter as respostas necessárias à pesquisa (Dresch & Cauchick, 2015). Eisenhardt (1989)

considera que a análise de dados é o coração do desenvolvimento da teoria por meio de estudo de caso. Essa parte é a mais difícil e a menos codificada do processo de pesquisa.

A técnica de análise dados que será utilizada neste estudo é a análise de conteúdo. A análise de conteúdo é um método de tratamento dos dados. Esse método visa identificar o que está sendo dito sobre determinado assunto.

De acordo com Bardin (2002), a utilização da análise de conteúdo prevê três fases fundamentais:

- pré-análise: fase de sistematização das ideias iniciais, para a condução de um esquema robusto do desenvolvimento das sucessivas operações. Tem três metas: escolher os documentos que serão submetidos a análise; formulação dos objetivos da análise e construção dos indicadores que fundamentarão a interpretação final;
- exploração do material: essa fase consiste, basicamente, em operações de codificação, decomposição ou enumeração, em função das regras anteriormente determinadas; e,
- tratamento dos resultados obtidos e interpretação: os resultados devem ser tratados e interpretados de forma a serem significativos e válidos. Isso pode ser feito de forma objetiva, utilizando ferramentas quantitativas como provas estatísticas ou de forma subjetiva, por meio de uma análise qualitativa.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

A etapa de análise de dados contemplou a compilação das entrevistas e a análise do caso.

A compilação de cada uma das entrevistas foi realizada em dois passos:

1. Passo: o pesquisador ouviu a gravação das entrevistas, na íntegra;

2. Passo: o pesquisador selecionou os trechos que ele considerou mais relevantes e os classificou em um (ou mais) dos oito temas de pesquisa (conforme o protocolo de pesquisa).

Os resultados da compilação dos oito entrevistados são apresentados no Quadro 4, ao final deste capítulo.

A análise do caso contempla as seguintes discussões: análise dos principais elementos do processo de fusão e aquisição e as conclusões da pesquisa de campo.

A seguir, são apresentados os resultados da pesquisa de campo com a seguinte disposição: tema (de 2 a 8), análise dos principais elementos do tema (captados nas entrevistas, tendo como base a pergunta constante do protocolo de pesquisa, item 3.3.1), síntese das entrevistas em relação ao tema específico, frases de destaque mencionados pelos entrevistados e discussão (concordância, discordância ou ineditismo do elemento citado) com a literatura abordada no referencial teórico.

Os resultados serão apresentados em oito tópicos:

I. O item 4.1, Dinâmica das Entrevistas e Perfil dos Entrevistados (tema 1);

II. O item 4.2, Antecedentes do Processo de F&A (tema 2);

III. O item 4.3, Fases do Processo de F&A (tema 3);

IV. O item 4.4, Fase 1 – Pré-aquisição (tema 4);

V. O item 4.5, Fase 2 – Estruturação (tema 5);

VI. O item 4.6, Fase 3 – Integração (tema 6);

VII. O item 4.7, Fase 4 – Assimilação (tema 7);

VIII. O item 4.8, Fatores Críticos de Sucesso (tema 8).

4.1 DINÂMICA DAS ENTREVISTAS E PERFIL DOS ENTREVISTADOS

As entrevistas ocorreram no período compreendido entre os dias 28 de março e 24 de junho de 2018. O tempo total registrado (oficial) das entrevistas foi de 351 minutos (ou 5 horas e 51 minutos), e a duração média de cada entrevista foi de 44 minutos. A pesquisa de campo contou com a participação de 8 entrevistados. Destes, 6 pela parte vendedora e 2 pela parte compradora. A Tabela 1 apresenta o perfil das entrevistas, com o perfil dos entrevistados (de colaborador da compradora/vendedora, responsabilidade à época do processo de F&A e seu envolvimento nas fases do projeto de F&A), data e duração das entrevistas.

As entrevistas A, D, F, G e H foram realizadas com a presença física do entrevistado (A na residência, F no escritório particular, G no local de trabalho, e D e H em estabelecimentos comerciais públicos). As demais entrevistas foram executadas por via eletrônica sendo B e E via telefone e C via software específico em computador pessoal.

Os entrevistados D, G e H continuam a trabalhar na empresa resultante da aquisição. Todos os ex-proprietários saíram dentro do período de 2 anos da data da aquisição.

Tabela 1 – Perfil das entrevistas

Entrevistado	Compradora/ Vendedora	Tema 1						Data da Entrevista	Duração (min.)
		Responsabilidade à época do processo de aquisição	Envolvimento nas Fases do Projeto de F&A						
			Fase 0	Fase I	Fase II	Fase III	Fase IV		
A	V	GERENTE GERAL	X	X	X	X		28/03/2018	53
B	V	DIRETOR OPERAÇÕES (I)	X	X	X	X		08/06/2018	60
C	V	DIRETOR DE VENDAS	X	X	X	X		21/04/2018	58
D	C	DIRETOR FINANCEIRO	X	X	X	X	X	24/06/2018	43
E	C	DIRETOR DE OPERAÇÕES (II)			X	X	X	13/04/2018	33
F	V	GERENTE DE LOGÍSTICA	X	X	X	X		24/04/2018	36
G	V	COORDENADOR DE PRODUTOS				X	X	28/03/2018	33
H	V	COORDENADOR DE MARKETING				X	X	28/03/2018	35

Fonte: autoria própria

No início da entrevista o pesquisador explicava, de maneira resumida, os objetivos e a forma de condução da entrevista. O pesquisador alertava que as informações confidenciais não deveriam ser discutidas. Também ressaltava que, se porventura alguma informação

sigilosa fosse citada, o entrevistado deveria informar para que esta fosse suprimida da transcrição da entrevista.

Pelo fato de ser uma pesquisa exploratória, o pesquisador dava liberdade para o entrevistado discorrer sobre os temas que ele julgava relevantes. Em determinados momentos da entrevista, o pesquisador fazia perguntas de natureza aberta, para explorar os fatores críticos de sucesso nas fases do processo, e de natureza fechada, para confirmar algumas questões apresentadas.

Ao final da entrevista, o pesquisador fazia o seguinte comentário e pergunta final: *Eu, como pesquisador, realizei essa entrevista para compreender o processo de fusão e aquisição no estudo de caso em que você e sua organização estiveram envolvidos. Quais temas ou questões eventualmente não abordados, que você julgaria relevantes numa discussão sobre processo de fusão e aquisição?*

Essa pergunta final, exploratória e aberta, tinha como objetivo identificar possíveis elementos inexplorados, ou verificar questões relevantes que, na ótica do entrevistado, não tinham sido abordados de maneira adequada.

A execução da entrevista procurou, na medida do possível, abordar o maior número de temas. No entanto, devido as próprias particularidades do processo de F&A, nem todos os entrevistados tiveram a oportunidade de participar de todas as fases do processo de F&A. Na realidade, somente o entrevistado D participou de todas as fases do processo de F&A. O conjunto de questões inerentes a cada tema foi um mero indicativo de potenciais elementos ou informações a serem exploradas. Ou seja, as questões não foram perguntadas, necessariamente, na sua totalidade em cada entrevista em função da relevância das informações coletadas (verificadas no decorrer das entrevistas) e por limitações de tempo.

4.2 ANTECEDENTES DO PROCESSO DE F&A

Neste tema, procurou-se abordar como as empresas vendedora e compradora se prepararam para o processo de aquisição.

4.2.1 Preparação

Como a empresa se preparou para o processo de aquisição?

Os vendedores mencionaram que, **vinham se preparando 9 anos** antes do início desse processo, **contrataram uma empresa internacional de auditoria** e adotaram a auditoria

externa como um processo, e **participaram de um prévio processo de F&A** com uma multinacional (EUA):

Entrevistado A*: "Você tem de construir uma boa empresa em todos os sentidos. Na gestão, na área fiscal, no desenvolvimento das pessoas...que é chave. A empresa crescia 15% a.a., no mínimo (antes da aquisição). Para isso você tem de ter as pessoas motivadas e engajadas para atingir os objetivos.* ***Fator Crítico de Sucesso é preparar a empresa para a venda. Para isso, contratamos uma empresa internacional de auditoria*** *(Deloitte em 2004) para ter a chancela de aceitação das empresas grandes interessadas em adquirir uma empresa brasileira. Quando foi feita a primeira auditoria em 2004, o relatório foi enorme e havia uma série de coisas que não estavam sendo feita dentro dos padrões estabelecidos pelas grandes empresas nas áreas fiscal e contábil, e que precisavam ser corrigidas para o ano seguinte. Em 2005, foi repetida a auditoria com a mesma empresa. E, assim por diante,* ***adotamos a auditoria externa como um processo.*** *Em 2007, recebemos a visita de uma multinacional americana interessada em adquirir a empresa. Porém, a conversa não prosseguiu porque não houve acordo quanto ao preço inicialmente ofertado. Nós tínhamos uma perspectiva de crescimento, baseado no histórico e no que estávamos fazendo na empresa, que tinha um valor muito maior do que o preço ofertado. Depois de uns 2 meses, voltamos a conversar e acertamos um preço inicial e aí* ***participamos de um primeiro processo de F&A****. O processo foi difícil porque há uma legislação dos EUA que deve ser seguida. Iniciou-se o Due Diligence. Você tem de abrir toda a empresa, ter dados para apresentar, parte fiscal, trabalhista, comercial etc. No final, se deu certo, tudo bem. Se não deu certo, é confidencial (não sabe se é mesmo ou não - tem dúvidas), acabou e ponto final. Esse primeiro processo de F&A não teve sucesso".*

Entrevistado B*: "Houve um interesse de uma empresa multinacional americana (anterior ao interesse da adquirente) que iniciou o 'processo' interno para nós.* ***Tivemos uma experiência anterior (processo de F&A)*** *que fracassou e* ***começamos a preparar a empresa (auditoria externa).*** *A formação do empresário e a visão dele tem impacto no processo de venda da empresa".*

Entrevistado C*: "Fomos nos preparando para abrir o capital da empresa, preparando a Governança Corporativa, auditada pela Deloitte (auditores externos), tínhamos uma carta de valores (missão/visão) da empresa, estávamos profissionalizando a empresa e não tínhamos parentes na empresa (sem sucessores). No início de 2005, contratamos um presidente de mercado para a empresa, que tinha experiência internacional em 2 países da Europa.*

Estávamos nos preparando para ir para o Board da empresa, e para comprarmos novas empresas (F&A). ***O processo de preparação começou 8 a 9 anos antes desse processo de F&A****, com transformação organizacional, processo ISO9000, kaizen, integração, GC e, então, estávamos preparados para uma abordagem de potenciais compradores da empresa".*

Entrevistado F*: "Começou quando iniciamos as fusões das nossas próprias empresas locais já visando uma futura venda, pois nossa empresa resultante ficaria mais atrativa para empresas maiores, multinacionais. (Chegamos a ser procurados por outra empresa multinacional com interesse na aquisição da empresa, mas tínhamos assinado o NDA – Non Disclosure Agreement - com a potencial compradora e estávamos no DD, e recusamos conversar sobre o assunto).* ***Uma consultoria externa foi fundamental para que nós conseguíssemos preparar a empresa para a venda****. Preparamos nossa empresa para quando uma multinacional tivesse interesse, tudo estivesse em ordem".*

Os compradores mencionam que a adquirente tem um ***processo de F&A bem estruturado*** *e tem um* ***histórico*** *(experiência)* ***em processos de F&A****:*

Entrevistado D*: "A empresa compradora tem um* ***processo de aquisição bem estruturado, preparado e tem um histórico de aquisições****. É muito experiente fazendo aquisições".*

Entrevistado E*: "A* ***preparação da compradora foi bem-feita****. É um ponto forte porque a compradora tem* ***expertise em M&A****".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita que os projetos de aquisição devem ser bem preparados seguindo um processo estruturado em fases, detalhado em etapas, e com o propósito final de aumentar as probabilidades de sucesso do projeto. Os entrevistados pelo lado da adquirida mencionaram que **vinham se preparando (**Haspelagh & Jemison, 1987**)** há 9 anos para participar, em algum momento, de um processo de F&A; que, no início deste período de 9 anos, **contrataram uma empresa internacional de auditoria** (Sudarsanam, 2003; Angwin, 2001) e adotaram a auditoria externa como um processo; e, que **participaram de um prévio processo de F&A** (Kim & Olsen, 1999) com uma multinacional (EUA). Pelo lado da adquirente, os entrevistados mencionam que a adquirente tem um **processo de F&A bem estruturado** (Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Johnson, Whittington, & Scholes, 2011; Quinn, 1978; DePamphilis, 2010; Mintzberg, 2005; Sudarsanam, 2003; Galpin & Herndon, 2007; Marks & Mirvis, 2010; Kim & Olsen, 1999), e tem um **histórico** (experiência) **em processos de F&A** (Aiello & Watkins, 2000; Very & Schweiger, 2001).

4.3 FASES DO PROCESSO DE F&A

Neste tema, procurou-se abordar alguns elementos gerais, mas determinantes, para o entendimento das fases do processo de F&A. Iniciou-se com a questão dos motivadores para a venda ou compra da empresa-alvo, depois os principais problemas decorrentes do processo de F&A, se o processo de F&A foi bem conduzido e se houve alguma questão de governança durante o processo de F&A.

4.3.1 Motivação

Qual foi a motivação para a compra/venda da empresa X?

Dentre os motivadores para a venda da empresa-alvo pode-se observar que a **questão sucessória,** o potencial **conflito futuro entre sócios**, a preparação para a **abertura do capital da empresa** ou a **venda no aparecimento de uma oportunidade** foram os principais elementos citados pelos entrevistados da adquirida:

Entrevistado B: *"Era uma **questão sucessória**. Queríamos fazer uma boa gestão para passar uma boa empresa para a próxima geração".*

Entrevistado C: *"Preparamos a empresa, para ter governança, e a transformarmos em S.A. **Tínhamos interesse em abrir o capital**. Não havia um interesse em vender a empresa, num primeiro momento, mas **apareceu a oportunidade de fazê-lo à uma multinacional**".*

Entrevistado A: *"Sempre tratei a empresa como um produto. Depois de mais de 20 anos, eu queria perpetuar a empresa, o nome da empresa, preservar os colaboradores, etc. Eu sabia que tendo um 'produto' bom haveria interessados nesse produto. Não eram permitidos parentes trabalhando na empresa. Então, **analisamos a possibilidade de venda da empresa, desde o início**. Além disso, havia sócios e havia um **risco (importante) de conflito entre sócios no futuro**, pois a empresa estava se tornando muito grande e a questão do orgulho do sócio poderia atrapalhar a condução dos negócios".*

Entrevistado F: *"Foram duas as situações. A primeira: **houve uma proposta de compra** e estávamos abertos a analisá-la e ver se o preço total era interessante. A segunda: O tempo havia passado e nós entendíamos que **poderia haver desentendimentos entre sócios**. Estávamos no topo e uma empresa sem união começaria a despencar".*

Entrevistado H: *"É apenas um feeling, mas* ***os antigos donos já não tinham o foco, energia e estratégia de*** *para onde a empresa estava indo. O número de concorrentes aumentou e eles não tinham mais o diferencial de mercado, e estavam focados em outras coisas que não permitiam que a empresa (alvo) tivesse o foco que precisava ter."*

Além desses pontos, um dos ex-proprietários cita que era importante para os vendedores, poderem **escolher o comprador (escolha reversa)** para que a empresa pudesse continuar crescendo:

Entrevistado A: *"****Escolher para quem vender era importante.*** *Porque* ***deveria haver alinhamento estratégico*** *entre empresa vendedora e compradora para fazer sentido e continuar a prosperar a empresa resultante".*

Do lado da adquirente, os entrevistados citaram como motivação para a compra, o **alinhamento estratégico** da adquirida com a adquirente, a **expansão dos negócios na área internacional** pela capacidade de crescimento de receita e lucro da adquirida no mercado através de seu **acesso ao canal de distribuição**:

Entrevistado D: *"O motivo principal para aquisição do alvo foi a* ***adequação aos objetivos e ao modelo de negócio da empresa adquirente****. Um segundo ponto foi a da* ***capacidade de geração de lucro da empresa adquirida*** *e se ela estava crescendo e não estagnada".*

Entrevistado E: *"A compradora queria* ***expandir os negócios da empresa na área internacional*** *e uma das formas de se fazer isso era o* ***acesso ao canal de distribuição****".*

Entrevistado G: *"Depois de (passado) todo o processo, percebe-se a* ***estratégia da adquirente voltada para a aquisição de empresas de serviços e canal de vendas*** *e não somente de fabricantes de equipamentos".*

Os resultados corroboram com a literatura porque está cita todos os motivos para a venda mencionados pelos entrevistados. A motivação principal parece ter sido mesmo o potencial **conflito entre sócios,** conforme mencionado por Héau (2001). Como os sócios não prepararam seus sucessores, a **questão sucessória** mencionada por Héau (2001) e Stefanowski (2007) reforça a tomada de decisão para a venda como um motivador secundário. Há outros dois motivos que foram mencionados pelos vendedores: a **abertura do capital da**

empresa (Cumming & Macintosh, 2003; Gompers, & et al., 2008) e a **venda estratégica** no aparecimento de uma oferta de aquisição (Cumming & Macintosh, 2003; Schwienbacher, 2005; Sorensen, 2007), que indicam que os mesmos tinham a intenção firme de vender, parcial ou totalmente, a empresa-alvo. Um dos vendedores mencionou que eles queriam escolher para quem vender a empresa (motivo denominado **escolha reversa**, conforme Barros, 2003), pois o comprador deveria ter alinhamento estratégico com a empresa-alvo. Como motivação para os adquirentes, foram citados o alinhamento estratégico (James & Sitkin, 1986; Aiello & Watkins, 2000; Johnson, Whittington, & Scholes, 2011) da empresa-alvo com os objetivos da adquirente e a expansão internacional (Cartwright & Cooper, 1996; Barros, 2003) através do acesso ao canal de distribuição (Héau, 2001; Barros, 2003) da empresa-alvo.

