

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

RICARDO ARANTES COTRIM

**FATORES NÃO ECONÔMICOS QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE
VENDA EM PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES DE
EMPRESAS**

SÃO PAULO

2004

FATORES NÃO ECONÔMICOS QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE VENDA EM PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre de Administração de Empresas.

Campo de conhecimento: Psicologia Econômica

Orientador: Prof. Dr. Sigmar Malvezzi

SÃO PAULO

2004

Cotrim, Ricardo Arantes.

Fatores não econômicos que influenciam a decisão de venda em processos de fusões e aquisições de empresas / Ricardo Arantes Cotrim. - 2005.

58 f.

Orientador: Sigmar Malvezzi.

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas – Fusão e incorporação. 2. Empresas – Venda. 3. Empresas – Venda – Processo decisório. 4. Empresas – Fusão e incorporação – Processo decisório. I. Malvezzi, Sigmar, II. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 65.016.4

RICARDO ARANTES COTRIM

**FATORES NÃO ECONÔMICOS QUE INFLUENCIAM A DECISÃO DE
VENDA EM PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES DE EMPRESAS**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre de Administração de Empresas.

Campo de conhecimento:
Cadeia de Suprimentos

Data de Aprovação

___/___/_____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Sigmar Malvezzi (Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. José Roberto Eloani
FGV-EAESP

Profa. Dra. Flávia Feitosa Santana
Centro Universitário SENAC

AGRADECIMENTOS

Agradeço de forma muito especial ao Professor Sigmar pelo apoio, indicações, críticas, orientação, conselhos, trocas de idéia, incentivo, reflexões conjuntas....

Agradeço a minha esposa, Lígia, pelos incentivos dados para a finalização desta dissertação e pela paciência por meus vários períodos de ausência ao longo do curso, e pelas minhas infundadas reclamações e lamentos nos momentos de desânimo.

Agradeço aos meus pais que sempre foram incentivadores dos meus esforços para meu crescimento intelectual, e que ao longo de suas vidas dedicaram-se com afinco para poder prover o que de melhor acreditavam na busca de meu aperfeiçoamento.

Agradeço a equipe da Guarita & Associados, pela compreensão em relação as minhas diversas ausências e, em especial ao Dario pelo apoio e incentivo para a conclusão deste mestrado. Assim como em relação a minha esposa, agradeço pela paciência de minhas reclamações e lamentos.

Agradeço aos meus colegas de curso, em especial Tina, DG, Tiago, Cordeiro e Cadu pelo apoio, pelas conversas e pelos desabafos ao longo do curso.

Agradeço aos meus entrevistados que colaboraram de forma decisiva fornecendo informações valiosas para o desenvolvimento deste trabalho.

Resumo

O objetivo deste trabalho é identificar a participação de fatores que influenciam as decisões num processo de venda de empresas, mas que não são fatores relacionados a aspectos técnicos tais como preço, forma de pagamento e congêneres, que naturalmente levam as pessoas a não realizarem diversas transações como por exemplo, venda de carros, compra de móveis, de alimentos e outras transações que são realizadas freqüentemente no dia a dia dos indivíduos.

É notório, especialmente pelas pessoas envolvidas nesse tipo de negociação, que ao longo desses processos vários são os fatores que influenciam os vendedores em sua decisão quanto a idéia de vender, ou mesmo, quanto a aceitação de eventuais propostas de compra. É exatamente a identificação de quais são esses fatores que se buscará com a conclusão deste trabalho.

Abstract

This dissertation aims at exploring and identifying reasons that influence the decision of selling or not a company. That particular aim is not related to the technical aspects such as price and means of payment but the non-technical ones such as psychological and political features, which naturally drive the owner to break the negotiations and cease the transaction. The sale of a company brings about variables, which are not found in other transactions such as of cars, real state or food.

It's well known, especially by people involved in this kind of transaction that during the negotiation process many are the reasons and/or drivers that influence the sellers on their selling ideas or even their acceptance on purchasing proposal. This dissertation discusses this issue by trying to identify the non-rational reasons that influence the seller and that many people call as irrational behavior.

Sumário

Resumo.....	6
Abstract	7
Sumário	8
I - INTRODUÇÃO.....	9
1.1 Objetivo	10
1.2 Justificativa	10
II – CONTEXTUALIZAÇÃO TEÓRICA	15
2.1 Área de Conhecimento	16
2.2 Posicionamento Histórico.....	17
2.3 Ecos por Mudanças	21
2.4 Uma discussão acerca de alguns fatores já constatados	23
2.5 Uma Perspectiva de como se desenvolve uma operação de Fusão e/ou Aquisição.....	26
III - A PESQUISA EMPÍRICA: Um estudo empírico sobre a existência de fatores não econômicos que influenciam a decisão de venda em processos de fusões e aquisições de empresas.	33
3.1 Estratégia	34
3.2 Metodologia.....	35
3.2.1 Sujeitos:	35
3.2.2 Método:.....	36
3.2.2.1 Roteiro de Pesquisa:	36
3.2.2.2 O tratamento dos dados:.....	37
3.3 Resultados:.....	38
3.3.1 Caso A	38
3.3.2 Caso B.....	39
IV - DISCUSSÃO E CONCLUSÃO	41
4.1 O Valor Econômico não é Tudo	42
4.2 A evolução das idéias da academia acerca do comportamento do homem econômico.	43
4.3 Conclusão	44
V – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46
ANEXO I	51
CASO A	52
CASO B.....	56

I - INTRODUÇÃO

1.1 Objetivo

O objetivo deste trabalho é identificar a participação de fatores que influenciam as decisões no processo de venda de empresas, mas que não são fatores relacionados a aspectos técnicos tais como preço, forma de pagamento e congêneres, que naturalmente levam as pessoas a declinarem, ou seja, não realizarem diversas transações tais como venda de carros, compra de móveis, de alimentos e outras transações que são realizadas freqüentemente no dia a dia, mas que são fatores que tem influência determinante para a conclusão de uma transação comercial de venda de empresas.

1.2 Justificativa

Um pressuposto essencial para se entender o propósito deste trabalho é a consideração da empresa como uma unidade geradora de valor, sendo que por valor, entende-se riqueza financeira para o acionista e/ou proprietário (Fama, Barros, Silveira, 2001) e que, portanto, uma rejeição a uma determinada oferta que se mostre tecnicamente justa, estará contrariando esse pressuposto. Em outras palavras, isto significa que no momento de uma oferta onde se possa constatar através de metodologias de avaliação aceitáveis tecnicamente, que do ponto de vista do vendedor essa empresa gerará para ele "X" em riqueza, e que a proposta recebida está pagando para ele esse "X" ou mais, ele deveria aceitar. Porém, a pratica não mostra isso. É uma explicação do(s) porquê(s) tal fenômeno ocorre que se buscará evidenciar como conclusão deste trabalho.

Uma condição de toda a transação comercial objeto de estudo desse trabalho é de ter sido concluída ou não, em razão de tomada de decisão pelo proprietário da empresa e não por executivos, já que, os fatores motivacionais de executivos contratados, em muitas vezes, divergem daqueles dos acionistas.

O problema da divergência de objetivos entre executivos e acionistas é abordado sob a denominação de *Teoria da Agência*, o qual é apresentado da seguinte forma pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC: “Na teoria econômica tradicional, a

*governança corporativa*¹ surge para superar o chamado *conflito de agência*, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O *principal*, titular da propriedade, delega ao *agente* o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. A teoria da agência tem como um de seus desafios, criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas” (Milgrom e Roberts, 1992). Acrescentam a isso que “a relação entre agentes e principal ocorre num ambiente de assimetria de informações e potencial comportamento oportunista, em muitos momentos, pode ocorrer a transferência de riqueza do principal para os agentes em razão dos custos de transação implicitamente definidos por esses contratos”.

Portanto, os problemas passíveis de influenciar uma decisão de venda, analisados no contexto da *Teoria da Agência*, não estarão influenciando as análises apresentadas. Sem realizar qualquer tipo de julgamento, vale ressaltar que é notório o fato de que muitas vezes, executivos tomam decisões muito mais preocupados com a manutenção de seus cargos ou de vitórias em relação a disputas políticas dentro das organizações, do que com o benefício próprio dos acionistas ou da empresa.

Um aspecto interessante para ser esclarecido em relação à abrangência deste trabalho é a razão da pesquisa empírica apresentada no Capítulo III focar exclusivamente a tomada de decisão pela parte vendedora. O motivo para isto advém da experiência do autor, que dispõe de evidências de que, na maioria dos casos, a parte compradora tende a agir com maior racionalidade, ou seja, tem sua decisão tomada muito mais em razão do que é demonstrado através de análises técnicas de projeções de resultados futuros para a empresa foco da transação. Não se nota na parte compradora significativa influência de “drivers” não econômicos que direcionam suas decisões.

¹ Governança Corporativa é um campo da economia que investiga como empresas podem atingir maior eficiência pelo uso de estruturas institucionais como contratos, arquitetura institucional e regulamentação. Decisões são geralmente limitadas por valores dos acionistas, i.e., como donos de empresas podem motivar ou assegurar que administradores serão capazes de viabilizar uma taxa de retorno competitiva. (Henrik Mathielsen, Copenhagen Business School, 1999 por IBGC).

Governança Corporativa é o sistema que permite aos acionistas ou cotistas o governo estratégico de sua empresa e o efetivo monitoramento da direção executiva. As ferramentas que garantem o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal. (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC).

Para ilustrar essa aparente falta de racionalidade por parte do vendedor, tem-se o relato² de um experiente profissional que trabalha no assessoramento de operações de Fusões e Aquisições, que após mais de um ano de trabalho junto a determinado vendedor de uma empresa, num momento em que diversas etapas difíceis de serem alcançadas, conforme o leitor poderá melhor compreender a partir da explicação destas etapas que serão apresentadas no Capítulo - II (seção 2.5), o vendedor, sabidamente interessado na venda, mesmo porque já havia incorrido em elevados custos financeiros e de tempo até o momento em questão, abortou o processo de forma inexplicável, momentos antes de o potencial comprador realizar sua oferta. Ou seja, a partir daquele momento o vendedor nada mais precisaria fazer e / ou despendar para receber uma oferta, a qual ele estava totalmente livre para decidir sobre sua aceitação ou não, e abruptamente decidiu por não querer ouvir a oferta. Semanas depois, o vendedor alegou que havia se cansado um pouco, mas que até aceitaria uma proposta que fosse interessante, mais uma vez, portanto, agindo de forma totalmente irracional, dado que nem os parâmetros em relação ao que seria uma oferta interessante tinham sido previamente definidos.

Referindo-se ao parágrafo anterior, a idéia de "drivers" implica no que é conhecido como *Fatores Intervenientes* em uma negociação. *Fatores Intervenientes* são inúmeros, e podem se estender desde interferências que o meio cause no momento de uma tomada de decisão, apresentando-se, portanto, com um fator totalmente exógeno ao indivíduo, até um eventual mal estar que o vendedor possa sentir e que, portanto, estará intervindo naquela decisão. O que se conclui, portanto, é que toda negociação é realizada sob a influência de *Fatores Intervenientes*. Considerando-se o perfil de decisão aqui estudado, esses não são fatores momentâneos que estarão atuando, mas sim, estruturais como, por exemplo, a carga cultural de um indivíduo, suas experiências vividas, suas expectativas de futuro e a faixa etária entre outros. (Corrêa, 2003).