4.3.2 Principais problemas

Quais foram os principais problemas decorrentes do processo de F&A?

Os principais problemas citados pelos entrevistados ocorrem ao longo do processo de F&A. No início do processo, na fase pré-aquisição, os vendedores citaram a **burocracia das informações solicitadas** pela adquirente e a **complexidade do contrato** de compra e venda:

Entrevistado A: *"Houve alguns (problemas). O primeiro problema foram todos aqueles **documentos/relatórios solicitados pela compradora que tiveram que ser criados** (pela adquirida), enquanto mantínhamos a empresa funcionando. O segundo foi no **desenvolvimento do contrato de compra e venda**: havia um total de 300 pontos, dos quais 100 pontos a serem discutidos, que eram analisados um a um, e resolvidos até que as partes concordassem com o conteúdo".*

Entrevistado C: *"**Houve muita burocracia:** várias solicitações de documentos e de análises importantes feitas pela compradora. Faltava tempo para elaboração dos documentos solicitados".*

Entrevistado F: *"...foi traumático. Como não tínhamos experiência nesse tipo de processo, não sabíamos que haveria uma **demanda tão grande de documentos, análises e tempo**. Mas, entendemos as solicitações da multinacional e que era uma coisa séria".*

Ao longo do processo, os problemas citados pelos vendedores foram: **manter o sigilo do processo de F&A** e a **participação deles (vendedores) no processo de F&A concomitante com a gestão da empresa-alvo**:

Entrevistado A: *"Outro problema foi o **sigilo do processo de F&A**: 'tocar' o negócio no dia-a-dia e não deixar 'vazar' que estava sendo feito o DD e a empresa poderia ser vendida. A empresa estava crescendo a um ritmo de 15% ao ano. Havia o risco do impacto negativo se a empresa não fosse vendida ao final do processo. Foi o mais difícil para mim, conversar com as pessoas e não tocar no assunto da venda da empresa. Faltando poucos dias para a conclusão do negócio, somente a contadora e a gerente de RH sabiam da negociação em andamento. Acredito que conseguimos manter o sigilo até o Dia 1".*

Entrevistado C: *"Estávamos num ritmo muito forte de crescimento da empresa, muitas atividades e tivemos de **adequar o nosso tempo (dos sócios) para participar do processo e, ao mesmo tempo, nos dedicar para cuidar da operação da empresa**".*

Entrevistado H: *"O processo de aquisição foi 'percebido' **(falta de sigilo)** por mim porque havia uma intensidade de reuniões acontecendo e pessoas circulando na empresa que não era uma coisa normal. Poderiam ter realizado reuniões fora da empresa".* (O entrevistado H participou das fases integração e assimilação, somente)

Ao longo do processo, tanto vendedores como compradores citaram obter **consenso na valoração** (*valuation*) da empresa-alvo e a **longa duração do processo** de F&A:

Entrevistado B: *"Houve arrogância por parte de um executivo (presidente) da empresa compradora. E, por isso, **o processo foi um pouco conturbado e demorou mais do que o esperado**. Mas, entendo que devia ser um tipo de estratégia de negociação.*

Entrevistado C: *"...**o processo levou um tempo grande** (18 meses) para ser concluído**. A dificuldade foi mais na composição dos valores (valuation).** Uma coisa difícil era como calcular o valor intangível para compor o preço da empresa".*

Entrevistado F: *"Ah, foi **o câmbio**. Houve variação muito grande entre o início da negociação e o final do processo. Chegamos a achar que o preço não era tão interessante devido à conversão cambial. ... ... Houve um momento, durante **o processo**, como este **demorou muito**, começamos a analisar se nós queríamos vender (a empresa) mesmo ou não".*

Entrevistado E: *"Os desafios foram: 1... ...; 2. processo de F&A longo; 3... ...; 4. O valor da empresa (valuation) foi complicado de chegar a um consenso; 5... ...".*.

Os compradores citaram problemas mais relacionados a questões culturais, tais como, **culturas** (organizacionais) **muito diferentes**, **vendedores sem conhecimento do processo** de F&A e **manutenção de ex-donos** na nova organização, além, dos ***earnouts*** atrelados às metas:

Entrevistado D: *"O principal (problema) observado foi um ex-dono (empresa familiar) querer ficar na empresa por algum período de tempo. Um desafio grande foi* ***manter por 2 anos os ex-donos na empresa adquirida****. São* ***culturas (organizacionais) muito diferentes****. A multinacional, geralmente, preza pela excelência em processos, muito diferente da empresa familiar, não profissional".*

Entrevistado E: *"Os desafios foram: 1. questão cultural (origem latina, idioma, organizacional); 2... ...; 3. os vendedores não tinham conhecimento do processo de F&A; 4... ...; 5. os earnouts que deveriam estar melhor atrelados às metas".*

Entrevistado G: *"Logo depois da aquisição, a* ***permanência dos ex-proprietários da empresa na gestão*** *atrasou o investimento necessário na implementação de uma nova cultura na empresa".*

Os resultados corroboram com a literatura porque está cita os principais problemas encontrados ao longo do processo de F&A e mencionados pelos entrevistados. Os vendedores mencionaram a **burocracia de tantas solicitações de informações** pelos compradores, e isto denota que os vendedores não estavam preparados, como pensavam, para o processo. Sudarsanam (2003) menciona que o comprador experiente vai solicitar ao vendedor vários relatórios com dados para análise. A **complexidade do contrato** (DePamphilis, 2003), com várias cláusulas e abordando uma variedade de assuntos, também, é mencionada pelos vendedores como um problema que enfrentaram. Outros dois problemas mencionados pelos vendedores estão associados: **manter o sigilo do processo de F&A** (Barros, 2003) na empresa-alvo, enquanto **participando na gestão diária da empresa e no próprio processo de F&A** (James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001). Tanto vendedores como compradores citaram **obter consenso na valoração** da empresa-alvo (Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999; DePamphilis, 2010) e a **longa duração do processo de F&A** (Quah & Young, 2005), como problemas enfrentados neste caso. Obter consenso na valoração não é mesmo muito fácil porque envolve pontos de vista diferentes de comprador e vendedor, mas que embasados em fatos e dados podem chegar ao objetivo comum que é realizar a transação de

compra e venda. A longa duração do processo, neste caso, foi a somatória de uma série de situações que ocorreram ao longo do processo, entre elas, a preparação de relatórios de análises inexistentes e a elaboração, negociação e fechamento de um contrato complexo, conforme relataram os entrevistados. Pela perspectiva dos compradores, ficou claro que os **vendedores desconheciam o processo de F&A** porque estes estranhavam, com frequência, as solicitações de informações dos compradores, desconheciam os detalhes de um contrato de aquisição, valoração etc. Além disso, na fase integração, os compradores mencionaram que **as diferenças culturais** (Kim & Olsen, 1999; Angwin, 2001; Barros, 2003; Marks & Mirvis, 1994; Very & Schweiger, 2001) entre adquirida e adquirente ficaram evidentes e eles começaram a perceber que seria um desafio **manter os ex-proprietários** (Angwin & Meadows, 2009) compartilhando a gestão na empresa por 24 meses.

4.3.3 Gestão do processo

O processo de aquisição foi bem conduzido? Por que?

Quase unânime (somente uma citação contrária) foi a citação de que **o processo de aquisição foi bem conduzido**. Vários foram as razões dos entrevistados para chegarem a essa conclusão. Em resumo, eles apontaram as seguintes razões para o processo ser bem conduzido pela adquirente: um **contrato de compra e venda bem elaborado**, **boa liderança do processo de F&A** (fases pré-aquisição e estruturação), ***know-how* do processo de F&A** pela compradora**,** e houve o **fechamento do contrato de compra e venda:**

Entrevistado A: *"**Foi bem conduzido**. Mas, após 8 anos passados, **o ponto crucial é o contrato**. Você tem de estar preparado. Se a pessoa não tiver condições de fazer uma boa análise do contrato, deve procurar ajuda, uma consultoria, talvez".*

Entrevistado B: *"O processo **foi bem conduzido**. **O líder do time de aquisição (norte-americano na corporação) era ... ... bem focado no processo de F&A*** (fases pré-aquisição e estruturação) *o que acabou por fazer com que o processo fosse bem conduzido".*

Entrevistado C: *"...o processo, no geral, **foi bem conduzido** porque **a compradora tinha o know-how de um processo de aquisição**: tudo documentado, registrado, bem estruturado como seria o processo".*

Entrevistado F: *"Acredito que **foi bem conduzido**. ... ...entendemos as solicitações da multinacional e que era uma coisa séria".*

Entrevistado H: *"Sim, foi **bem conduzido**. Porque atingiu o objetivo, comprador e vendedor ficaram satisfeitos e houve uma negociação que culminou (**no fechamento**) na compra e venda da empresa-alvo".*

Entrevistado D: *"Sim, foi **bem conduzido**. Porque a **compradora tem um know-how de mais de 20 anos de (experiência em) F&A**. E utiliza um processo kaizen em que o processo de F&A vai melhorando a todo momento. O modelo de gestão da compradora faz dar certo a aquisição".*

Entrevistado G: "N*a parte em que participei, o processo de integração **foi bem conduzido, do Dia 1 (da integração) até a assimilação**".*

*Um entrevistado da adquirente considerou que o processo de F&A **não foi bem conduzido porque foi demorado** e devido à **questão cultural**:*

Entrevistado E: "***Não foi bem conduzido** pois o processo de aquisição **demorou 1 ano**. A **questão cultural** (cultura latina) foi o principal aspecto".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita que é importante ter uma boa gestão do processo de F&A para aumentar as chances de sucesso do projeto. É interessante verificar que os vendedores mencionaram que **o contrato foi bem elaborado** (DePamphilis, 2010) apesar de, em outro momento, terem mencionado a complexidade do mesmo; houve **uma boa liderança do processo de F&A** (Haspelagh & Jemison, 1987; Kim & Olsen, 1999) apesar de terem reclamado, em outra resposta, da demora do mesmo; mas, observam que com o **know-how da adquirente em processos de F&A** (Andrews, 1980; James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001; Mintzberg, 2005) foi possível atingir o objetivo do **fechamento do contrato** (DePamphilis, 2010). Um dos compradores mencionou que foi um **processo demorado** (Quah & Young, 2005), mas entende que muito da demora foi devido às **diferenças culturais** (Kim & Olsen, 1999; Angwin, 2001; Barros, 2003; Marks & Mirvis, 1994; Very & Schweiger, 2001) entre a adquirente (anglo-saxônica) e a empresa-alvo (latina).

4.3.4 Governança

Quais foram as questões de governança no processo de F&A?

Para os entrevistados da adquirente, **não houve problemas de governança** porque a empresa adquirida ditava as regras e a nova diretoria seguia:

Entrevistado D*: ”**Não observei questões conflituosas de governança** porque entendo que a empresa comprada teve de absorver, muito rapidamente, a cultura da compradora que é transparente e tem responsabilidade com os acionistas (empresa listada na NYSE)”.*

Entrevistado E*: “**Não houve problemas de governança.** A compradora ditava as regras e a nova diretoria seguia. Acredito que, talvez, tenha ocorrido um período de adaptação do ex-sócio, gerente geral, que costumava ditar as regras na empresa, antes da aquisição”.*

Os entrevistados por parte da adquirida reconhecem que houve questões de governança e que estas foram devido, exatamente, à **implantação ‘sem discussão’ da cultura** organizacional da adquirente na adquirida, e ao **comportamento inadequado (assédio psicológico) de alto executivo** da adquirente durante o processo de F&A:

Entrevistado A: *“A governança para todas as empresas é muito positiva. Mesmo depois da aquisição, **durante a transição de 2 anos, prevista no contrato, os ex-sócios ficaram na empresa resultante dentro de uma nova governança de uma empresa americana na qual é preciso gerar relatórios e relatórios**. É um choque cultural bastante grande porque se deixa muitas vezes de 'produzir' para fazer relatórios. O tempo é tomado para isso”.*

Entrevistado B: *“Eu mencionaria dois grupos: 1) **Psicossocial do grupo**: havia questão de preferências, de empatias, relações humanas, muito mais do que qualquer outra coisa. Não havia um alinhamento psicológico: uma geração de boa vontade. É difícil ter esse alinhamento. Há tendência de sobrevalorizar os valores/procedimentos que estão sendo trazidos (da adquirente) e desvalorizar o que já existe (da adquirida); 2) **Cultural:** Deve-se conhecer como é (a cultura da empresa adquirida), para promover uma mudança. Havia um degrau entre as culturas: posicionamento mental das partes. A compradora, com seu sistema de negócios, ‘**passou o trator**’. O sistema de negócios da compradora foi implantado”.*

Entrevistado H*: ”Entendo que... ...à **intensa solicitação de relatórios sobre o negócio, que não era uma coisa rotineira na empresa**”.*

Entrevistado C*: “Observei que... ...houve **a arrogância do presidente da empresa compradora** que participou e tumultuou um pouco o processo de aquisição”.*

Para um dos entrevistados da adquirida (e, não ex-proprietário) a própria **permanência dos ex-proprietários gerou problemas de governança** na empresa adquirida:

Entrevistado G*: “A **permanência dos ex-proprietários da empresa** na gestão causou uma séria de conflitos (de governança, inclusive)”.*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita que a cultura organizacional da adquirente tem a tendência de prevalecer sobre a da adquirida, principalmente, quando o tamanho relativo (Finkelstein & Haleblian, 2002) das empresas é substancial (caso em questão). Os compradores são claros em afirmar que não houve problemas de governança, uma vez que a empresa adquirida teve de absorver a cultura da adquirente. Essa constatação fica evidente pelas respostas de um dos vendedores (mas, confirmada pelos outros vendedores) quando afirma que a compradora 'passou o trator' e **houve a implantação da cultura** (*top down*), conforme Marks e Mirvis (2010), e que percebeu a sobrevalorização de tudo que vinha da cultura adquirente sobre a da adquirida, quase que numa forma de **assédio psicológico** (Stahl, & et al., 2011) sobre os colaboradores da adquirida. Outro vendedor entrevistado cita a **arrogância do presidente da adquirente** (Stahl, & et al., 2011) durante o processo de F&A**.** Interessante observar que um dos entrevistados, colaborador da adquirida, não faz menção a este assédio da adquirente mas comenta que percebeu uma série de conflitos de gestão, inclusive os de governança (conflito de interesses), causados pela **permanência dos ex-proprietários** (Barros, 2003) compartilhando decisões com a nova gestão.

4.4 PRÉ-AQUISIÇÃO

Neste tema, procurou-se entender quais foram as expectativas de vendedores e compradores na etapa de *due diligence*, quais os principais pontos mencionados na negociação, os pontos que foram inegociáveis no fechamento do negócio, quais foram as condições estabelecidas para a realização dos *earnouts* e quais os Fatores Críticos de Sucesso na fase-pré-aquisição.

4.4.1 Expectativas do Due Diligence

Quais foram as suas expectativas com o Processo de Due Diligence?