Um outro aspecto relevante a ser considerado na leitura desta dissertação é quanto à característica das empresas transacionadas, ou melhor, vendidas. As transações ora consideradas como objeto de estudo, envolvem empresas que não possuem seu controle acionário negociado em bolsa de valores, sendo, portanto, controladas diretamente por

² Relato apresentado durante os debates que ocorreram em uma reunião de negócios presenciada pelo autor.

pessoas físicas e seus familiares. Este fato cria nessas empresas um problema que é chamado de “falta de liquidez”. Quando uma empresa é negociada em bolsa, eventuais compras e vendas de suas ações podem ser realizadas diariamente, ou seja, ela possui “liquidez”. Para fazer uma analogia, isto é como vender um carro popular, a qualquer momento você tem compradores e vendedores a um preço que é facilmente conhecido no mercado. Se este não é um carro popular, mas um modelo antigo tido como raridade, você não encontra compradores e vendedores a todo o momento e, o preço não é de facilmente encontrado, terá que ser um preço negociado especificamente entre as partes. Portanto, a tomada de decisão com relação à compra de uma empresa com essa característica não será passível de ser desfeita, ou seja, aquele investimento não é facilmente DESINVESTIDO, o que tem sido chamado de “não ter liquidez”. Da mesma forma, o indivíduo que vende uma empresa que não é transacionada em bolsa, dificilmente poderá recomprá-la depois. O mais importante aqui é dizer que a venda de uma empresa é uma decisão única não passível de anulação. Quando se vende um carro, uma bicicleta ou uma mesa, se pode até arrepender-se e recomprá-los, se não exatamente o mesmo bem, mas um outro muito semelhante, no dia seguinte, por preço também semelhante. Quando se fala de empresas, não se pode realizar tal recompra e, se é manifestado muito interesse por essa recompra, provavelmente ter-se-á que pagar muito mais por ela comparativamente ao preço de venda inicialmente praticado. Nesse sentido uma empresa é como uma jóia de família feita sob encomenda.

Estes fatos e constatações levantam a questão da identificação de “quais são os fatores não econômicos que estão presentes numa decisão de venda de empresa?”. Tal questão ganha ainda mais valor quando se constata qual a forma de comportamento esperada dos atores / agentes econômicos (indivíduos em suas atividades de natureza econômica e comercial), definida pelas teorias econômicas dos últimos séculos através de seus autores mais expoentes, os quais defenderam por muitos anos e ao longo do desenvolvimento de várias *Escolas de Pensamento* até praticamente as últimas décadas do século XX, a existência de um “homo economicus”.

Tais idéias serão exploradas nos próximos capítulos de forma a realizar uma análise e possibilitar a estruturação de um raciocínio que permita compreender como a inquietação perante as questões históricas e teóricas acima mencionadas tem se desenvolvido. Esse desconforto leva a criação de novas linhas de pensamento, as quais serão, conjuntamente com

as informações obtidas através de uma pesquisa empírica ora desenvolvida, os elementos chave para a análise apresentada na conclusão deste trabalho.

A dissertação ora apresentada foi estruturada em 5 (cinco) capítulos principais, mais 1 (um) anexo com a transcrição das entrevistas realizadas para a pesquisa empírica.

Na introdução é apresentado o tema central dessa dissertação e alguns dos pressupostos por ela admitidos como base para sua estruturação.

No segundo capítulo, chamado de Contextualização Teórica, é apresentado o campo de conhecimento acadêmico que a problemática apresentada está inserida, bem como alguns fatos históricos que possibilitam, ao leitor compreender o porquê tal problemática gerou despertou no autor o desenvolvimento do tema.

No terceiro capítulo, chamado de A Pesquisa Empírica, é descrita a forma que se utilizou para a estruturação e o desenvolvimento de uma pesquisa empírica, que possibilitou a obtenção de informações de grande valor para as conclusões e discussões ora apresentadas.

No quarto capítulo, Discussão e Conclusão, são apresentados os resultados obtidos com a pesquisa empírica relatada no Capítulo anterior, e confrontado o conteúdo teórico em com os resultados da pesquisa empírica. Para finalizar, realizar-se-á a conclusão do aprendizado possibilitado por esta dissertação.

O quinto capítulo contém as referências bibliográficas e, por fim, encontra-se um anexo contendo a descrição das entrevistas realizadas durante a pesquisa empírica.

II – CONTEXTUALIZAÇÃO TEÓRICA

Uma Análise de Elementos Históricos e Teóricos do Comportamento
dos Indivíduos como Atores dos Processos Econômicos

2.1 Área de Conhecimento

A área de estudo acadêmica que aborda o tema relacionado a este trabalho é nova no Brasil e um pouco mais adiantada nos EUA e Europa. Ela é chamada de *Economic Psychology* ou *Psicologia Econômica* (Lewis, 1995). Outra denominação frequentemente mencionada na literatura é *Finanças Comportamentais* (*Behavioral Finance*), que consiste na incorporação da psicologia e da sociologia à economia, para explicar as decisões financeiras dos indivíduos. Essa nova área de estudos começou a se tornar mais evidente a partir do final da década de 70 com as pesquisas desenvolvidas por Kahneman e Tversky e hoje encontra vários mentores tais como James Poterba (MIT), Robert Shiller (Yale), Richard Thaler (Chicago), David Laibson e Andrei Shleifer (Harvard), os quais focam suas pesquisas no estudo comportamental dos indivíduos, frente às diversas situações de tomadas de decisões que estes realizam diariamente.

Conforme é definido por Daniel Yabe Milanez em seu trabalho *Finanças Comportamentais no Brasil*: "Episódios especulativos nos mercados financeiros em que a teoria neoclássica tradicional falha em explicar o movimento nos preços dos ativos têm sido recorrentes na história. Apesar das evidências dessas anomalias, a abordagem neoclássica e as suposições de expectativas racionais e de mercados eficientes ainda prevalecem nas análises sobre finanças. Essa visão baseia-se no pressuposto de agentes representativos que atuam sob racionalidade ilimitada, tomando decisões de acordo com a teoria de utilidade esperada e formando expectativas não-viesadas sobre eventos futuros. Assim, os preços nos mercados financeiros incorporariam todas as informações disponíveis, sendo simultaneamente a melhor estimativa do valor fundamental dos ativos negociados. Argumenta-se que o pressuposto da racionalidade ilimitada seria ainda mais apropriado para os mercados financeiros, uma vez que é operado por profissionais capacitados e as informações se disseminam rapidamente e a baixo custos". Como se pode notar, surge da necessidade de explicar a aparente falta de racionalidade nas decisões tomadas nos mercados de ações, um dos mais instigantes pilares nos tempos modernos para o desenvolvimento de pesquisas nesta nova área de estudo.

No que se refere ao tema estudado por este trabalho, indivíduos que têm comprado ou tentado comprar uma empresa ou mesmo profissionais que trabalhem no assessoramento dessas operações comerciais conhecidas como Fusões & Aquisições, comentam de forma dispersa e

estão constantemente buscando explicar o aparentemente inexplicável, ou seja, identificar "desvios" que interrompem ou impedem a realização de venda de empresas, muitas vezes baseados em razões por eles desconhecidas, mas que se apresentam como fatores de fundamental importância dado o impacto que provocam nas negociações.

2.2 Posicionamento Histórico

A principal consequência dessas novas teorias é a dúvida quanto à existência de um "Homo Economicus" (Homem Econômico), que é inclusive abordado na declaração da Academia Real Sueca de Ciências que justifica a premiação de Daniel Kahneman e Vernon Smith para o Prêmio Nobel de Economia de 2002:

“Traditionally, economic theory has relied on the assumption of a "homo economicus", whose behavior is governed by self-interest and who is capable of rational decision-making. Economics has also been regarded as a non-experimental science, where researchers – as in astronomy or meteorology – have had to rely exclusively on field data, that is, direct observations of the real world. During the last two decades, however, these views have undergone a transformation. Controlled laboratory experiments have emerged as a vital component of economic research and, in certain instances, experimental results have shown that basic postulates in economic theory should be modified. This process has been generated by researchers in two areas: cognitive psychologists who have studied human judgment and decision-making, and experimental economists who have tested economic models in the laboratory. This year’s prize is awarded to the innovators in these two fields: **Daniel Kahneman and Vernon Smith**³”

³ “Tradicionalmente, a teoria econômica tem confiado na existência de um "homo economicus", cujo comportamento é determinado por interesse próprio e que é capaz de tomar decisões racionalmente. A economia também tem sido lembrada como uma ciência não experimental, em que pesquisadores —como em astronomia ou meteorologia — têm tido de confiar exclusivamente em dados de campo, isto é, observações diretas do mundo real. Durante as últimas duas décadas, entretanto, essas visões passaram por uma transformação. Experimentos laboratoriais controlados emergiram como componentes vitais da teoria econômica e, em certas situações, resultados experimentais mostraram que postulados básicos na teoria econômica deveriam ser modificados. Esse processo tem sido gerado por pesquisadores em duas áreas: a de psicólogos cognitivos que têm estudado o julgamento humano e tomadas de decisões e a de economistas experimentais que têm testado modelos econômicos em laboratório. O prêmio deste ano é conferido para inovadores nesses dois campos: Daniel Kahneman e Vernon Smith”. (Folha de São Paulo, 26/11/2002)

Para tentar evidenciar a importância de tal reconhecimento não só com relação a essa nova área de pesquisa no desenvolvimento das ciências econômicas, mas também para a compreensão do papel econômico dos indivíduos na sociedade econômica, apresentar-se-ão alguns dos principais pensadores, que de forma teórica ou empírica desenvolveram pesquisas relacionadas ao tema, as quais criaram o conceito "homo economicus". Cabe ressaltar que tal conceito está amplamente amparado na noção da sociabilidade e individualismo dos indivíduos.

Entende-se por individualismo metodológico, a teoria que considera o indivíduo como a unidade de análise fundamental, a partir da qual se constrói a lógica do pensamento neoclássico. Há, neste caso, um reducionismo teórico no qual o sistema social nada mais é que a soma dos indivíduos que o compõem. O conjunto dos indivíduos e as interações entre eles não apresentam interesse e não são, portanto objeto de análise (Sampson, 1986, p. 591). É interessante acrescentar-se à discussão do individualismo, a abordagem elaborada por Friedrich A. Hayek em sua obra *O Caminho da Servidão* (1944) referida no site do Instituto Liberal: “O individualismo não parte do pressuposto de que o homem seja egoísta. Parte do fato incontestável de que os limites dos nossos poderes de imaginação nos impedem de incluir em nossa escala de valores mais que uma parcela das necessidades da sociedade inteira. Tal escala só pode existir na mente de cada um; segue-se então que apenas existem escalas parciais de valores”.