Os entrevistados por parte da adquirida citaram que esperavam um DD **dentro da normalidade**, **menos detalhado**, **mais rápido**, e que **não esperavam uma auditoria ambiental:**

Entrevistado A*: "Não esperava tudo o que foi feito. Foi bem completo (**detalhado**). Desde a parte comercial, linhas de produtos, projeção futura da linha de produto. Tudo foi analisado, até demais. Eu mesmo já comprei empresas e não fui tão criterioso. O processo até a aquisição **durou 29 meses**, de março de 2007 até agosto de 2009".*

Entrevistado B*: "Esperava que não haveria problemas. A empresa estava há 5 anos sendo auditada, com consistência documental. Tudo em ordem. Então, não havia uma preocupação nossa (da vendedora) com relação ao DD. A única* ***'surpresa' foi a parte ambiental,*** *pois não tínhamos a informação na abrangência solicitada. De um modo geral tínhamos a expectativa* ***que a DD fosse rápida****, mas acabou sendo longa".*

Entrevistado C*: "****A expectativa (do DD) era muito boa*** *pois acreditávamos que, por ter 5 a 6 anos de auditorias da Deloitte, não seria encontrado algo de irregular na empresa. Como aliás, não foi encontrado".*

Entrevistado F*: "Foi traumático. Foi um processo muito demorado. A expectativa era* ***que fosse um processo rápido****".*

Do lado da adquirente, a expectativa era de que **não houvesse assimetria nas informações** fornecidas pelos vendedores:

Entrevistado D*: "(A expectativa era)* ***Que os dados apresentados pela vendedora fossem aderentes à realidade da empresa****. Eles (os dados) estavam aderentes".*

Os resultados corroboram, parcialmente, com a literatura porque esta cita que a etapa de *due diligence* deve ser bem-feita e com a maior profundidade em detalhes. No entanto, os vendedores comentam que esperavam uma **due diligence normal e rápida** (Quah & Young, 2005), e que não esperavam uma **auditoria ambiental** (Sudarsanam, 2003). Não é coerente com o que eles comentaram, no tópico anterior (Preparação), sobre estarem se preparando há 9 anos para um processo de F&A, terem contratado uma auditoria externa de renome internacional e já terem participado de um processo de F&A. Pelo lado dos compradores, a expectativa era de uma *due diligence* sem **assimetria de informações** (Kim & Olsen, 1999; Galpin & Herndon, 2007; Stahl et al., 2011; Very & Schweiger, 2001; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012), o que acabou acontecendo pois os dados e informações fornecidos pelo vendedor estavam aderentes aos encontrados via *due diligence*.

4.4.2 Principais pontos da negociação

Quais foram os pontos principais mencionados na negociação?

Os pontos mais citados pelos entrevistados foram o **preço**, a **forma de pagamento**, a **variação cambial**, o **índice multiplicador** pelo faturamento ou lucro da empresa, o **contrato**, **a estratégia de negociação do comprador** e o **escopo de aquisição:**

Entrevistado A*: "O primeiro foi o* ***preço*** *que precisava de acordo entre as partes. O segundo foi a* ***forma de pagamento*** *(se não me engano, 85% cash na assinatura do contrato + 15% em earnouts, sendo 7,5% em 2009, 3,75% em 2010 e 3,75% em 2011). Houve problema com a* ***variação cambial*** *durante o processo que causou crise na negociação. Nós tentamos maximizar o valor em Reais e em US$. O terceiro foi o* ***contrato****. Tinha de ser bom para os dois lados..."".*

Entrevistado B*: "O primeiro foi a* ***variação cambial*** *porque o valor da empresa estava em moeda estrangeira. O segundo foi o* ***multiplicador****, pelo faturamento ou lucro da empresa. O terceiro ponto foram os* ***esforços do comprador (estratégia de negociação) para diminuir o valor a ser pago*** *por nossa empresa".*

Entrevistado F*: "Nós queríamos vender o 'pacote' de empresas que nós tínhamos. A compradora só queria o que interessava a ela, compradora. Então, houve um impasse no* ***escopo de aquisição*** *dos negócios, o que fez com que os sócios ainda ficassem com alguns negócios do grupo, após a definição do que interessava à compradora. Ainda era um bom negócio para os 4 sócios vendedores, a fazer a venda do que interessava à compradora".*

Para o entrevistado da adquirente, esta informação é sigilosa:

Entrevistado D*: "****Essa informação é sigilosa****". Mas, comenta que: "é estranho como os empresários brasileiros de pequenas e médias empresas, não-profissionalizadas,* ***eles têm uma expectativa de vender a empresa tipo 'porteira fechada'****. Isso não vai acontecer. Toda empresa compradora vai querer fazer uma auditoria e verificar a veracidade dos dados, informações etc".*

Os resultados corroboram com a literatura porque está cita os principais pontos na negociação e, entre eles, estão os pontos mencionados pelos entrevistados. Os vendedores mencionaram o **preço** (Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999; DePamphilis, 2010), a **forma de pagamento**, o **índice multiplicador** pelo faturamento ou lucro da empresa e o **contrato** (DePamphilis, 2010), a **estratégia de negociação do comprador** (Barros, 2003) e o **escopo de aquisição** (James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001). A **variação cambial** também foi citada e é um elemento determinante para os casos de F&A na modalidade *cross border*, pois uma variação substancial no valor da moeda local no decorrer do projeto de F&A, antes do fechamento, pode provocar o encerramento das negociações entre as partes. No entanto, o autor entende que este ponto é um aspecto local da composição do preço, vai ser tratado pelas partes, normalmente, quando da valoração e não houve a identificação de literatura

específica tratando desse aspecto. Os compradores mencionaram que estão impedidos de comentar os assuntos tratados na etapa de negociação através de cláusula de confidencialidade.

4.4.3 Pontos inegociáveis no fechamento

Quais pontos foram inegociáveis, no fechamento do negócio?

Os pontos mais citados pelos entrevistados da adquirida foram o **preço**, a **forma de pagamento** e a **conta-garantia** (*escrow account*) que deveria cobrir possíveis demandas legais no futuro contra a empresa adquirida:**:**

Entrevistado A*: "O **preço:** se não acertássemos o preço nem continuaríamos a negociação. A variação cambial foi um problema porque houve uma grande variação no período de negociação. A **forma de pagamento:** queríamos receber no curto prazo. E o contrato: que tinha de ser bom para os dois lados".*

Entrevistado B*: "Foram dois pontos. O primeiro foi a **forma de pagamento**: foi um processo bem complicado, devido à multidão de advogados. Porque foi uma coisa diferente. Primeira e última vez. O contrato tinha mais de 300 páginas. O segundo foi a. **Escrow account** (conta-garantia / conta-caução) que foi muito discutida, e nós (vendedores) estabelecemos um limite para as garantias que daríamos.*

Entrevistado C*: "Inegociável era o **preço** que nós tínhamos na cabeça. O primeiro preço ofertado não foi o esperado. O valor intangível da empresa foi muito difícil de medir. Costumávamos ter a quantia que valia a empresa sempre em mente, sempre calculado, com frequência".*

Entrevistado F*: "**A compradora pediu garantias para possíveis passivos ambientais e outros passivos**. Foi feita uma solicitação de R$ 5 milhões em garantias pela compradora e **cada sócio ofereceu uma garantia proporcional à sua cota no contrato social da empresa vendedora**. Foi informado pela compradora que seria feito um balanço para análise dos valores pagos na aquisição, passados 30 dias da data, e ajustes de pagamento poderiam ser realizados pela compradora, se necessário. Ao final, nós acabamos recebendo um valor (portanto, adicional) em moeda referente a esse reajuste. Nesta oportunidade, um dos imóveis que, inicialmente, seria parte do negócio de venda, acabou ficando fora do escopo da aquisição. Isso ainda referente ao reajuste do balanço realizado após 30 dias da compra".*

Para o entrevistado da adquirente, esta **informação é sigilosa**, mas observou que se houver permanência dos ex-proprietários na nova organização, esse tempo não deveria ser muito longo:

Entrevistado D*: "**Essa informação é sigilosa**". Mas, comenta que: "um ponto de discussão entre compradora e vendedora foi o **compartilhamento da gestão do negócio**. Não era perfil da compradora compartilhar a gestão do negócio. Como os ex-donos acabaram ficando 2 anos na empresa, percebeu que houve uma carga emocional muito grande sobre eles e acredita que esse tempo, então, **não deveria ser muito longo**, pois traz menos benefícios às partes do que o esperado".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita os principais pontos no fechamento e, entre eles, estão os pontos mencionados pelos entrevistados, obviamente, muito similares aos comentados na negociação. Os vendedores mencionaram o **preço** (Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999; DePamphilis, 2010), a **forma de pagamento** e a **conta-garantia** (*escrow account*), citados por DePamphilis (2010). Nada é surpreendente que os vendedores estejam interessados em vender bem sua empresa e o preço de venda e a forma como serão pagos são os pontos principais. A conta-garantia é estabelecida pelo comprador para cobrir eventualidades de obrigações devidas pela adquirida, mas não detectadas até o momento. Comentaram que estabeleceram um limite de valor para as mesmas, para evitar que dessem garantias muito maiores do que as necessárias. Os compradores mencionaram que estão impedidos de comentar os assuntos tratados na etapa de fechamento através de cláusula de confidencialidade.

4.4.4 Condições dos earnouts

Quais foram as condições estabelecidas para a realização dos earnouts?.

Os entrevistados ex-proprietários citaram que eles deveriam **permanecer na empresa pós-aquisição por um tempo mínimo de 6 meses a um máximo de 24 meses**, para ter direito a **receber um valor proporcional ao EBITDA condicionado ao atingimento de meta anual do EBITDA:**

Entrevistado A*: "A empresa compradora **estipulou um EBITDA por ano a ser atingido** e nós **ganharíamos um valor proporcionalmente equivalente ao atingido da meta**. Pelo que me lembro, se não atingíssemos a meta estipulada receberíamos um valor menor, mas não era Zero. Nós atingimos as metas estipuladas".*

Entrevistado B*: "Não houve tensão no estabelecimento dos valores e metas dos earnouts. Houve bom senso. A base foi o histórico de performance.* ***Foi definida a participação dos sócios, nos 2 anos seguintes****. Ficou claro quem ficaria e quem sairia (da empresa).* ***Quem ficasse só 6 meses não receberia earnout. Saindo o sócio, antes do prazo estabelecido, o mesmo perderia o direito à sua parte nos earnouts.*** *Alguns sócios saíram antes do planejado e, portanto, perderam o direito aos respectivos earnouts. Houve uma negociação (dos earnouts) sem problemas".*

Entrevistado C*: "Os earnouts foram um dos principais problemas! Por que? 1) Tinha a condições dos* ***ex-proprietários ficarem por até 2 anos na empresa****; 2) Um dos diretores colocou a condição de que não ficaria na empresa, desde o início, e ao final ainda recebeu earnout. E outro diretor, que havia decidido colaborar e ficar na empresa,* ***passou por uma situação emergencial*** *com a saúde da esposa e precisou sair antes do combinado* ***e perdeu 100% dos earnouts.*** *Acho que foi uma injustiça e faltou 'sensibilidade' do comprador; 3)* ***As garantias deveriam ser somente para 5 (cinco) anos*** *para cobrir possíveis ações trabalhistas contra a vendedora. Já temos quase 9 anos que um imóvel dado em garantia pelos valores de earnouts ainda está 'preso' pelos compradores. Entendo que esse foi o único problema (pendência de resolução) que ficou para os vendedores".*

Entrevistado F*: "****As metas e responsabilidades exigidas foram as mesmas para todos****".*

Entrevistado D*: "****Essa informação é sigilosa****".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita que os *earnouts* (valor que fica retido do preço a pagar à adquirida até que as condições para sua liberação aos vendedores sejam cumpridas) são um instrumento determinante, que os compradores podem se utilizar, para que os ex-proprietários, permanecendo na empresa adquirida, se comprometam em atingir as metas anuais estipuladas de faturamento, lucratividade ou, no caso, de EBITDA. Os vendedores mencionaram que as condições estabelecidas para os *earnouts* foram que os **ex-proprietários permanecessem na empresa pós-aquisição** (Mordaunt & Pierce, 2011), por um tempo mínimo de 6 meses a um máximo de 24 meses para ter **direito a receber um valor proporcional, ao atingimento de meta anual do EBITDA** (DePamphilis, 2010; Mordaunt & Pierce, 2011; Pessoa & Ribeiro, 2012; Field, 2005; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012), do valor

retido como *earnout***.** Os compradores mencionaram que estão impedidos de comentar sobre os *earnouts* através de cláusula de confidencialidade.

4.4.5 Fatores críticos de sucesso

Quais foram os Fatores Críticos de Sucesso na fase Pré-aquisição?

Além dos pontos mais citados pelos entrevistados da adquirida, anteriormente, que foram **o preço**, a **forma de pagamento** e a **conta-garantia** (*escrow account*), um dos vendedores mencionou **os salários dos diretores (ex-proprietários) que ficaram na empresa**:

Entrevistado A*: "Além daqueles que eu já mencionei, eu diria,* ***os salários dos diretores (ex-proprietários) que ficaram na empresa****. Ficamos com os mesmos salários que tínhamos quando éramos os donos da empresa. Esses salários deveriam ser bem negociados. Quando éramos os donos, os nossos salários eram bem baixos porque retirávamos a parte maior em dividendos".*

Entrevistado B*: "Todos os pontos que eu apontei, antes. O* ***valor da empresa*** *em moeda estrangeira, a* ***forma de pagamento****,* ***as garantias*** *dadas pelos vendedores".*

Entrevistado F*: "O* ***preço*** *pedido pelos compradores foi um ponto crítico porque poderíamos nem ter continuado a negociação se não concordássemos com esse valor".*

Um dos entrevistados da adquirida citou que um fator crítico de sucesso foi o **grande conhecimento que a empresa compradora tinha da empresa vendedora**:

Entrevistado C*: "O* ***grande conhecimento que a empresa compradora tinha da empresa vendedora****. A vendedora era distribuidora de 5 ou 6 linhas da compradora e, portanto, a compradora já possuía várias informações sobre a vendedora e isso foi um fator crítico de sucesso".*

O entrevistado da adquirente citou como fator crítico de sucesso a **etapa do *due diligence bem-feita***:

Entrevistado D*: "(Fator Crítico de Sucesso é)* T*er uma due diligence bem-feita porque evita ter problemas mais à frente".*

Os resultados, como esperado pelo autor, não foram diferentes dos que já haviam sido comentados pelos entrevistados para esta fase pré-aquisição (item 4.4) e corroboram com a literatura apresentada nos subitens anteriores, e foram o **preço** (Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999; DePamphilis, 2010), a **forma de pagamento** e a **conta-garantia** (*escrow account*), citados por DePamphilis (2010). A aparente redundância em perguntar, a todo momento, quais são os fatores críticos de sucesso por etapa e fase, apresenta uma lógica que é reforçar os pontos mencionados pelos entrevistados para garantir que suas respostas sejam fidedignas e, também, dar a oportunidade para que eles, depois de tanto tempo ocorrido da venda da empresa (aproximadamente, há 9 anos), busquem em suas memórias por respostas pertinentes e ainda não expostas ao pesquisador. Neste sentido, um dos entrevistados da adquirida contribuiu com o fator crítico de sucesso **grande conhecimento que a empresa compradora tinha da empresa vendedora** (Very & Schweiger, 2001; Stahl et al., 2011). Um outro entrevistado da adquirida mencionou como fator crítico de sucesso **os salários dos diretores (ex-proprietários) que ficaram na empresa**. No entanto, o autor não entende que este seja um FCS para o processo de F&A porque os ex-proprietários já têm sua remuneração variável atrelada aos *earnouts*, como já visto. O autor entende que o salário foi estabelecido por duas razões: a primeira, não ter alguém prestando serviços à empresa sem remuneração e a outra foi para já contabilizar e projetar as despesas com salários mais próximas da realidade da empresa. Se considerássemos estes salários como FCS, teríamos que imaginar que o ex-proprietário poderia deixar de se empenhar na busca das metas estabelecidas porque recebe um baixo salário. Isso seria um tópico de FCS em governança corporativa, mas entendemos que não foi esse o caso. Porém, também, entendemos que a literatura comenta sobre **a atratividade da remuneração da nova gestão** (DePamphilis, 2010; Mordaunt & Pierce, 2011; Pessoa & Ribeiro, 2012; Field, 2005; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012) e que essa remuneração deveria, em sua maior parcela, variável, ser agressivamente estipulada e atrelada às metas de desempenho da empresa adquirida. Ainda, o entrevistado da adquirente citou como fator crítico de sucesso a **etapa do *due diligence bem-feita,*** conforme citado por Galpin e Herndon (2007) e DePamphilis (2010).

4.5 ESTRUTURAÇÃO

O pesquisador mencionou quais os principais elementos que compõem a fase estruturação. Os entrevistados citaram como FCS, claramente, o **desenvolvimento do plano de comunicação.**

4.5.1 Fatores Críticos de Sucesso

Quais foram os Fatores Críticos de Sucesso na fase estruturação?

Os entrevistados, em sua maioria, apontaram como FCS, o **desenvolvimento do plano de comunicação:**

Entrevistado A*: "Entendo que foi a estruturação do **plano de comunicação**".*

Entrevistado B*: "Nada crítico. Envolveu-se a gerente de RH e a contadora da empresa para coleta de dados sobre os colaboradores e números da empresa".* (Faz parte do Due Diligence na Fase Pré-aquisição)

Entrevistado C*: "O **Plano de comunicação**: seguiu um protocolo recebido da compradora. O Planejamento Estratégico de 100 dias: foi possível porque a empresa tinha todas as informações necessárias, dados internos e externos (mercado). Foi uma fase bem conduzida mas que aconteceu mesmo (implantação), depois do Dia 1, já na fase de integração".*

Entrevistado D*: "Ter uma postura de open environment (ambiente aberto, receptivo a ideias e sem arrogância. Inclusão dos colaboradores da empresa comprada na realização do Plano dos 100 dias".*

Entrevistado E*: "O **Plano de comunicação**: respondendo o que vai ser esperado da aquisição. E, alguns Projetos Iniciais Especiais (não entrou em detalhes)".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita que **o plano de comunicação** (Stahl et al., 2011) é um dos fatores críticos de sucesso de um projeto de F&A e que o plano deve começar a ser elaborado antes da fase Integração. O plano de 100 dias foi citado na Fase Estruturação, mas o pesquisador entende que ele foi pensado nesta fase mas somente elaborado após o Dia 1, já na Fase Integração, porque contou com a participação de colaboradores-chave da empresa adquirida, dentro de uma postura de ambiente aberto (*open environment*) de colaboração:

4.6 INTEGRAÇÃO

A fase Integração é a única em que todos os entrevistados tiveram participação ativa. Neste tema, o pesquisador procurou entender quais foram as ações tomadas que impactaram a empresa adquirida, quais os investimentos que foram feitos para o desenvolvimento da empresa adquirida, se houve um gerente de integração neste projeto e quais foram os FCS na fase Integração.