A partir da abertura do campo da economia como uma disciplina dissociada da política e do direito, apresentada no "Segundo Tratado do Governo Civil" publicado pelo filósofo inglês John Locke em 1689 onde se apresentava que a economia se baseia na livre relação entre indivíduos autônomos, que não deverá ser violada, depois, pelo Estado. O individualismo, nessa visão, está necessariamente atrelado à concepção liberal da sociedade e da economia.

Surgem com isso as duas vertentes de pensamento que se unirão mais tarde no conceito de "homo economicus": o campo "econômico", visto como independente do político e do jurídico, esfera primeira da sociabilidade; e o "homem", definido como indivíduo autônomo, célula constitutiva da sociedade. Conforme é escrito por Jorge Grespan em matéria elaborada especialmente para a Folha de São Paulo em 26/11/2002: "... é devido a esse contexto que se entende o fascínio exercido pela história de Robison Crusóé (do escritor inglês Daniel Defoe, de 1719) sobre tantas gerações de economistas que, até o século XIX, não deixavam faltar em

seus livros a imagem do homem solitário na ilha (fig. 1), capaz de conter em si a racionalidade econômica de toda a sociedade e de reproduzi-la eficazmente, garantindo sua sobrevivência física e psíquica na ausência de convívio social." Dessa forma fica evidente como um conceito tido como muito distante da realidade nos dias atuais, permaneceu presente de forma tão contundente nos últimos século, principalmente entre os grandes pensadores.



Figura 1. Imagem do homem solitário na ilha.

Em 1776, com a obra "Riqueza das Nações" o pensador Adam Smith cria a famosa imagem da "mão invisível" o que nada mais é do que a análise do individualismo em seu extremo. Ele afirmava que só o egoísmo dos agentes econômicos é que permitiria as forças do mercado encontrarem a distribuição mais adequada dos recursos. Por outro lado, ele afirma também que o mercado funcionaria imperfeitamente se os indivíduos agissem influenciados por considerações éticas ou políticas, isto é, por motivos não econômicos, levados pela generosidade ou por qualquer outro impulso afetivo fora da estrita racionalidade de seus interesses particulares. É interessante notar aqui o início de uma percepção, ainda não de

forma tão clara, que as decisões poderiam ser influenciadas por questões de outra natureza além das razões econômicas.

David Ricardo, "sucessor" de Smith, mantém a linha de raciocínio baseada no individualismo desenvolvida por seu mestre ao publicar "Princípios de Economia e Tributação" em 1817 apesar do aperfeiçoamento na teoria do valor-trabalho de Smith, conforme a qual o valor de troca de uma mercadoria e, em última análise seu preço, seria determinado apenas pela quantidade de trabalho necessária para produzi-la.

Somente no fim do século XIX, com a elaboração pelos autores Willian Stanley Jevons e Alfred Marshall da teoria valor-utilidade, pela qual o preço que uma pessoa estaria disposta a pagar por um bem seria definido pela utilidade que uma porção extra desse bem teria para ela, e o conseqüente advento do que se chamou Teoria Neoclássica, é que o conceito do "homo economicus" pelas características a ele atribuídas e mesmo o nome próprio são definidos. Essa teoria foi a base de toda a microeconomia até muito recentemente.

Um outro importante ícone do desenvolvimento das teorias econômicas, que de certa forma abordou variáveis de psicologia social em seus estudos foi o formulador da "Teoria Geral" de 1936 e pai do que é conhecido como Macroeconomia, John Maynard Keynes, através da adoção dos conceitos de *propensão* a consumir e a poupar. Keynes associou a quebra da Bolsa de Nova York (1929) à mentalidade americana, mais afeita a apostas e ao risco. Mas, para ele, esse fator poderia, no máximo, agravar ou acelerar um processo cuja origem fosse eminentemente social.

Na contracorrente crítica de todo esse desenvolvimento da ciência econômica, o alemão Karl Marx se apresentou como seu maior expoente, criando o que se convencionou chamar de marxismo. Sua obra apresentava uma filosofia revolucionária que procurava demonstrar as contradições internas da sociedade de classes e as exigências de superação.

Na segunda metade do século XX, questionamentos sobre as características básicas do "homo economicus" se tornaram mais contundentes assim como críticas em relação ao conceito de maximização de utilidade.

Lea, Tarry e Webley, (1987, apud *The New Economic Mind*) mostraram que qualquer comportamento que é consistente pode ser descrito como maximizando algo. Mesmo se pessoas comportam-se de forma clara a maximizar a utilidade, ainda deve-se entender o mecanismo psicológico pelo qual seu comportamento é baseado.

Dois dos mais reconhecidos psicólogos que contribuíram para a economia foram Herbert Simon, ganhador de um Prêmio Nobel em economia e o psicólogo húngaro-americano George Katona. A RACIONALIDADE, como uma parte do “homo economicus”, pode apresentar significado diferente para diferentes pessoas. Simon utiliza-se de uma idéia que divide esta RACIONALIDADE em “substantiva” e “processual”. A primeira é um conceito mais utilizado entre os economistas e refere-se à realização de determinados objetivos dentro de limites impostos por condições específicas, porém, dentro destes limites o consumidor racional persegue interesses particulares e maximiza a utilidade. No caso da racionalidade processual, ela é mais entendida pelos psicólogos como as questões internas dos indivíduos. George Katona desenvolveu o conceito de “medida de expectativa subjetiva” pelo qual ele afirma que pessoas adquirem bens e, portanto tomam importantes decisões econômicas, simplesmente pelo fato de acharem que é o momento para fazê-las, quando seus “sentimentos” de consumidores estão favoráveis. Esta forma de entender o comportamento do consumidor, diferentemente dos economistas que utilizam variáveis tais como taxa de inflação e juros, emprego e etc., fez com que ele ao aplicar um questionário junto a uma amostra de consumidores, previsse em 1946 que a economia americana entraria num período de prosperidade enquanto os economistas previam anos de recessão.

2.3 Ecos por Mudanças

Para finalizar esta contextualização e esta abordagem histórica, apresentadas na seção anterior, as quais possibilitam perceber que além da complexidade do tema ao qual este trabalho está dedicado, que a questão aqui abordada situa-se no apogeu de um processo evolucionário que tem ocorrido através da reformulação de idéias aceitas com naturalidade ao longo da história, o autor deseja aproveitar este espaço para evidenciar, através da abordagem realizada pelo autor Edward Fullbrook em seu recente livro *A Guide to What's Wrong with Economics*, o anseio demonstrado pela sociedade em relação à busca de novas explicações que devem ser objetivadas pelos pensadores, sobre o que de fato vem ocorrendo nas sociedades e na conduta dos indivíduos perante as atividades econômicas. O autor inicia

afirmando que a teoria neoclássica aborda muito bem certos campos da economia, porém, não tem capacidade para fazer isso com uma grande quantidade de outros campos. Ao mesmo tempo, por ela ser predominante no Currículo das faculdades, e explicar de forma inadequada a economia atual, a Teoria Neoclássica tem tentado oprimir a divulgação de novas idéias e teorias que possam suprimi-la. Para manter-se nesta situação de “mainstream economics” corrente principal, os economistas neoclássicos, desde 1960, têm agido para bloquear a possibilidade de economistas não-neoclássicos trabalharem em departamentos de economia das universidades assim como de evitar que eles publiquem trabalhos em periódicos. Ao mesmo tempo, eles têm aumentado a formalização de suas teorias, tornando-as irrelevantes para o entendimento da economia atual. Recentemente, inclusive, eles também têm banido história econômica e história do pensamento econômico dos Currículos, tudo isso para evitar que os estudantes se exponham a idéias não neoclássicas”.

A resposta da sociedade à esse afastamento das teorias e da forma de aprendizado econômico nas universidades tem sido claramente dada pelos alunos de todo o mundo clamando pelo o que eles padronizaram chamar de "Broadband Approach to Economics" ou seja, uma abordagem ampla e pluralista da economia em contraposição ao chamado "Narrowband Approach" (abordagem reduzida) que contempla a “mainstream economics” - corrente principal que aborda as idéias limitadas da Escola Neoclássica.

A primeira manifestação foi realizada de forma relativamente modesta por alunos reclamando por reformas no centro de Paris em Junho de 2000. A segunda ocorreu um ano depois por alunos da Universidade de Cambridge através de um manifesto intitulado “Opening Up Economics” (apud, *A Guide to What's Wrong with Economics*). Em Agosto de 2001, vários estudantes representando 17 países reunidos em Kansas City – USA, publicaram uma carta para todos os departamentos de economia de todas as universidades do mundo que incluía 7 pontos principais:

1. Conceito estendido do comportamento humano: a definição do *homem econômico* como um ser racional autônomo, é muito restrita e não permite que outros fatores determinantes como o instinto, formação de hábitos, seu sexo, classe social e demais fatores, modelem a psicologia econômica dos agentes sociais.

2. Reconhecimento da cultura: atividades econômicas, como qualquer fenômeno econômico, estão necessariamente lastreadas na cultura, que inclui todos os tipos de sistemas como a instituição social, política e moral. Estes modelam profundamente o comportamento humano ao impor obrigações que possibilitam e vetam escolhas particulares, criando uma identidade social que irá impactar no comportamento econômico.

3. Fatos históricos: a realidade econômica é dinâmica ao invés de estática. Economistas investigam como e porque as coisas mudam dentro de um certo período de tempo e espaço. A economia realística deverá se respaldar em todo o processo ao invés de apenas em seu final.

4. O novo conhecimento teórico: a dicotomia positiva versus normativa, que vem sendo utilizada tradicionalmente nas ciências sociais, é problemática. A distinção do fato e do valor poderá ser ultrapassada pelo reconhecimento de que os valores estão envolvidos na determinação de pesquisas e afirmações científicas.

5. Ambiente empírico: deverá ser feito um maior esforço para sustentar teorias científicas, utilizando-se evidências empíricas. A tendência de privilegiar doutrinas teóricas no ensino econômico sem referência empírica, gera dúvida a respeito da realidade de tais explanações.

6. Métodos expandidos: procedimentos tais como observação do participante, estudo de casos e análise de discursos devem ser reconhecidos como meios legítimos de aquisição e análise de informações econômicas e como modelo formal. O fenômeno da observação de diferentes pontos de vista, gera diversas vantagens no levantamento de dados e técnicas podem oferecer novos ensinamentos bem como o melhor entendimento da matéria.

7. Diálogo interdisciplinador: economistas deveriam estar cientes de que existem diversas metodologias de ensinamento econômico, bem como deveriam estar alertas para o desenvolvimento de demais disciplinas, particularmente as ciências sociais.

2.4 Uma discussão acerca de alguns fatores já constatados

Essa tese defendida pelos economistas neoclássicos, em relação ao “homo economicus” não tem sustentação na intensa experiência das transações comerciais. O ser humano não é

movido apenas por decisões de caráter exclusivamente racionais e, nem sempre a motivação para suas decisões tem na racionalidade seu aspecto prioritário, como a psicanálise tem apregoado insistentemente.