4.6.1 Ações estratégicas

Quais ações estratégicas / táticas mais importantes foram tomadas após a aquisição que impactaram a empresa adquirida?

Os entrevistados da adquirida mencionaram o **foco no giro de estoque** (geração de receita e redução do estoque), **foco nas linhas da adquirente**, desenvolvimento e implantação do **plano de 100 dias**, a **mudança da cultura organizacional**, **adaptação da estrutura para atender à estratégia**, a implantação do **plano de comunicação**, a **permanência dos ex-proprietários** na empresa:

Entrevistado A*: "A empresa compradora **focou na geração de caixa e redução do estoque de forma agressiva.** Isto **impactou negativamente** a operação de distribuição que tem de trabalhar com estoque disponível. Principalmente, produtos de consumo".*

Entrevistado B*: "* 1) ***Plano de 100 dias**; 2) Processo de gestão que foi se alterando (**mudança cultural**). Na tomada de decisão. Mudança de gestão superficialmente no primeiro ano de gestão. 3) **Adaptou a estrutura para atender à estratégia**".*

Entrevistado C*: "**Comunicação** com os principais parceiros preocupados com o cumprimento de metas que estavam estabelecidas antes da aquisição. Outras empresas distribuídas (parceiros) que foram contatadas e teve de ser administrada a situação. A **permanência dos antigos proprietários, na empresa, por um período de 2 anos**, tranquilizou a maioria desses parceiros, pois eles entenderam que os contratos existentes, antes da aquisição, seriam cumpridos".*

Entrevistado F*: " **Implantação das ferramentas da adquirente na adquirida**".*

Entrevistado H*: " **Plano de Comunicação**: porque as pessoas tinham muita dúvida se elas ficariam na empresa ou não".*

Entrevistado G: "1) ***A separação das linhas de produtos que faziam parte das linhas da compradora para se ter foco**. Isso possibilitou foco e crescimento de todas as linhas; 2) **Melhor estruturação da área logística para se garantir a satisfação do cliente**, mesmo sem investimento realizado nesse período".*

Os entrevistados da adquirente mencionaram a implantação da **cultura organizacional**, a implantação do **plano de comunicação**, a elaboração e implantação do **plano de 100 dias** e os **projetos iniciais**:

Entrevistado D*: "1) **Plano de Comunicação**; 2) **Plano dos 100 dias**; 3) **Cultura organizacional**: Inclusão/Respeito/Empatia".*

Entrevistado E: "*1) **Implantação da cultura organizacional**, a) Orientação de liderança na empresa comprada, com visitas de executivos da corporação; b) Investimentos em pessoas e investimento em treinamento no business; 2) **Plano de comunicação**: reuniões com vários clientes diretos e principais fornecedores; 3) **Projetos Iniciais** (não entrou em detalhes);*

Os resultados corroboram com a literatura porque está cita as principais ações estratégicas que devem ser tomadas na fase Integração e que foram mencionadas pelos entrevistados. Os vendedores mencionaram a **adaptação da estrutura para atender à estratégia** (Ashkenas & Francis, 2000), tal como, uma melhor estruturação da área logística para se garantir a satisfação do cliente (mesmo sem investimento realizado nesse período), e a **permanência dos ex-proprietários** (Barros, 2003) na empresa por um período de 2 anos, no sentido de mostrar ao mercado que a empresa estava mudando de mãos numa transição sem problemas. Tanto vendedores como compradores mencionaram o desenvolvimento e implantação do **plano de 100 dias** (Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Barros, 2003; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011; Jemison & Sitkin, 1986), a implantação da **cultura organizacional** (Marks & Mirvis, 1994) e a implantação do **plano de comunicação** (Barros, 2003). Um dos compradores mencionou, também, os **projetos iniciais** (Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998) que o autor entende que sejam os projetos especiais para envolvimento dos times na integração, de rápida conclusão, em que uma celebração seja possível de forma a obter

engajamento nos primeiros meses da fase Integração. Foram mencionados, também, pelos vendedores, o **foco no giro de estoque** e o **foco nas linhas da adquirente** mas o pesquisador entende que essas ações devem fazer parte do plano de 100 dias, aqui já mencionado. Evidentemente, o pesquisador entende que, como a atividade principal da empresa adquirida era a de distribuição de produtos, o foco no giro de estoque e foco nas linhas da adquirente são, com certeza, ações estratégicas com impacto no negócio da empresa adquirida.

4.6.2 Investimentos necessários

Quais investimentos necessários ao desenvolvimento do negócio foram realizados na empresa?

De modo geral, os entrevistados não se recordaram de terem percebido algum investimento realizado para o desenvolvimento dos negócios da adquirida:

Entrevistado A*: "Não sei (**não me recordo) de investimentos** que tivessem sido feitos pela compradora na empresa. Nada planejado".*

Entrevistado B*: "**Não me recordo de investimentos** específicos realizados na empresa, pós-aquisição".*

Entrevistado C*: "**Não lembro de nenhum investimento** em dinheiro. Somente me lembra das ferramentas de negócios e da cultura, que foram implementados".*

Entrevistado F*: "**Não vi muito investimento na empresa**, no tempo que ali estive. O investimento de tempo na relação com as pessoas foi o maior investimento feito pela compradora na empresa comprada. **Aculturação de negócios**".*

Entrevistado H*: "*1) *Os vendedores 'seguraram' os investimentos necessários na empresa (sistemas, facilities, pessoas...) para o OP (lucro operacional) ficar atraente para a empresa compradora; 2) A partir da aquisição, a compradora teve de investir algo na empresa...que já precisava antes...".*

Entrevistado D*: " **Não foram feitos investimentos** na empresa comprada".*

Entrevistado E*: "1)* ***Não houve investimento monetário****; 2) Investimentos em pessoas; e, 3) Investimento em treinamentos nas ferramentas de negócios".*

Entrevistado G*: "****Não houve investimento*** *em mudanças de áreas. Nenhum gasto 'fora do budget' foi aprovado. Havia necessidade de investimento em TI, prédios, em pessoas (promoções que foram adiadas)".*

Os resultados corroboram com a literatura no sentido de que nos projetos de F&A, principalmente na modalidade *cross border*, estando a empresa adquirida em um país em desenvolvimento, há falta de capital de crescimento (Martin, 2016). Martin comenta que uma empresa adquirida de tamanho relativo (Finkelstein & Halebian, 2002) pequeno quando comparada com a empresa adquirente, deveria ser tratada como se fosse uma *startup* e, portanto, todos os investimentos necessários para que uma startup crescesse, a empresa adquirida também os deveria receber, tais como capital de crescimento, transferência de capacidades e compartilhamento de recursos valiosos por parte da adquirente. Os entrevistados mencionam que não se lembram de algum capital de investimento realizado na adquirida, pós-aquisição. Um dos entrevistados da compradora menciona que a adquirida recebeu investimentos em pessoas e em treinamentos nas ferramentas de negócios. Esse compartilhamento de recursos valiosos e transferência de conhecimentos, o pesquisador entende que a adquirente realizou para a implantação da cultura organizacional. Porém, conforme menciona um dos entrevistados da vendedora, não houve nenhum investimento realizado na adquirida, para as necessidades, por exemplo, de TI, em prédios e para promoção e retenção de pessoal. A empresa adquirida pode ter sofrido algum impacto decorrente da falta de investimentos necessários.

4.6.3 Gerente de integração

Existiu um gerente de integração? Quem foi esta pessoa?

Houve várias interpretações diferentes nas respostas dos entrevistados. No entanto, a maioria (7 de 8) entendem que não houve um gerente de integração dedicado, somente um dos entrevistados da adquirida entende que o gerente geral (ex-proprietário) da empresa foi o gerente de integração:

Entrevistado A*: "****Não havia*** *uma pessoa específica (****gerente de integração****) para isso. Essa pessoa (se houvesse) deveria estar a cargo da cultura. Os sócios deveriam ficar preocupados com a operação do negócio e não com a questão de aculturação".*

Entrevistado B*: "**Não havia um gerente de integração**. Havia o diretor internacional de vendas (compradora) que centralizava a liderança do processo à distância. Havia um diretor (compradora) que atuava forte na integração, havia o CEO (vendedora), e o RH que passou a atuar com mais presença. Não havia um gerente de integração **porque havia um processo de integração**".*

Entrevistado C*: "**Entendo que houve um gerente de integração** e que foi o Diretor Internacional de Vendas **que procurava vir, frequentemente** (dedicando uma semana por mês), **dos EUA** para acompanhar o processo de integração e a operação da empresa. **Também, um dos novos diretores, vindo da empresa compradora, atuou bastante na integração**, na implementação da cultura e das ferramentas da compradora".*

Entrevistado F*: "**Entendo que o gerente de integração foi o Gerente Geral (um dos sócios da adquirida) da empresa adquirida** que continuou sendo o GG na nova organização".*

Entrevistado H*: "Não tinha o título, mas entendo que o Diretor de Marketing da nova organização **fazia o papel de gerente de integração**, uma vez que tinha vasta experiência na cultura da adquirente e havia participado do projeto de F&A. **Não tinha um gerente de integração dedicado** e isto prejudicou a atuação executiva do Diretor de Marketing no dia-a-dia da empresa (workload). Deveria haver um gerente de integração dedicado".*

Entrevistado D*: "**Não houve um gerente de integração**".*

Entrevistado E*: " **Não houve, formalmente, um gerente de integração**. Mas, entendo que **atuei como** elo de ligação entre a compradora e a vendedora, funcionando como **"gerente de integração".***

Entrevistado G*: "**Não havia uma pessoa (gerente de integração)** da compradora atuando no mesmo nível do gerente geral (ex-proprietário). Se houve (gerente de integração), não percebi essa figura. Acredita que isso foi um dos pontos falhos no processo de integração".*

Os resultados corroboram com a literatura no sentido de que nos projetos de F&A é necessário ter um gerente de integração, o mais cedo possível no processo. Ashkenas e Francis (2000) afirmam que, de várias maneiras, o papel do gerente de integração é mais parecido com

o de um empreendedor numa startup do que uma posição numa empresa estabelecida. Ele vai ter de montar um time de integração e orientar um processo no qual será criada uma estrutura para que esse time de integração funcione, efetivamente. A literatura sobre a importância do gerente de integração já está consolidada (Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Ashkenas & Francis, 2000; Barros, 2003; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011; Jemison & Sitkin, 1986; Martin, 2016). Os entrevistados mencionam respostas distintas: alguns afirmam que não houve, outros que não sabem se houve e outros que apontam alguém como sendo o gerente de integração do projeto de aquisição. Portanto, o pesquisador conclui que, com tantas respostas contraditórias, não houve um gerente de integração dedicado ao projeto de F&A, neste caso. E, obviamente, a empresa adquirida deve ter sofrido os impactos negativos dessa não-presença de um gerente de integração. Qualquer um que, exercendo outra atividade na empresa adquirida, tenha 'atuado', simultaneamente, como o gerente de integração, deve ter sofrido as consequências negativas do acúmulo de funções, por vezes, conflitantes.

4.6.4 Fatores críticos de sucesso

Quais foram os FCS na gestão pós-aquisição (Integração)?

Os pontos mais citados pelos entrevistados da adquirida foram a **implantação do plano de comunicação**, o **desenvolvimento do plano de 100 dias**, **falta de agilidade operacional**, a **implantação da cultura organizacional** da adquirente, o **gerente de integração, e a permanência dos ex-proprietários para passagem do know-how do negócio**:

Entrevistado A*: "1)* ***Plano de Comunicação: a implantação****. Para manter sempre os colaboradores bem informados sobre o andamento da integração. O plano de integração poderia ter sido melhor. 2)* ***Falta de agilidade operacional****: A empresa comprada diminuiu a velocidade após a aquisição devido à adaptação da cultura; 3)* ***Cultura (organizacional)****: (Deveria)* ***Ter uma pessoa dedicada (gerente de integração) da empresa compradora*** *para ajudar na* ***implementação da cultura (organizacional)****".*

Entrevistado B*: "****Plano de 100 dias****: o desenvolvimento".*

Entrevistado C*: "1) Uma coisa crítica foi o resultado (do ano) que tinha de ser entregue* ***(agilidade operacional)*** *dentro desses 100 dias (período coincidente com o término do ano fiscal/planejamento) e a elaboração do próprio Planejamento Estratégico de 100 dias; 2)* ***Implantação de cultura organizacional:*** *A transição para a cultura americana de negócios,*

ferramentas de negócios (por exemplo, ferramentas de análise, como forecast) que começaram a ser implementadas, dentro desses 100 dias. Algumas pessoas que ficaram 'paralisadas' e acabaram saindo da empresa. A maioria acabou aceitando e se adaptando e está ainda na empresa, até hoje. O Compliance implementado pela empresa compradora)".

Entrevistado F*: "Participei de 1 ano do período de integração, na logística. Se reportando a um diretor (ex-sócio) e depois a outro diretor vindo da adquirente, na mesma área. A nossa (adquirida) 'forma de trabalho' e a 'forma de trabalho' deles (adquirente) era, totalmente, diferente. A ponto de sentirmos uma preocupação muito grande dos profissionais/colaboradores da empresa, pois toda mudança gera um pouco de desconforto. Obviamente, depois, a pessoa acaba ou se adaptando* ***(****à* ***cultura organizacional****)* *ou indo embora. Mas, entendo que a empresa melhorou depois da aquisição".*

Entrevistado H*: "1) O* ***Plano Estratégico de 100 dias****; 2) A Implementação do Plano de Metas, Indicadores e Orçamento anual (tipo BSC) foi muito forte, com a* ***aculturação da empresa local familiar pela corporação multinacional****, que foi muito bem-feita. Levou uns 5 anos para ser concluída; 3) Os* ***antigos proprietários ficarem pelo período necessário para passar o Know-How do business****".*

Entrevistado G*: "1) Aprendizado estratégico e das ferramentas de negócio para quem gosta. Para quem não gosta, havia o peso da* ***cultura organizacional****. Uma carga muito forte de solicitações. 2. O resultado não foi o esperado nos primeiros anos, porque o foco foi desviado do negócio* ***(falta de agilidade operacional)*** *para as novas exigências.*

Os pontos mais citados pelos entrevistados da adquirente foram a **implantação do plano de comunicação**, a **implantação da cultura organizacional** da adquirente, o **gerente de integração, os projetos iniciais (para celebrar rápidas vitórias) e respeito pelo ex-proprietários e colaboradores da adquirida**:

Entrevistado D*: "****Cultura organizacional****, com a) Inclusão:* ***respeito pelos ex-donos e colaboradores da empresa comprada****; b) Empatia: necessidade de criar um ambiente empático; e, c) Ouvir os ex-donos no que funciona versus o que não funciona na empresa".*

Entrevistado E*: 1) I****mplantação da cultura organizacional****, a) Orientação de liderança na empresa comprada, com visitas de executivos da corporação; b) Investimentos em pessoas*

e investimento em treinamento no business; 2) ***Plano de comunicação****: reuniões com vários clientes diretos e principais fornecedores; 3)* ***Projetos Iniciais*** *(não entrou em detalhes); 4) O* ***gerente de integração****: não houve um gerente de integração, mas atuei como elo de ligação entre a compradora e a vendedora, funcionando como "gerente de integração".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita aos fatores críticos de sucesso na fase Integração e que foram mencionados pelos entrevistados. Os vendedores mencionaram a **falta de agilidade operacional** (Anslinger, Copeland, & Thomas, 1996; Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998), pois a empresa adquirida diminuiu a velocidade após a aquisição devido à adaptação da cultura da adquirente, o desenvolvimento e implantação do **plano de 100 dias** (Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Barros, 2003; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011; Jemison & Sitkin, 1986), e a **permanência dos ex-proprietários** (Barros, 2003) na empresa, pelo tempo necessário para passagem do *know-how* do negócio. Tanto vendedores como compradores mencionaram a implantação da **cultura organizacional** (Marks & Mirvis, 1994), a implantação do **plano de comunicação** (Stahl et al., 2011), e o **gerente de integração** (Galpin & Herndon, 2007; Barros, 2003; Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011). Um dos compradores mencionou, também, os **projetos iniciais** (Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998), e outro comprador, o **respeito pelo ex-proprietários e colaboradores da adquirida** (Stahl et al., 2011), que faz parte da cultura da empresa adquirente e está no *Compliance*, também.