Fazendo-se um paralelo em relação as problemáticas apresentadas nos primeiros parágrafos do capítulo II que faz menção a "*aparente falta de racionalidade*" e "*explicar o aparentemente inexplicável*", Karen Legge, em seu livro "Human Resources Management (*HRM*) - Rhetorics and Realities", analisa o conflito sobre o surgimento da *HRM*, ou seja: por que a partir de um padrão de relacionamento totalmente exploratório na relação entre o detentor do capital e o trabalhador, dominante até então, inicia-se uma preocupação com a administração do fator mão-de-obra? A abordagem apresentada pelo discurso Modernista apresenta *HRM* como o "botton line" de um processo, como uma conclusão e não um meio ou mesmo o fundamento básico para uma melhoria do processo produtivo.

Sob a perspectiva apresentada pelos autores da teoria Pós-Moderna *HRM* é algo novo e consistente com uma demanda da cultura empreendedora para servir ao interesse de 3 (três) grupos buscando legitimidade em um clima hostil, um fator primordial para viabilizar o desenvolvimento de um processo produtivo, que demanda a harmonização das relações entre os fatores produtivos. *HRM* é então buscada como um dos caminhos para se atingir a vantagem competitiva tão necessária, facilitando, portanto, o relacionamento entre os três grupos.

Pela discussão acima apresentada, pode-se constatar que as contradições são muitas ao se tentar explicar a evolução da conduta humana em face às novas realidades que são apresentadas com o amadurecimento das sociedades. Da mesma forma, essas contradições surgem no comportamento dos indivíduos em situações adversas surgidas de novos desafios aos quais eles são apresentados.

Ao se considerar os ensinamentos de psicologia, deve-se notar que muitos relatos populares da psicologia dos investimentos são simplesmente inacreditáveis. A crença na racionalidade dos mercados começa a parecer uma opção muito melhor quando as únicas alternativas são essas teorias psicológicas populares.

De fato, durante a maior parte dos eventos financeiros significativos, a maioria das pessoas está preocupada com outras questões pessoais, e não com os mercados financeiros. Logo, é difícil imaginar que o mercado como um todo reflita emoções descritas por essas teorias psicológicas.

Conforme é apresentado por Robert J. Shiller (2000), "dois tipos de âncoras psicológicas são consideradas: as *âncoras quantitativas*, que dão a indicações dos níveis apropriados de mercado que algumas pessoas usam como indicadores de que está sobre ou subvalorizado, e se é uma boa época para comprar; e as *âncoras morais*, que operam determinando a força da razão que compele as pessoas a comprar ações, uma razão que elas devem ponderar em face de outras formas de aplicar a riqueza que já têm (ou poderiam ter) investidas no mercado. Com as *âncoras quantitativas*, as pessoas ponderam números em relação a preços para decidir se os preços das ações (ou de outros ativos) estão corretamente determinados. Com as *âncoras morais*, as pessoas comparam a força intuitiva ou emocional do argumento para investir no mercado com sua riqueza e a necessidade que sentem de ter dinheiro para gastar naquele momento".(p. 128)

Fazendo-se a confrontação dos dados acima com o processo de Fusões e Aquisições, percebe-se que os processos devam ser bastante influenciados pelas *âncoras morais*. Assim, os indivíduos tomadores de decisão nesses momentos, estarão constantemente confrontando os valores ou avaliações desenvolvidas por técnicos especializados, a partir de modelagens amplamente aceitas que representam o valor para negociação, com questões de foro intuitivo ou mesmo emocional.

O tipo de comportamento de certa forma contraditório que surge em momentos de decisão na realização de venda de empresa é de fato da natureza humana: "...elementos claramente contraditórios, que imaginávamos serem inconciliáveis. Fortes marcas de satisfação se associam a insatisfações e frustrações maiores. Frequentemente são as mesmas políticas da empresa que provocam uma e outra reação..." esse fato pode ser constatado num texto clássico da P.O. (psicologia organizacional) que analisa uma entrevista realizada com Odette, 35 anos, alta funcionária de uma importante multinacional:

"Se estou na TLTX é porque ela me oferece oportunidades de carreira, o que não é o caso de várias outras empresas... Meu salário dobrou em três anos, portanto sou plenamente

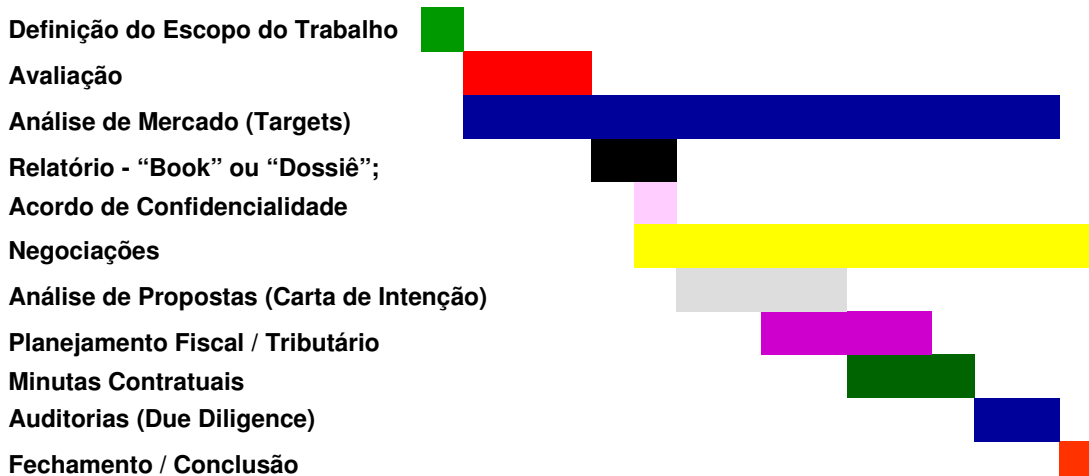
feliz...me sinto aprisionada pela empresa, pois não tenho nenhuma liberdade de mudar de emprego, dado que não posso dizer que aqui estou perfeitamente bem...isto conjugado à pressão do trabalho, que é enorme aqui, existe dias em que nos sentimos muito mais angustiados do que seguros trabalhando na TLTX ... a filosofia da empresa estando fundamentada, nos grandes princípios ... acredito piamente nesses princípios e acredito também que eles sejam na sua maioria aplicados ... mesmo quando aplicado imperfeitamente, pois são homens que os aplicam ... se TLTX formula esses princípios, significa que ela vê um interesse nisso.