4.7 ASSIMILAÇÃO

O pesquisador informou aos entrevistados que a fase Assimilação, por convenção neste projeto, iniciou-se após o término da fase Integração e com a saída dos ex-proprietários da empresa, decorridos 2 anos da aquisição. Somente 4 dos 8 entrevistados participaram dessa fase, onde procurou-se entender quais os pontos positivos e negativos pós-integração, se houve acompanhamento pela adquirente de algum indicador de desempenho da F&A e quais foram os Fatores Críticos de Sucesso dessa fase.

4.7.1 Pontos positivos / negativos

Quais os pontos positivos/negativos pós-integração? Por que?

Como pontos positivos foram citados a **saída dos ex-proprietários** da empresa, a **contratação de um CEO de fora da empresa** e a **assimilação da cultura organizacional**, e como ponto negativo foi citada **a mudança de pessoal com função-chave para o negócio**:

Entrevistado H*: "Positivo: A saída dos **antigos proprietários pois** foi possível mexer aonde era necessário".*

Entrevistado D: *"Positivo: **Assimilação da cultura organizacional** com: a) **Respeito**); b) **processos implementados** (Visual Management, Kaizen, etc); e, c) **Preparação da empresa para resolver problemas.** Como oportunidade de melhoria: Olhar os processos de forma 'holística'. Os processos são muito bons, mas extremamente localizados. Por vezes, perde-se tempo e oportunidade de estender a melhoria encontrada em um processo a outro processo".*

*Entrevistado E: "Positivo: **Assimilação da cultura** com: a) **a determinação das regras do negócio** (Lean Tools); e, b) **visitas de pessoas da multinacional** todos os meses. Como negativo: **mudança de pessoal com funções-chave,** profissionais que chegaram na organização que não eram do segmento e que tiveram que aprender como funcionava o negócio".*

*Entrevistado G: "Positivo: A contratação de um **CEO de fora da empresa**, que continua no cargo atualmente, que veio com uma nova cabeça sem conflitos de interesses. A implantação da cultura (**assimilação**) foi mais facilitada".*

Apesar dos vendedores não terem participado na gestão da empresa nessa fase, um deles mencionou a **falta de acesso ao *balanço entre créditos e débitos da operação de F&A***, após passados 5 anos da venda da empresa:

Entrevistado C*: "Os **créditos da empresa vendedora**, devido a devolução de impostos reclamados em ações fiscais contra o Governo, e previstos no contrato, foram recebidos pela empresa compradora (conforme eles souberam, informalmente, não pela empresa compradora) e nós **não tivemos acesso ao que aconteceu e ao balanço entre créditos e débitos da operação de F&A**. Precisamos contratar, após passado esse período de 5 anos, um advogado especialista para tratar do assunto".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita os elementos de análise mencionados pelos entrevistados. Como pontos positivos foram citados a **saída dos ex-proprietários** da empresa (Barros, 2003), a **contratação de um CEO de fora da empresa** (Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013) o que possibilitou melhor **assimilação da cultura organizacional** (Marks & Mirvis, 1994), e como ponto negativo foi citada **a mudança de pessoal com função-chave para o negócio** (Cartwright & Cooper, 1996; Barros, 2003). Quanto ao ponto negativo levantando por um ex-proprietário, o autor verificou junto aos outros ex-proprietários que a situação está mesmo pendente. O pesquisador entende que esse ponto deveria ser melhor detalhado quando da negociação e fechamento, no contrato entre as partes.

Também, entende que os advogados das partes no processo de F&A devam explorar essa questão de forma mais clara, evitando-se que uma das partes fique sem resolução de algum ponto do contrato, por falta dos esclarecimentos necessários. Não foi encontrada na literatura menção a esse ponto específico.

4.7.2 Indicadores de desempenho da F&A

Quais foram ou são os indicadores de desempenho da F&A?

De modo geral, os entrevistados citaram o ROIC mas a resposta do entrevistado D, de que não houve indicador de desempenho da F&A, por ser da área financeira, faz mais sentido, uma vez que as informações do *White Paper* do projeto de F&A não são do conhecimento dos entrevistados H e G. O entrevistado E mencionou indicadores de desempenho, mas não havia uma solicitação formal da corporação para acompanhamento do desempenho da F&A.

Entrevistado H*: "**ROIC**"*.

Entrevistado D*: "**Não houve um indicador de desempenho da F&A**"*.

Entrevistado E*: "**ROIC, crescimento da empresa, indicadores associados aos clientes, aos associados, margem operacional**"*.

Entrevistado G: *"**ROIC**"*.

Os resultados corroboram com a literatura no sentido de que o ROIC é o indicador mais utilizado pelas empresas para medir o resultado sobre o capital investido em projetos de F&A. No entanto, o pesquisador entende que nem todas as empresas, por mais absurdo que pareça, medem o retorno do investimento em F&A. A literatura cita que muitas aquisições são integradas em negócios existentes nas empresas e o relatório de desempenho é feito conjuntamente, de tal forma que, fica impossível medir o resultado da empresa adquirida,

isoladamente (Yarshell, 2011; Gomes, & et al., 2013). No caso específico, como a adquirente tem uma vasta experiência em F&A, tem processos muito bem estruturados para projetos de F&A e a empresa adquirida é relativamente pequena quando comparada com a adquirente, a resposta que o pesquisador entende como a provável, porque o entrevistado é da área financeira, é a de que não houve (e não há) indicador de desempenho da F&A.

4.7.3 Fatores críticos de sucesso

Quais foram os FCS na fase Assimilação?

Os pontos mais citados pelos entrevistados foram a **assimilação da cultura organizacional, definição clara da estrutura organizacional, evitar mudança de pessoal-chave** e **treinar novo pessoal-chave no negócio da empresa:**

Entrevistado H*: "**Alguns cargos poderiam ter uma delimitação mais clara**. Houve um problema de continuidade com a saída dos antigos gestores, dentro do período de integração e ainda na **assimilação**, pois algumas áreas ficaram sem gestor definido e em outras havia uma sobreposição".*

Entrevistado D*: "**Cultura organizacional** assimilada".*

*Entrevistado E: "1) **Assimilação da cultura** com: a) **a determinação das regras do negócio** (Lean Tools); e, b) **visitas de pessoas da multinacional** todos os meses. 2) **Definição de estrutura organizacional**: evitar **mudança de pessoal com funções-chave,** profissionais que chegaram na organização que não eram do segmento e que tiveram que aprender como funcionava o negócio.*

Entrevistado G*: "É necessário **investir uma energia maior para que o CEO compreenda** o negócio, se ele não tem esse conhecimento".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita aos fatores críticos de sucesso na fase Assimilação e que foram mencionados pelos entrevistados. Os vendedores mencionaram a **assimilação da cultura organizacional** (Marks & Mirvis, 1994; Quah & Young, 2005), **definição clara da estrutura organizacional** (Marks & Mirvis, 1994; Quah & Young, 2005), **evitar mudança de pessoal-chave** (Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et

al., 2013), e **treinar novo pessoal-chave no negócio da empresa** (Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013). Todos esses FCS já foram comentados pelo pesquisador, neste estudo.

4.8 FATORES CRÍTICOS DE SUCESSO

Neste tema (8), o pesquisador procurou saber se o entrevistado considerava este projeto de F&A como um sucesso ou um insucesso, e explorar, uma vez mais, quais foram os pontos positivos ou negativos sobre o processo de F&A e com isso captar mais algum FCS deste projeto de F&A que não tivesse sido ainda mencionado.

4.8.1 Sucesso / insucesso

Como você considera a aquisição da empresa X: Sucesso ou Insucesso? Por que?

Todos os entrevistados consideram este projeto de F&A **um sucesso**. Os entrevistados A, B, C e F (ex-proprietários) citam as seguintes razões para essa conclusão: **receberam o preço solicitado** na venda, a empresa continua a crescer, sendo um bom negócio para os compradores e os vendedores não receberam alguma notificação posterior (de alguma coisa errada). Para o entrevistado G, porque a empresa continuou a crescer, tem foco nos negócios da adquirente e no desenvolvimento de pessoas. E, para os entrevistados D e E, que foram executivos da adquirente e ocuparam diretorias na nova organização (do Dia 1 em diante), porque a empresa teve uma boa integração, está bem gerenciada e continua crescendo.

Entrevistado A: *"**Sucesso**! Na opinião dos sócios (vendedores) foi um sucesso porque vendemos no momento certo. A empresa foi vendida no maior faturamento e na maior lucratividade da empresa. **Foi um bom negócio para as 2 partes**. Para os compradores, também acredito que foi um sucesso pelos resultados apresentados, recentemente, de crescimento".*

Entrevistado B: *"Foi um **sucesso**! Porque: 1) **O preço solicitado foi aquele pago/recebido**; 2) Ambos (comprador/vendedor) viram que a empresa é um portal de vendas; 3) A venda da empresa se deu no momento certo; e, 4) Quem comprou* conseguiu constatar a veracidade dos dados".

Entrevistado C: *"Foi um **sucesso** porque: 1) 99% foi cumprido pela compradora. Somente os earnouts (1%) não contribuíram como um sucesso para os vendedores;2) **Os***

vendedores receberam o valor que queriam *(preço combinado); e, 3)* ***Não houve nenhuma notificação posterior*** *(vício oculto) do comprador ao vendedor".*

Entrevistado F: *"Foi um* ***sucesso*** *para as duas partes. 1) A compradora tem uma visão internacional dos negócios e adquiriu o canal de vendas no país; 2) Passou a ter* ***foco nas linhas que têm maior valor agregado*** *para ela; e, 3) Adquiriu todo um capital intelectual que a vendedora possuía à época".*

Entrevistado H: *"Foi* ***sucesso****, com algumas ressalvas". (Não disse quais)*

Entrevistado D: *"****Sucesso****. Porque: 1) Houve respeito com os ex-donos (****a integração foi boa****); 2) A empresa* ***continua crescendo****; e, 3) A empresa está* ***bem gerenciada*** *e com mais processos implementados".*

Entrevistado E: *"****Sucesso****. A empresa era lucrativa e* ***continuou crescendo*** *e tendo lucro".*

Entrevistado G: *"****Sucesso****! Porque: 1) Por conta dos pontos já mencionados, houve um atraso no crescimento nos primeiros 4 anos. Hoje a empresa dobrou de tamanho, trabalhando com -30% de colaboradores do que à época da aquisição; 2)* ***Foco no desenvolvimento de pessoas****. Os líderes hoje são pessoas que estavam na empresa à época da aquisição; 3) As* ***linhas da compradora têm foco****, representavam 23% do total do faturamento, e hoje representam 50%".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita que o sucesso e insucesso da operação de F&A é uma questão muito controversa. Todos os entrevistados, sem exceção, mencionaram que a F&A foi um sucesso. Por parte do comprador, os motivos atribuídos ao sucesso foram a **realização de uma boa integração** (Yarshell, 2011), a **empresa foi bem gerenciada** (Teerikangas, Very, & Pisano, 2011) e **a empresa continua crescendo** (Teerikangas, Very, & Pisano, 2011). Pelo lado do vendedor, os motivos atribuídos ao sucesso foram o recebimento do **preço solicitado** (Anslinger & Copeland, 1996; Stahl et al., 2011; Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999) e **o crecimento contínuo da empresa** (Teerikangas, Very, & Pisano, 2011). Para os entrevistados que eram colaboradores da empresa-alvo e passaram a ser colaboradores da adquirente, os motivos atribuídos ao sucesso foram o ***foco nas***

linhas que têm maior valor agregado (Ashkenas & Francis, 2000) para a adquirente, o **foco no desenvolvimento de pessoas** (Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013) e a **empresa continua a crescer** (Teerikangas, Very, & Pisano, 2011). Quanto ao motivo atribuído ao sucesso, o **não-recebimento de alguma notificação posterior** (de alguma coisa errada) por parte da compradora, o pesquisador não procurou algo a respeito na literatura, porque entende que este ponto é autoexplicativo. Mas, entende que aqui também deveria ficar claro para quem vende que não há pendência alguma pesando sobre sua cabeça e referente ao projeto de F&A.

4.8.2 Pontos positivos / negativos

Outros pontos positivos ou negativos que queira comentar?

Os entrevistados mencionaram pontos positivos, pontos negativos e FCS para novos projetos de F&A. Dentre os pontos positivos estão o **crescimento profissional dos colaboradores** da adquirida, **a cultura organizacional** da adquirente, e dentre os pontos negativos, a **falta de um gerente de integração** e a **falta de mentoria para a nova gestão**.

Os FCS para novos projetos de F&A mencionados foram a **formação estratégica do empreendedor**, a **preparação da empresa para a venda**, o **contrato de compra e venda**, o **plano de comunicação** e o **gerente de integração:**

Entrevistado A*: "Para mim, os FCS para o vendedor brasileiro são: 1)* ***Preparar a empresa para a venda*** *(muitas empresas nacionais não se preparam para isso). Isso leva uns 5 anos. Corrigir todos os passivos. Ser uma empresa ética. Qualquer passivo será descontado no preço. O importante é que a empresa vendedora seja sadia! Não precise vender a empresa para fazer dinheiro. O modelo de gestão levava em consideração que não dependêssemos de capital de terceiros. Muitas vezes, as empresas nacionais não têm essa solidez, esse tipo de gestão; 2)* ***Contrato de Venda****: Analisar linha por linha, interpretar linha por linha. Se o contrato não for bem feito, principalmente no Brasil, há descontos muito grandes nos pagamentos. Os empresários locais estão muito preparados para 'tocar' o negócio deles no dia-a-dia, para ter sucesso e crescer o negócio, mas não para analisar o contrato de venda linha-a-linha e interpretar o que pode acontecer no futuro. Houve a participação de um pequeno escritório de advocacia que já cuidava do juridico dia-a-dia. A noção do valor da empresa foi feita com base no fluxo de caixa descontado; e, finalmente, 3) O* ***plano de comunicação****, que tivemos de fazer e implantar para a empresa continuar a produzir/faturar com pessoas motivadas".*

Entrevistado B: *"1) A formação do empreendedor é crítica para a venda da empresa: a visão estratégica do que é valor para a empresa; e, 2) Os* ***valores estratégicos****".*

Entrevistado C: *"Para mim,... ...o* ***aspecto positivo*** *foi ver o* ***crescimento dos colaboradores*** *que acreditaram no projeto de aquisição e permaneceram na empresa após sua aquisição".*

Entrevistado H: *"****Positivos****: 1)* ***Cultura*** *de Indicadores/métricas; 2) Prazo de fechamento de relatórios; e, 3) Ferramentas de negócios da compradora;* ***Pontos para melhoria****: 1)* ***Faltou um gerente de integração****; 2) Poderia ter havido uma* ***mentoria para ajudar na resolução de conflitos de uma nova gestão*** *(fase Assimilação)...".*

Entrevistado E: *"Duas ideias para discussão para futuros processos de F&A (lado da compradora multinacional): 1) Mentalidade: filosofia 'check the box'; e, 2) O que é melhor: Forçar a cultura da comprada ou não?".*

Entrevistado G: *"Hoje, eu tenho a responsabilidade de acelerar a mudança de cultura das novas aquisições. E o resultado tem sido de muito sucesso! Com a experiência adquirida neste processo de F&A (caso aqui estudado), a compradora acabou determinando que houvesse* ***a nomeação de um gerente de integração para os processos (de F&A) futuros*** *de forma a deixar as pessoas mais focadas no negócio e não preocupadas com o processo".*

Os resultados corroboram com a literatura porque esta cita os fatores críticos de sucesso ao longo do processo de F&A e que foram mencionados pelos entrevistados. Como FCS para novos projetos de F&A mencionados estão a **preparação da empresa para a venda** (Sudarsanam, 2003), o **contrato de compra e venda** (DePamphilis, 2010), o **plano de comunicação** (Barros, 2003) e o **gerente de integração** (Galpin & Herndon, 2007; Barros, 2003; Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011). Todos já mencionados em tópicos anteriores, por este pesquisador. Os resultados para os pontos positivos e negativos, também, corroboram com a literatura. Como pontos positivos são mencionados, o **crescimento profissional dos colaboradores** (Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013) da adquirida, **a cultura organizacional** (Marks & Mirvis, 1994) da adquirente, e como pontos negativos, a **falta de um gerente de integração** (Galpin & Herndon, 2007; Barros, 2003; Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Teerikangas, Very, & Pisano,

2011), e a **falta de mentoria para a nova gestão** (Martin, 2016). Quanto à formação estratégica do empreendedor, citada por um ex-proprietário como um FCS, o autor concorda, mas entende que é da responsabilidade do próprio empreendedor capacitar-se para adquirir estes conhecimentos e não faz parte do aprimoramento do processo, mas todo empreendedor deveria procurar desenvolver a capacidade de pensar e executar estrategicamente.

4.9 SÍNTESE DA PESQUISA DE CAMPO

A metodologia de pesquisa utilizada – estudo de caso – foi adequada aos objetivos e questões de pesquisa do trabalho.

A escolha dos entrevistados foi um ponto extremamente relevante na pesquisa de campo. Dos 8 entrevistados, 6 são ou foram executivos da alta direção das empresas envolvidas no processo de F&A, sendo que um deles ainda está na nova organização que resultou do processo de F&A; e, os outros 2 entrevistados, à época coordenadores de área e reportando-se ao Diretor de Marketing da empresa, participaram do processo de aquisição, nas fases III e IV, principalmente, logo após a aquisição e ainda continuam na nova organização que resultou do processo de F&A. Assim, a participação ativa em, pelo menos, duas e quaisquer das quatro fases do processo de aquisição foi um fator essencial na escolha dos entrevistados.

O estudo de campo ressaltou a necessidade das empresas se prepararem para participar de projetos de F&A, seguindo um processo estruturado em fases, detalhado em etapas, e com atenção aos fatores críticos de sucesso no propósito final de aumentar as probabilidades de sucesso do projeto.

A pesquisa de campo mostrou que, no caso estudado, houve aproximação da prática com o que diz a teoria sobre processos de F&A.

O comprador foi quem conduziu o processo de F&A e os vendedores entendem que isto, apesar de ambos considerarem demorado, foi bem-feito. Muito devido à experiência do comprador neste tipo de processo e por este percorrer fases e etapas com atenção aos fatores críticos de sucesso. De tal forma que, a maioria dos elementos encontrados e analisados, seja pela perspectiva do comprador ou pela perspectiva do vendedor, tem sido tratada pela teoria específica de F&A.

No estudo de campo, o pesquisador procurou obter as respostas dos entrevistados, de forma isenta, utilizando-se do protocolo de pesquisa como um roteiro de entrevista. Através dos depoimentos dos entrevistados, procurou-se levantar se houve problemas de gestão da nova

organização e qual seria a fonte desses problemas, na opinião deles.

Segundo o que o autor pôde vivenciar, através do relato da sua experiência, as decisões tomadas (ou omissas) nas etapas de *due diligence*, negociação e fechamento, integrantes da fase pré-aquisição do processo de F&A, trouxeram consequências para a nova organização, na fase integração, que poderiam ter sido evitadas ou minimizadas e que, muito provavelmente, tiveram papel-chave e causaram impacto no desempenho da nova empresa formada.

Neste sentido, o autor esperava obter da pesquisa de campo, respostas em relação às seguintes situações:

- existência de recursos/investimentos necessários para a mudança e adaptação da adquirida à cultura da adquirente: e de onde sairão esses recursos;
- existência do gerente de integração: aquele que fará a ponte entre a equipe de gestão da nova organização e os *stakeholders* (e com a autonomia necessária);
- condições contratuais dos antigos proprietários: permanecendo com posições executivas na nova organização, quais seriam seus deveres e obrigações;
- condições para a realização e recebimento dos *earnouts* pelos antigos proprietários: quais as metas que deveriam alcançar e como os bônus estavam atrelados a essas metas;
- definição da execução das ações estratégicas pelos novos executivos da empresa resultante (nova organização);
- governança corporativa, envolvida em todas as situações acima.

No entanto, no que foi diferente da teoria, o caso prático deixou de mencionar dois elementos considerados como fatores críticos de sucesso, a saber:

a. **os investimentos necessários** à empresa adquirida para, principalmente, atravessar a fase Integração, sem perder agilidade e, ao mesmo tempo, executando as ações estratégicas conforme os planos de 100 dias, de comunicação e de implantação da cultura organizacional. Esses investimentos deveriam ser considerados pela adquirente, ainda na fase pré-aquisição, como um valor adicional a ser dispendido no projeto. Não deveria ser considerado como valor pago aos vendedores, pois deveriam ser investidos durante a fase Integração, e fazer parte do White Paper de análise do projeto de F&A. **Os entrevistados mencionaram que não houve os investimentos necessários**; e,

b. **o gerente de integração** que, segundo a recomendação teórica (Galpin & Herndon, 2007), deve participar desde a etapa *due diligence*, pois o plano de integração já começa a ser construído, naquela etapa. Tão importante é o gerente de integração que os vendedores reconheceram que muitos ruídos e problemas poderiam ter sido evitados, se ele tivesse participado neste projeto. Principalmente, porque na falta de um gerente de integração dedicado, todos ou alguém vai ter de assumir um pouco das tarefas específicas que ficariam a cargo do mesmo. E, portanto, sem o gerente de integração há uma sobrecarga sobre essa(s) pessoa(s), pois, além das suas atividades na gestão do negócio, deve(m) se preocupar também com as atividades de implantação da cultura organizacional, plano de comunicação, plano de 100 dias etc. Com as respostas obtidas dos entrevistados, o autor conclui que **não houve um gerente de integração dedicado neste projeto de F&A**.

Também, é possível, constatar das respostas dos entrevistados que a falta de investimentos necessários e de um gerente de integração trazem consequências indesejadas, e que poderiam ter sido evitadas, para os stakeholders da empresa e têm forte impacto no desempenho da mesma. Não é por acaso, que um dos entrevistados comenta que, por a empresa não ter feito os investimentos que eram necessários, o retorno do investimento realizado neste projeto de F&A sofreu um atraso considerável (de 4 anos).

Quanto ao papel do gerente de integração, Ashkenas e Francis (2000) afirmam que, de várias maneiras, é mais parecido com o de um empreendedor numa *startup* do que ocupar uma posição numa empresa estabelecida. Ele vai ter de montar um time de integração e orientar um processo no qual será criada uma estrutura para que esse time de integração funcione, efetivamente. A literatura sobre a importância do gerente de integração já está consolidada (Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Ashkenas & Francis, 2000; Barros, 2003; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011; Jemison & Sitkin, 1986; Martin, 2016).

Em relação às outras quatro situações (condições contratuais parar permanência dos antigos proprietários, condições para a realização e recebimento dos *earnouts* pelos antigos proprietários, definição da execução das ações estratégicas pelos novos executivos, e governança corporativa), o autor entende que a pesquisa ficou prejudicada porque, embora os entrevistados tenham vivenciado e mencionado essas situações, e as mesmas estavissem previstas na teoria, o sigilo do processo de F&A requerido aos entrevistados da compradora, não permitiu que o pesquisador chegasse a uma conclusão pacífica sobre as consequências para a nova organização relacionada a esses quatro elementos de análise.

Em relação aos outros fatores críticos de sucesso levantados no campo, percebe-se que houve a preocupação da compradora (e, da vendedora, quando pertinente) em levá-los em consideração, neste projeto de F&A. Todos esses outros Fatores Críticos de Sucesso, que apareceram no caso prático, são abordados pela teoria referenciada.

A síntese da pesquisa de campo com os resultados encontrados na prática e a discussão feita com a teoria apresentada no referencial teórico (capítulo 2) pode ser vista no Quadro 4.

Quadro 4 - Fases do processo de F&A e fatores críticos de sucesso 1/3 (síntese)

ELEMENTOS DE ANÁLISE		PESQUISA DE CAMPO		LITERATURA
		Perspectiva do Vendedor	Perspectiva do Comprador	
ANTECEDENTES	Preparação	usaram empresa de auditoria		Sudarsanam, 2003; Angwin, 2001
		participação anterior em processo de F&A		Kim & Olsen, 1999
		9 anos se preparando para vender		Haspelagh & Jemison, 1987
			processo F&A bem estruturado	Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Johnson, Whittington, & Scholes, 2011; Quinn, 1978; DePamphilis, 2010; Mintzberg, 2005; Sudarsanam, 2003; Galpin & Herndon, 2007; Marks & Mirvis, 2010; Kim & Olsen, 1999
			Exp em processos de F&A	Aiello & Watkins, 2000; Very & Schweiger, 2001
FASES DO PROCESSO	Motivação para F&A	questão sucessória		Héau, 2001;Stepanowski, 2007
		conflito entre sócios		Héau, 2001
		abertura do capital da empresa		Cumming & Macintosh, 2003; Gompers, & et al., 2008
		venda estratégica		Cumming & Macintosh, 2003; Schwienbacher, 2005; Sorensen, 2007
		escolha reversa		Barros, 2003
			alinhamento estratégtico	James & Sitkin, 1986; Aiello & Watkins, 2000; Johnson, Whittington, & Scholes, 2011
			expansão internacional	Cartwright & Cooper, 1996; Barros, 2003
			acesso ao canal de distribuição	Héau, 2001; Barros, 2003
	Principais Problemas	burocracia das informações solicitadas		Sudarsanam, 2003
		complexidade do contrato		DePamphilis, 2010
		manter sigilo do processo de F&A		Barros, 2003
		participação no processo e na gestão		James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001
		obter consenso na valoração	obter consenso na valoração	Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999; DePamphilis, 2010
		longa duração do processo de F&A	longa duração do processo de F&A	Quah & Young, 2005
			culturas diferentes	Kim & Olsen, 1999; Angwin, 2001; Barros, 2003; Marks & Mirvis, 1994; Very & Schweiger, 2001
			vendedor desconhece processo F&A	Sudarsanam, 2003; Very & Schweiger, 2001
			manter ex-proprietários na adquirida	Angwin & Meadows, 2009
	Gestão do Processo	contrato bem elaborado		DePamphilis, 2010
		boa liderança do processo F&A		Haspelagh & Jemison, 1987; Kim & Olsen, 1999
		know how da adquirente em processos de F&A		Andrews, 1980; James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001; Mintzberg, 2005
		fechamento do contrato		DePamphilis, 2010
			processo demorado	Quah & Young, 2005
			questão cultural	Kim & Olsen, 1999; Angwin, 2001; Barros, 2003; Marks & Mirvis, 1994; Very & Schweiger, 2001
	Governança	implantação da cultura 'top down'		Marks & Mirvis, 2010
		assédio psicológico		Stahl, & et al., 2011
			manter ex-proprietários na adquirida	Barros, 2003

Fonte: elaborado pelo autor

Quadro 4 - Fases do processo de F&A e fatores críticos de sucesso 2/3 (síntese)

ELEMENTOS DE ANÁLISE		PESQUISA DE CAMPO		LITERATURA
		Perspectiva do Vendedor	Perspectiva do Comprador	
PRÉ-AQUISIÇÃO	Expectativas do Due Diligence	normal e rápido		Quah & Young, 2005
		não esperavam auditoria ambiental		Sudarsanam, 2003
			sem assimteria de informações	Kim & Olsen, 1999; Galpin & Herndon, 2007; Stahl & et al., 2011; Very & Schweiger, 2001; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012
	Principais pontos na Negociação	preço		Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999; DePamphilis, 2010
		variação cambial		-
		forma de pagamento		DePamphilis, 2010
		índice multiplicador		DePamphilis, 2010
		contrato de compra e venda		DePamphilis, 2010
		estratégia de negociação		Barros, 2003
		escopo de aquisição		James & Sitkin, 1986; Vermeulen & Barkema, 2001
	Pontos inegociáveis no Fechamento	preço		Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999; DePamphilis, 2010
		forma de pagamento		DePamphilis, 2010
		conta-garantia (*escrow account*)		DePamphilis, 2010
	Condições dos Earnouts	ex-proprietários permanecerem por até 24 meses		Mordaunt & Pierce, 2011
		proporcional à obtenção de metas		DePamphilis, 2010; Mordaunt & Pierce, 2011; Pessoa & Ribeiro, 2012; Field, 2005; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012
	Fatores Críticos de Sucesso	preço		DePamphilis, 2010
		forma de pagamento		DePamphilis, 2010
		conta-garantia (*escrow account*)		DePamphilis, 2010
		salário dos ex-proprietários (remuneração da nova gestão)		DePamphilis, 2010; Mordaunt & Pierce, 2011; Pessoa & Ribeiro, 2012; Field, 2005; Barbopoulos & Sudarsanam, 2012
		grande conhecimento que a compradora tinha da empresa-alvo		Very & Schweiger, 2001; Stahl, & et al., 2011
			etapa do due diligence bem feita	Galpin & Herndon, 2007; DePamphilis, 2010
ESTRUTURAÇÃO	Fatores Críticos de Sucesso	plano de comunicação (elaboração)	plano de comunicação (elaboração)	Stahl, & et al., 2011
INTEGRAÇÃO	Ações Estratégicas	adaptação da estrutura para atender a estratégia		Ashkenas & Francis, 2000
		permanência dos ex-proprietários		Barros, 2003
		plano de 100 dias (elaboração e execução)	plano de 100 dias (elaboração e execução)	Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Barros, 2003; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011; Jemison & Sitkin, 1986
		plano de comunicação (implantação)	plano de comunicação (implantação)	Barros, 2003
		cultura organizacional (implantação)	cultura organizacional (implantação)	Marks & Mirvis, 1994
			os projetos iniciais	Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998
	Investimentos necessários	não houve	não houve	Martin, 2016
	Gerente de Integração	não houve	não houve	Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Ashkenas & Francis, 2000; Barros, 2003; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011; Jemison & Sitkin, 1986; Martin, 2016
	Fatores Críticos de Sucesso	agilidade operacional		Anslinger, Copeland, & Thomas, 1996; Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998
		plano de 100 dias (desenvolvimento)		Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Barros, 2003; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011; Jemison & Sitkin, 1986
		permanência dos ex-proprietários para passar o *know-how* do negócio		Barros, 2003
		plano de comunicação (implantação)	plano de comunicação (implantação)	Stahl, & et al., 2011
		cultura organizacional (implantação)	cultura organizacional (implantação)	Marks & Mirvis, 1994
		gerente de integração	gerente de integração	Galpin & Herndon, 2007; Barros, 2003; Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998 ; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011
			os projetos iniciais	Ashkenas, Demonaco & Francis, 1998
			respeito pelo ex-proprietários e colaboradores da adquirida	Stahl, & et al., 2011

Fonte: elaborado pelo autor

Quadro 4 - Fases do processo de F&A e fatores críticos de sucesso 3/3(síntese)

ELEMENTOS DE ANÁLISE		PESQUISA DE CAMPO		LITERATURA
		Perspectiva do Vendedor	Perspectiva do Comprador	
ASSIMILAÇÃO	Pontos Positivos / Negativos	sem acesso ao balanço de créditos e débitos da operação de F&A (n)		-
		saída dos ex-proprietários (p)		Barros, 2003
		contratação de CEO de fora da empresa (p)		Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013
		assimilação da cultura organizacional (p)	assimilação da cultura organizacional (p)	Marks & Mirvis, 1994
			mudança de pessoal com funções-chave (n)	Cartwright & Cooper, 1996; Barros, 2003
	Indicadores de Desempenho	não houve	não houve	Yarshell, 2011; Gomes, & et al., 2013
	Fatores Críticos de Sucesso	assimilação da cultura organizacional	assimilação da cultura organizacional	Marks & Mirvis, 1994; Quah & Young, 2005
		definição da estrutura organizacional	definição da estrutura organizacional	Marks & Mirvis, 1994; Quah & Young, 2005
		evitar mudança de pessoal com funções-chave	evitar mudança de pessoal com funções-chave	Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013
		treinar novo pessoal-chave no negócio da empresa		Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013
FCS	Sucesso / Insucesso		integração foi boa	Yarshell, 2011
			empresa bem gerenciada	Teerikangas, Very, & Pisano, 2011
		empresa continua crescendo	empresa continua crescendo	Teerikangas, Very, & Pisano, 2011
		foco nas linhas da adquirente		Ashkenas & Francis, 2000
		foco no desenvolvimento de pessoas		Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013
		vendedores receberam o preço solicitado		Anslinger & Copeland, 1996; Stahl et al., 2011; Very & Schweiger, 2001; Kim & Olsen, 1999
		não receberam notificação posterior		-
	Pontos Positivos / Negativos e FCS	cultura organizacional (p)		Marks & Mirvis, 1994
		crescimento profissional dos colaboradores da adquirida (p)		Angwin & Meadows, 2009; Gomes, & et al., 2013
		falta de um gerente de integração (n)		Galpin & Herndon, 2007; Barros, 2003; Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011
		falta de mentoria para a nova gestão (n)		Martin, 2016
		FCS: Preparação da empresa para a venda		Sudarsanam, 2003
		FCS: contrato de compra e venda		DePamphilis, 2010
		FCS: gerente de integração		Galpin & Herndon, 2007; Barros, 2003; Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998; Teerikangas, Very, & Pisano, 2011
		FCS: plano de comunicação		Barros, 2003

Fonte: elaborado pelo autor

Quadro 5 - Fatores críticos de sucesso: literatura x campo (síntese)

O Quadro 5 apresenta um comparativo entre os FCS que foram citados na literatura e os que foram mencionados na pesquisa de campo.

		Literatura						Pesquisa de Campo			
Item	Fase do Processo de M&A / Fator Crítico de Sucesso	Fase zero Antedentes do Processo de F&A	Fase 1 Pré-aquisição	Fase 2 Estruturação	Fase 3 Integração	Fase 4 Assimilação	Área-foco	**Perspectiva do Vendedor (V)**	**Perspectiva do Comprador (C)**	**Sim para V ou Sim para C**	**não para ambos (V / C)**
1	Estratégia Geral e Experiência em F&A	X	X	X	X	X	Estratégia	X	X	X	
2	Alinhamento Estratégico da Empresa-alvo	X	X				Estratégia	X	X	X	
3	Tamanho relativo da Empresa-alvo	X	X				Estratégia	não	não	não	não
4	Relacionamento Adquirente e Empresa-alvo	X	X				Estratégia	X	X	X	
5	Preço certo		X				Finanças	X	X	X	
6	Contrato de Compra e Venda		X				Legal	X	não	X	
7	Assimetria da Informação		X	X			Geral	não	X	X	
8	Estratégia de Integração		X	X	X		Estratégia	não	não	não	não
9	Liderança Pós-aquisição (Gerente de Integração)		X	X	X		Estratégia	X	X	X	
10	Política de Compensação Futura		X	X			Pessoas	X	não	X	
11	Comunicação (Pré-aquisição)		X				Estratégia	X	X	X	
12	Recursos / Investimentos na adquirida		X				Finanças	X	não	X	
13	*Earnouts*		X	X	X		Finanças	não	não	não	não
14	Transferência de Capacidades, Recursos e Conhecimento			X	X	X	Operacional	não	X	X	
15	Comunicação (Integração)			X	X		Pessoas	X	X	X	
16	Velocidade de Integração				X		Pessoas	não	não	não	não
17	Time de Integração dedicado				X		Pessoas	não	não	não	não
18	Diferenças Culturais Nacionais e Corporativas				X	X	Pessoas	X	X	X	
		4	**13**	**8**	**9**	**3**		**11**	**10**	**13**	**5**

Fonte: elaborado pelo autor

Da análise do Quadro 5, pode-se perceber que a literatura corrobora com todos os FCS mencionados na pesquisa de campo. Porém, quando se analisa os FCS citados na literatura, nem todos foram mencionados pelos entrevistados na pesquisa de campo.

Ainda no Quadro 5, pode-se verificar que dos 18 (dezoito) FCS mencionados na literatura, 5 (cinco) não foram mencionados pelos entrevistados:

- Tamanho relativo da empresa-alvo
- Estratégia de integração
- *Earnouts*
- Velocidade de integração
- Time de integração dedicado

Assim, há 13 (treze) FCS que são comuns à literatura e aos dados de campo:

- Estratégia geral e Experiência em F&A
- Alinhamento estratégico da empresa-alvo
- Relacionamento adquirente e empresa-alvo
- Preço certo
- Assimetria da informação
- Contrato de compra e venda
- Liderança pós-aquisição (Gerente de Integração)
- Política de compensação futura
- Comunicação (fase Pré-aquisição)
- Recursos / Investimentos na adquirida
- Transferência de capacidades, recursos e conhecimento
- Comunicação (Integração)
- Diferenças Culturais Nacionais e Corporativas

5 CONCLUSÕES

O objetivo principal desse trabalho era identificar e analisar as fases e os fatores críticos de sucesso do processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional.

O autor entende, pela exposição do estudo de caso originado de sua experiência profissional e tratado neste trabalho, que esse objetivo foi cumprido com a obtenção dos resultados apresentados no Capítulo 4.

5.1 CONTRIBUIÇÕES DA PESQUISA

5.1.1 Fases do processo de F&A

Através deste trabalho, o autor pode relatar suas descobertas através do estudo de caso real de um processo de F&A.

O autor elaborou seu estudo do processo de F&A a partir do modelo utilizado pela GE Capital (Ashkenas, DeMonaco, & Francis, 1998) de 4 fases: pré-aquisição, estruturação, integração e assimilação. Ao longo do estudo, e com as contribuições do campo, o autor entende que deve considerar processos de F&A apresentados por autores mais recentes, tais como Sudersanam (2003) e Galpin & Herndon (2007), que consideram que o processo de F&A se inicia ainda quando da formulação da estratégia corporativa. DePamphilis (2010) também orienta nesse sentido. O autor concorda com essa abordagem.

Neste trabalho, verificou-se que, quanto antes as ações forem organizadas e detalhadas de forma a se orientar o processo de F&A, maiores as chances de sucesso do mesmo. Portanto, ainda na fase Antecedentes do Processo, que o autor entende englobar a estratégia corporativa, o planejamento de F&A, e o relacionamento com as empresas-alvo, o comprador pode e deve cuidar para que erros grosseiros, tais como, empresa-alvo desalinhada com a estratégia ou com uma diferença cultural abismal seja colocada no funil de oportunidades, analisada, selecionada e adquirida. São erros grosseiros mas as motivações para aquisição apresentadas no referencial teórico chegam a justificar tais realizações que, não é de se espantar, resultarão em insucesso da F&A.

A fase Pré-aquisição, que o autor entende ser aquela em que ocorrem as etapas de *due diligence*, negociação e fechamento, e na qual a empresa-alvo já está definida e estabelecido

um relacionamento proativo com a mesma, é a fundamental para que o processo de F&A tenha sucesso. A pesquisa de campo expôs porque esta fase é crítica: tudo acontece aqui. Todas as definições de ações futuras, de considerações e até se o processo deve ir em frente ou não. Portanto, o autor entende que as decisões tomadas na fase Pré-aquisição definem o sucesso do processo de F&A. A literatura, também, foi rica nos exemplos e em estabelecer esse link da fase Pré-aquisição com o sucesso da operação de F&A. Cabe lembrar que o autor considera fundamental a definição e participação do Gerente de Integração desde o início da etapa de *due diligence*.

A fase Estruturação é aquela fase que começa em algum ponto da fase Pré-aquisição e não-necessariamente termina na fase Integração. Ela contempla a elaboração de planos para o sucesso da fase Integração, tais como, o plano de comunicação, o plano de integração e o plano de 100 dias. Destes três, o único que pode entrar na fase Integração sem estar minimamente elaborado é o plano de 100 dias que, conforme a literatura recomenda, deve contar com a participação de colaboradores da empresa adquirida. Também, foi constatado no caso real que o plano de 100 dias começou a ser elaborado após o fechamento da transação, portanto, no início da fase Integração.

Na fase Integração é onde a vida real vai tomar conta de tudo o que foi planejado. É nessa fase que tudo acontece, tenha sido planejado ou não, nas fases anteriores. Os principais problemas dessa fase são os conflitos entre a gestão operacional da empresa (tenham os ex-proprietários permanecido na empresa adquirida, ou não) e as demandas da adquirente, tais como, implantação da cultura organizacional, execução do plano de integração, elaboração e implantação do plano de 100 dias, projetos especiais etc. Como visto no caso real, aqui estudado, muito dos problemas relatados poderiam ter sido evitados ou, pelo menos, minimizados, caso tivessem sido melhor tratados na fase pré-aquisição. O autor entende que aqui acontecem, simultaneamente, duas forças que podem atuar na mesma direção ou ser contrárias: a Gestão Operacional e a Gestão Transformacional. A Gestão Operacional deveria ficar a cargo do CEO da empresa e a Gestão Transformacional, sob a responsabilidade do Gerente de Integração. Deve-se evitar ter uma só pessoa responsável pelas duas coisas e, também, deve-se garantir a necessária autonomia ao Gerente de Integração para os assuntos relacionados à transformação da empresa. O autor também entende que finalizada a integração (que, em média, tem a duração de 2 a 3 anos), o Gerente de Integração deveria ser convidado a perseguir outros objetivos fora desta empresa.

Finalmente, a Fase Pós-integração onde o foco passa a ser atingir a Excelência Operacional com a estabilização da organização e onde uma Auditoria Final deveria ser

efetuada com o objetivo de obter aprendizado do processo de F&A e melhorar continuamente o mesmo.

O autor, então, com a teoria estudada e com as contribuições do caso prático resume as Fases do processo de F&A em 5 macrofases, conforme pode ser visto na Figura 22:

Figura 22 - Fases do processo de F&A

Fonte: autoria própria

O autor entende que, assim, atende os objetivos específicos de: a) entender as fases do processo de aquisição; e, b) compreender e analisar as fases consideradas no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional.

5.1.2 Fatores críticos de sucesso no processo de F&A

No Capítulo 2, foi possível destacar os FCS segundo os principais estudiosos do assunto. No Capítulo 4, os resultados da pesquisa de campo foram apresentados e feito um comparativo com o que a teoria havia citado. Foi possível, então, relacionar os 13 principais FCS que estão apresentados no Quadro 6, a seguir:

Quadro 6 - Fatores críticos de sucesso: literatura + campo

Item	Fase do Processo de M&A / Fator Crítico de Sucesso	Antedentes do Processo de F&A	Fase 1 Pré-aquisição	Fase 2 Estruturação	Fase 3 Integração	Fase 4 Pós-integração	Área-foco
1	Estratégia Geral e Experiência em F&A	X	X	X	X	X	Estratégia
2	Alinhamento Estratégico da Empresa-alvo	X	X				Estratégia
3	Relacionamento Adquirente e Empresa-alvo	X	X				Estratégia
4	Preço certo		X				Finanças
5	Contrato de Compra e Venda		X				Legal
6	Assimetria da Informação		X	X			Geral
7	Liderança Pós-aquisição (Gerente de Integração)		X	X	X		Estratégia
8	Política de Compensação Futura		X	X			Pessoas
9	Comunicação (Pré-aquisição)		X				Estratégia
10	Recursos / Investimentos na adquirida		X				Finanças
11	Transferência de Capacidades, Recursos e Conhecimento			X	X	X	Operacional
12	Comunicação (Integração)			X	X		Pessoas
13	Diferenças Culturais Nacionais e Corporativas				X	X	Pessoas
		3	**10**	**6**	**5**	**3**	

Pode-se verificar pelo Quadro 6 que a fase Pré-aquisição é a que concentra o maior número de FCS e que preponderam aqueles da dimensão Estratégia. Ou seja, conforme esperado pelo autor, a análise do caso real específico teve por objetivo confirmar a teoria estudada e aplicada, com ênfase na fase Pré-aquisição, e como esta fase pode influenciar e definir todo o restante do processo de aquisição e refletir no desempenho da operação.

As decisões estratégicas do processo de F&A estão concentradas na fase Pré-aquisição, e têm repercussão em todas as outras fases. Uma decisão mal tomada na fase Pré-aquisição pode provocar impacto no restante do processo. Dependendo do impacto causado pode terminar por significar o insucesso da operação de F&A.

Dentre os FCS que estão presentes na fase Pré-aquisição (Quadro 6) encontram-se o Gerente de Integração (item 6) e os Recursos / Investimentos necessários na adquirida (item 9), apontando para que esses dois FCS sejam levados em consideração pelos gestores do processo

O autor entende que, assim, atende os objetivos específicos de: a) entender os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição; e, b) compreender e analisar os fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional.

Espera o autor ter conseguido responder à questão de pesquisa:

Como um adquirente multinacional pode se preparar adequadamente para o processo de aquisição de uma empresa brasileira?

Pela apresentação dos resultados e pela conclusão da pesquisa, o autor espera que essa pesquisa possa contribuir, academicamente, com um melhor entendimento das fases do processo de F&A e os associados fatores críticos de sucesso (FCS). E, também, espera contribuir com a prática, pois o resultado da pesquisa pode servir como orientação para análise dos fatores críticos (determinantes) do sucesso do processo de F&A, para potenciais compradores e vendedores de empresas, ou seja, esta pesquisa pode dar sua contribuição aplicada no ambiente empresarial.

5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Uma das limitações da pesquisa foi a não-autorização para divulgação dos nomes das empresas e dos entrevistados. A simples menção dos nomes da adquirente e adquirida já despertaria a curiosidade para a leitura deste trabalho, visto que a adquirente é reconhecida no mercado pela excelência com que faz processos de F&A, com sucesso. De qualquer forma, o autor tomou os devidos cuidados para que não houvesse algum tipo de reclamação sobre o sigilo das informações aqui apostas.

Há uma vasta literatura sobre F&A e foi preciso fazer um recorte crítico para poder concentrar os esforços somente no que era de interesse para essa pesquisa. No entanto, sempre aparecia alguma nova literatura interessante e a preocupação do autor passou a ser a data do recorte de pesquisa. Em determinado momento, mesmo sofrendo a tentação de adicionar mais alguma referência ao estudo, o autor decidiu que o material já estava adequado para a realização de um bom trabalho.

Apesar da facilidade de contato com os entrevistados, havia a agenda lotada de alguns e o autor acabou investindo mais tempo do que esperava para terminar a pesquisa de campo. Infelizmente, não foi possível entrevistar dois dos dez entrevistados que estavam planejados porque eles não retornaram as várias mensagens eletrônicas que o autor enviou. Esses dois entrevistados são estrangeiros e residem nos EUA. Os dois integraram o M&A *Due Diligence* Team do caso real aqui estudado, sendo um o responsável pela avaliação estratégica da empresa-alvo e o outro por *Human Resources*. O autor entende que, mesmo assim, os resultados encontrados não foram prejudicados pela ausência dessas entrevistas.

5.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS E OPORTUNIDADES DE PESQUISAS FUTURAS

Os processos de F&A são complexos e exigem investimento de tempo e dinheiro. A literatura relata que a maioria deles não pode ser considerada sucesso. O sucesso é um termo relativo, por vezes subjetivo, e o autor entende que, como boa prática, deve estar associado aos objetivos estabelecidos pelos participantes do projeto, antes do início do mesmo. Como principal motivo para o insucesso dos processos de F&A a literatura, majoritariamente, cita as diferenças culturais. No entanto, como visto nesta pesquisa, com exceção de um erro grosseiro pela adquirente na seleção da empresa-alvo, os fatores culturais somente vão se manifestar com mais intensidade na fase Integração. Portanto, após a etapa de fechamento da transação, ao final da fase Pré-aquisição.

O autor acredita que colocar a culpa (ou o motivo) pelo insucesso da operação nas diferenças culturais é não querer assumir que houve falha nas análises realizadas durante as etapas *due diligence*, negociação e fechamento da fase Pré-aquisição. As diferenças culturais já existiam bem antes do processo de F&A ter iniciado. O que pode ser feito para melhorar a taxa de sucesso é utilizar-se de um processo de F&A bem estruturado, dividido em fases, em etapas, e detalhado o suficiente para avaliar os principais Fatores Críticos de Sucesso neste processo. Esta pesquisa procurou apontar caminhos, neste sentido, para qualquer participante de um processo de F&A: comprador ou vendedor.

O autor vê oportunidade para que pesquisas quantitativas sejam realizadas a partir da identificação dos FCS aqui apresentados. Elas poderiam ajudar a dar números ainda mais substanciais aqueles já existentes em outras pesquisas similares. Este estudo foi tão somente um estudo qualitativo, exploratório.

Da pesquisa de campo surgiu uma ideia para estudos futuros. Pareceu evidente nas entrevistas com os antigos proprietários que a adquirente deixa de acompanhar o retorno da aquisição, logo após a fase Integração, que dura em média de 2 a 3 anos da data do fechamento da transação de compra e venda. Os antigos proprietários deixam de ter informação sobre o desempenho do negócio, tenham eles compartilhado a gestão da adquirida com os executivos indicados pela adquirente, ou não. A tendência é que a adquirida passe a relatar o negócio adquirido à adquirente como uma subsidiária desta e as metas sejam redefinidas conforme a orientação do plano estratégico. Ou seja, procurar por indicadores de desempenho da F&A em longo prazo e utilizá-los como indicadores de sucesso ou insucesso desta operação parece ser uma atividade quase impossível de ser feita, senão desncessária. Essa poderia ser uma pesquisa interessante de se fazer e depois contestar todas essas estatísticas que continuam a informar que

a taxa de insucesso das operações de F&A é altíssima (maior do que 70%).

Uma outra questão que deriva dessa falta de acompanhamento do desempenho da F&A é o vácuo que fica para os vendedores que têm créditos em haver com os compradores, contas-garantia (*escrow accounts*) ou ativos dados em garantia e não conseguem resolver essas pendências porque, simplesmente, não há uma pessoa responsável pelo lado dos compradores com quem eles possam conversar, passada a fase Integração. Essas situações foram reportadas pelos entrevistados na pesquisa de campo. Eles não devem ser os únicos que passam por uma situação como essa. Assim, seria uma oportunidade de pesquisa interessante no futuro.

Finalizando, o autor entende que a utilização de um processo para a realização de projetos de F&A é um caminho que deve ser adotado pelas empresas participantes do mesmo. A contínua utilização de um processo de aquisição vai contribuir com a melhoria dos mesmos na utilização das empresas que adotam estratégias de crescimento. Também, após a análise desse caso, o autor percebeu que há muito espaço para melhoria. Procurar saber, realmente, o que motiva as empresas adquirentes a participarem desses processos pode ajudar a entender porque essas empresas continuam a fazer 'mau' negócio sabendo que estão pagando mais ao vendedor do que a empresa, realmente, vale ou sabendo que as culturas são tão diferentes que não há como elas coexistirem, harmonicamente, no futuro. As taxas de insucesso relatadas pelos estudiosos do tema apresentam aí seu fundamento. No entanto, o autor entende que isso não faz sentido algum. Faria algum sentido se esse tipo de transação (F&A de empresas), no mercado fosse uma novidade. Não é o caso.

REFERÊNCIAS

Ahmmad, M. F., & Glaister, K. (2013). Pre-acquistion evaluation of target firm and cross border acquisition performance. *International Business Review*, 22(5), 894-904.

Aiello, R. J., & Watkins, M. D. (2000). The Fine Art of Friendly Acquisition. Harvard Business Review,.78(6), 100-107.

Almeida, M. I. R. (no prelo*). Manual do Método de Pesquisa Profissional: Da prática à teoria*. São Paulo.

Andrews, K. R. (1980). *The Concept of Corporate Strategy*. ed. rev., Homewood, IL: Dow Jones-Irwin. 180p.

Angwin, D. N. (2001). Mergers and acquisitions across European borders: national perspectives on preacquisition due diligence and the use of professional advisers*. Journal of World Business*, 36(1), 32–57.

Angwin, D. N., & Meadows, M. (2009). The choice of insider or outsider top executives in acquired companies. *Long Range Planning*, 42, 359–389.

Anslinger, P. A.,& Copeland, T. E. (1996). Growth through acquisitions: A fresh look. Mergers and Acquisitions. *The McKinsey Quarterly*, 2, 97-109.

Anslinger, P. L., Copeland, T. E., & Thomas, E. (1996). Growth through acquisitions: A fresh look. Harvard Business Review, 74, 126–133.

Ashkenas, R. N., Demonaco L. J., & Francis, S.. (1998) Making the deal real: How GE Capital integrates acquisitions. *Harvard Business Review*, 76(1):165-70, 172, 174-8.

Ashkenas, R. N., & Francis, S. (2000). Special leaders for special times. *Harvard Business Review*, 78(6):108-16

Barbopoulos L., & Sudarsanam S. (2012). Determinants of earnout as acquisition payment currency and bidder's value gains. *Journal of Banking & Finance*, 36, 678–694.

Bardin, L. (2002). Análise de conteúdo. Lisboa: Edições 70.

Barros, B. T. (2003) *Fusões e aquisições no Brasil: Entendendo as razões dos sucessos e fracassos*. São Paulo: Atlas.

Bryman, A. (1989). *Research methods and organization studies*. London: Routledge.

Capron, L. (1999) The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*, 20(11), 987-1018.

Cartwright, S, & Cooper, C. L. (1996). *Managing M&A and strategic alliances: Integrating people and cultures*. Oxford: B. Heinemann.

Cumming, D.; Macintosh, J. A (2003). Cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking and Finance*, v(3), 11–548.

Depamphilis, D. M. (2010). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities.* 5th ed. San Diego: Academic Press.

Dresch, A., & Cauchick, M. P. (2015). Análise dos principais métodos de pesquisa empregados para a condução de estudos que abordam a inovação no Brasil. *Revista GEINTEC - Gestão, Inovação e Tecnologias, 5*(4), 2480-2494. doi:10.7198/geintec.v5i4.522

Eisenhardt, K. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(14), 532–550.

Field, A. (2005). How to survive an earnout. *Business Week*. Nova Iorque. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/how_to_survive_an_earnout.pdf>. Acesso em: 13/10/2016

Finkelstein, S., & Haleblian, J. (2002). Understanding acquisition performance: The role of transfer effects. *Organization Science*, 13, 36–47.

Freeman, R. E. (2000). A stakeholder theory of the modern corporation. In: Bowie, N. E., & Beauchamp, T.L. *Ethical Theory and Business*. 6th ed. Local: Prentice Hall College Div.

Galpin, T. J., & Herndon, M. (2007). *The complete guide to mergers and acquisitions*. 2nd ed. San Francisco, CA: Jossey-Bass.

Gil, A. C. (2010) *Como elaborar projetos de pesquisa.* 5. ed. São Paulo: Atlas.

Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, I., & Tarba, S. Y. (2013). Critical success factors through the mergers and acquisitions process: Revealing pre- and post-M&A connections for improved performance. *Thunderbird International Business Review*, 55(1), 13–35.

Gompers, P. A., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstaein D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87, 1-23.

Ghosn, C. (2001). INSEAD Tokyo Forum, November 2001 in Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2010). Joining forces: Making one plus one equal three in mergers, acquisitions, and alliances. 2nd ed. San Francisco: Jossey-Bass.

Graebner M. E., & Eisenhardt K. M. (2004). The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(3), 366-403.

Haspeslagh, P.C., & Jemison, D.B. (1987). Acquisitions: Myths and reality. *Sloan Management Review*, 28, 53–58.

Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. B. (1991). Managing acquisitions: Creating value through corporate renewal. New York, NY: Free Press.

Héau, D (2001). Mania de fusões in Barros, B.T. (organizadora) Fusões, aquisições e parcerias, São Paulo: Atlas, 2001. 184 p. cap.2 p. 53-65

Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management Review*, 11(1), 145–163.

Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2011).*Exploring strategy: –Ttext and cases*. 9th ed. Essex: Prentice Hall.

Jordão, R. V. D., Souza, A. A., & Avelar, E. A. (2014). Organizational culture and postacquisition changes in management control systems: An analysis of a successful Brazilian case. *Journal of Business Research*, 67(4), 542-549.

Kim, K., & Olsen, M. (1999). Managing the corporate acquisition process for success. *Journal of Hospitality Financial Management*, 7(1), 19-34.

King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.

KPMG (2018). Relatório de Pesquisa de Fusões e Aquisições 2017 – 4º Trimestre. Brasil. Disponível em: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/br/pdf/2018/01/br-fusoes-e-aquisicoes-4o-trim-2017.pdf. Acesso em 14/07/2018.

Martin, R. L. (2016). M&A: The one thing you need to get right. *Harvard Business Review*, 78 (6), 42-48

Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2010). Joining forces: Making one plus one equal three in mergers, acquisitions, and alliances. 2nd ed. San Francisco: Jossey-Bass.

Marks, L. M., & Mirvis, P. H. (2011). Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition success. *Journal of Business and Psychology,* 26, 161–168. DOI 10.1007/s10869-011-9219-4

Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação cientifica para ciências sociais aplicadas*. 2. ed. São Paulo: Atlas.

Mazzon, J. A. (1981). Análise do programa de alimentação do trabalhador sob o conceito de marketing social. Tese (Doutorado). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1981. 165 p.

Mintzberg, H. (2005). *O processo da estratégia: conceitos, contextos e casos selecionados*. 4. ed. Porto Alegre: Bookman.

Miranda, MB (2009). Cisão de empresas. Revista Virtual Direito Brasil, 3(1). Disponível em: www.direitobrasil.adv.br/arquivospdf/revista/revistav31/resenhas/ci.pdf. Acesso em 15/03/2018.

Mirvis, P. H., & Marks, M. L. (1994). Managing the merger: Making it work. New Jersey: Prentice Hall.

Mordaunt, J. J., & Pierce, K. M. (2011). Earnout: short-term fix or long-term problem? *Stout Sirius Ross*. Disponível em: http://www.srr.com /article/earnout-short-term-fix-or-long-term-problem. Acesso em 11/11/2016

Oliveira Junior, M. M., & Borini, F. M. (2006). O Centro e as subsidiárias. *RAE Executivo*, 5, 60-65, 2006.

Pablo, A. L., Sitkin, S. B., & Jemison, D. B. (1996). Acquisition decision-making processes: The central role of risk. *Journal of Management*, 22, 723-746.

Pedroso, M. C. (2010). *Um modelo de gestão estratégica para serviços de saúde* (Tese de doutorado, Faculdade de Medicina da Universidade de São Paulo). Programa de Medicina Preventina. Disponível em http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/5/5137/tde-24052011-115333/pt-br.php.

Pessoa, D. T., & Ribeiro, J. G. (2012) A cláusula de *earnout* em contratos de fusões e aquisições. *Levy & Salomão Advogados*, Novembro.. Disponível em: <http://www.levysalomao.com.br/files/publicacao/anexo/20121129172305_bj---novembro-2012---a-clausula-de-earn-out-em-contratos-de-fusoes-e-aquisicoes.pdf>. Acesso em 11/11/2016.

Quah, P., & Young, S. (2005). Post-acquisition management: A phases approach for cross-border M&As. *European Management Journal*, 23(1), 66–75.

Quinn, J. B. (1978). Strategic change: Logical Incrementalism. *Sloan Management Review* 20(1), 7-21.

Rosen, C. A. (2010). Managing corporate governance issues in M&A. *Inside the Minds*.

Schwienbacher, A. (2005) An empirical analysis of venture capital exits in Europe and the United States. EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, 2005. Disponível em. <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302001>. Acesso em 2/1/2017.

Senn, L. (1992). Cultura. In: Key, S. L. Guia da Ernst & Young para administração de fusões e aquisições. Rio de Janeiro: Record p. 17-31.

Stahl, G., Larsson, R., Kremershof, I., & Sitkin, S. B. (2011) Trust dynamics in acquisitions: A case survey. *Human Resource Management*, 50 (5). 575-603.

Sorensen, M. (2007). How smart is smart money? Two-sided matching model of venture capital. *Journal of Finance*, 62(6), 2725–2762.

Stefanowski, Robert (2007). *Making M&A deals happen*. Ney York: McGraw-Hill Education.

Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions: The challenges: An integrated and international perspective*. London: Financial Times–Prentice Hall.

Teerikangas, S., Very P., & Pisano V. (2011). Integration managers' value-capturing roles and acquisition performance. *Human Resource Management*, 50(5), 651–683.

Vermeulen, F., & Barkema, H. (2001). Learning through acquisitions. *Academy of Management Journal*, 44(3), 457-476.

Very, P., & Shweiger, D. M. (2001). The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals. *Journal of World Business*, 36(1), 11–31.

Yarshell, J. (2011). *Resultados de processo de fusões e aquisições de empresas no Brasil entre 2007 e 2011* (TCC - Trabalho de Conclusão de Curso, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo). 2011. 55p.

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

APÊNDICE

APÊNDICE 1: Protocolo de pesquisa

PROTOCOLO DE PESQUISA

Tema: Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição

Empresa: ( ) Vendedora Brasileira ( ) Compradora Multinacional
Entrevistado: _____
Data: _____/_____/_____.

Tema 1 – Perfil do entrevistado
- Cargo, função e responsabilidades atuais e anteriores? - Qual foi seu envolvimento no projeto F&A?
Tema 2 – Fase Zero: Antecedentes do Processo de Aquisição
- Como a empresa se preparou para o processo de aquisição?
Tema 3 – Fases do Processo de Aquisição
- Qual foi a motivação para a compra/venda da empresa X? - Quais foram os principais problemas decorrentes do processo de F&A? - O processo de aquisição foi bem conduzido? Por que? - Quais foram as questões de governança no processo de F&A?
Tema 4 – Fase I: Pré-aquisição
- Quais foram as suas expectativas com o Processo de *Due Diligence*? - Quais foram os pontos principais mencionados na negociação? - Quais pontos foram inegociáveis, no fechamento do negócio? - Quais foram as condições estabelecidas para a realização dos *earn outs*? - Quais foram os FCS na fase Pré-aquisição?
Tema 5 – Fase II: Estruturação
- Quais foram os FCS na fase estruturação?
Tema 6 – Fase III: Integração
- Quais ações estratégicas / táticas mais importantes foram tomadas após a aquisição que a impactaram? - Quais investimentos necessários ao desenvolvimento do negócio foram realizados na empresa? - Existiu um gerente de integração? Quem foi esta pessoa? - Quais foram os FCS na gestão pós-aquisição (Integração)?
Tema 7 – Fase IV: Assimilação
- Quais os pontos positivos/negativos pós-integração? Por que? - Quais foram ou são os indicadores de desempenho da F&A? - Quais foram os FCS na fase Assimilação?
Tema 8 – Fatores Críticos de Sucesso
- Como você considera a aquisição da empresa X: Sucesso ou Insucesso? Por que? - Outros pontos positivos ou negativos que queira comentar?

APÊNDICE 2

CARTA DE APRESENTAÇÃO

São Paulo, 26 de março de 2018

Prezado Sr. Belmiro Tavares da Silva,

Por meio desta, apresentamos o acadêmico Marcelo Tavares da Silva, aluno do Mestrado Profissional em Empreendedorismo (MPE) da Faculdade de Economia, Administração, e Contabilidade da Universidade de São Paulo, devidamente matriculado nesta Instituição de ensino, para o período de 2016 a 2018, que está realizando a pesquisa intitulada "Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional: estudo de caso", sob a orientação do Prof. Dr. Marcelo Caldeira Pedroso.

O objetivo do estudo é identificar e analisar os fatores críticos de sucesso do processo de aquisição de empresa brasileira por uma multinacional.

Na oportunidade, levamos ao seu conhecimento que a pesquisa será realizada através da coleta de dados por meio de entrevista individual com alguns dos principais participantes do processo de aquisição, dentre as quais você se encontra. Queremos informar que o caráter ético desta pesquisa do mestrado *stricto sensu* assegura a preservação da identidade das pessoas participantes e das empresas pesquisadas.

Uma das metas para a realização deste estudo é o comprometimento do pesquisador em possibilitar, aos participantes, um retorno dos resultados da pesquisa. Solicitamos ainda a permissão para a divulgação desses resultados e suas respectivas conclusões, em forma de pesquisa, preservando sigilo e ética, conforme termo de consentimento livre que será assinado pelo participante. Esclarecemos que tal autorização é uma pré-condição.

Em anexo, encaminhamos o "Esclarecimentos sobre o Termo de Consentimento", o "Termo de Consentimento" que deverá ser assinado pelo entrevistado e o "Protocolo de Pesquisa" que é um roteiro orientador das perguntas que serão realizadas na entrevista.

Agradecemos vossa compreensão e colaboração no processo de desenvolvimento deste profissional e da iniciação à pesquisa científica em nossa instituição.

Em caso de dúvida, você pode procurar a coordenação do MPE da FEA/USP, pelo telefone: (11) 3818-4092 ou pelo e-mail: mpe@usp.br

Atenciosamente,

Prof. Dr. Marcelo Caldeira Pedroso

Professor orientador e Coordenador do

Mestrado Profissional em Empreendedorismo (MPE) - FEA/USP (2018/2019)

APÊNDICE 3

Esclarecimentos sobre o Termo de Consentimento

Prezado Senhor Belmiro Tavares da Silva

Você está sendo convidado a participar como voluntário na pesquisa vinculada ao projeto específico de mestrado profissional em Empreendedorismo (MPE) da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), desenvolvido pelo aluno Marcelo Tavares da Silva, com orientação do prof. Dr. Marcelo Caldeira Pedroso. A pesquisa é intitulada "Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional: estudo de caso".

- O método de coleta de dados será a entrevista, que tem duração prevista de 45 a 60 minutos e será do tipo semiestruturada, com base em um roteiro com perguntas fechadas (respostas sim ou não) e abertas (respostas livres) e que serão realizadas conforme a construção das respostas.

- A entrevista será registrada por meio de gravação para fins de transcrição e documentação, que é um dos requisitos formais deste meio de coleta de dados para fins acadêmicos e de veracidade da realização da mesma. Caso necessite que algum trecho não seja gravado, por favor, solicite que o gravador seja desligado ou que o trecho gravado seja apagado, posteriormente. Caso queira uma cópia da gravação registrada, esta poderá ser fornecida *a posteriori*.

- Você é livre para interromper a pesquisa a qualquer momento, sem prejuízo algum. Suas respostas serão analisadas juntamente com as respostas dos demais participantes, zelando sempre pela confidencialidade e manutenção do anonimato da sua participação.

- Qualquer informação em que você se sinta desconfortável em revelar, não a revele.

Você está recebendo uma cópia deste "Esclarecimentos" e do "Termo de Consentimento" no e-mail indicado por você.

Caso esteja de acordo com os termos acima, por favor, assine o Termo de Consentimento (próxima página) aceitando assim, participar da pesquisa

APÊNDICE 4

TERMO DE CONSENTIMENTO

Eu _____ portador do RG. Nº _____, CPF: _____ aceito participar da pesquisa intitulada "Fatores críticos de sucesso no processo de aquisição de empresa brasileira por multinacional: estudo de caso", desenvolvida pelo acadêmico/pesquisador Marcelo Tavares da Silva e permito que obtenha fotografia, filmagem ou gravação de minha pessoa para fins de pesquisa científica. Tenho conhecimento sobre a pesquisa e seus procedimentos metodológicos, que me foram explicados pelo pesquisador.

Autorizo que o material e informações obtidas possam ser publicados em aulas, seminários, congressos, palestras ou periódicos científicos. Porém, não deve ser identificado por nome da pessoa entrevistada ou empresa pesquisada, em qualquer uma das vias de publicação ou uso.

As fotografias, filmagens e gravações de voz ficarão sob a propriedade e guarda do pesquisador pertinente ao estudo.

São Paulo, 26 de março de 2018

_____

Belmiro Tavares da Silva

Acadêmico/Pesquisador: Marcelo Tavares da Silva
Professor Orientador: Marcelo Caldeira Pedroso
Pesquisa realizada através do aplicativo Skype.