... talvez nem sempre tenhamos motivos para nos sentirmos felizes em trabalhar para uma grande empresa americana, multinacional, tendo interesses tão diversos quanto possíveis ... Creio que não existe mais nenhuma empresa comercial que tenha um objetivo filantrópico ... Eu não diria que é tão confortável como trabalhar em um ministério porque é mais desgastante, mas em princípio, na TLTX, você pode pensar em terminar sua carreira decentemente em um emprego que o satisfaça... pessoalmente eu não poderia ter uma ocupação que não me satisfizesse tanto do ponto de vista do trabalho, quanto do financeiro, para mim os dois estão ligados. Ser bem paga por trabalho que não me agrada não é suficiente para mim ... Aqui eu encontrei os dois... No momento isto me satisfaz, mas por outro lado, isto pode ser uma grande desvantagem para as outras pessoas."

O conteúdo desta entrevista fala por si, contrapondo de forma explícita a problemática da fronteira entre as políticas e diretrizes da empresa e os processos psicológicos: "...Ser bem paga por trabalho que não me agrada não é suficiente para mim..."

2.5 Uma Perspectiva de como se desenvolve uma operação de Fusão e/ou Aquisição.

Esta seção tem como propósito ilustrar ao leitor a complexidade das questões com as quais um proprietário estará se defrontando ao longo de um processo de Fusões e Aquisições. Isto tem por finalidade evidenciar que num momento como este várias outras questões exógenas ao dia a dia da maior parte dos empresários serão a ele expostas. Para isso apresentar-se-á uma breve explicação do que ocorre em cada uma das etapas ao longo de um processo dessa natureza. Cabe-se ressaltar que tais fases explicam de forma genérica uma transação, dado que cada uma delas possui suas particularidades.



O tamanho da barra colorida a frente de cada um dos tópicos não indica o prazo exato de conclusão, mas busca ilustrar o seu prazo de realização em relação as demais. Assim, enquanto a primeira e última etapa são relativamente curtas em comparação às demais, as etapas de análise de mercado e negociações são as mais extensas analisando-se proporcionalmente.

Definição do Escopo do Trabalho: Nesta primeira etapa define-se o objeto do trabalho. Considerando-se, por exemplo, que o vendedor detenha um grupo de empresas, deve-se definir qual delas deseja vender, quais as idéias básicas e fatores motivacionais a tomada daquela iniciativa e etc. Assim, conclui-se esta fase com a assinatura de um contrato de prestação de serviço que consta inclusive de cláusulas de não divulgação das informações sob pena de multas e / ou processo judicial.

Avaliação: Nesta fase busca-se definir, a partir de modelos de avaliação, que consideram aspectos mercadológicos, financeiros e operacionais, uma idéia de valor referencial para a realização da operação, ou seja, este é um trabalho que ao final é entregue ao proprietário da empresa e não a terceiros que possam ser os potenciais interessados na aquisição.

Esta é uma das etapas mais críticas do processo dado que a direção da empresa estará sendo questionada sobre todas as peculiaridades na forma de condução da empresa de natureza financeira, tributária e operacional. Quanto melhor a qualidade e o detalhamento das informações que o avaliador receber, mais ele deverá chegar a um valor realmente justo para a empresa. É interessante ressaltar que se nota, pela experiência do autor, que o empresário

sente-se invadido e com muito medo de prover tais informações especialmente sobre detalhes da operação, carteira de clientes e procedimentos adotados com a finalidade de planejamento tributário dentre outras.

Análise de Mercado (Targets): O objetivo desta etapa é analisar o mercado a fim de se identificar potenciais investidores ou empresas que serão abordados para a apresentação do negócio.

Dado que é muito pouco efetivo anunciar uma empresa num jornal ou outro meio de comunicação é praxe ser feito quando se quer vender um imóvel ou um veículo, na hora de se vender uma empresa o potencial comprador deve ser criteriosamente selecionado, pelo fato de que a divulgação de forma indiscriminada para o mercado de um processo de comercialização do negócio pode trazer riscos prejudiciais ao dia a dia da empresa junto a clientes e fornecedores.

Relatório - "Book" ou "Dossiê": Aqui é montado a partir de um processo de síntese das informações contidas na avaliação, um relatório que servirá de material para ser entregue aos potenciais interessados. De forma não técnica pode-se chamar isto de material de apoio a vendas, o qual deve, portanto, ser elaborado de forma muito criteriosa a fim de estimular o interesse pela empresa.

Acordo de Confidencialidade: Este é um documento feito entre as partes, onde o potencial interessado na aquisição compromete-se a não divulgar as informações que estará recebendo da empresa, e que utilizará tais informações única e exclusivamente para a avaliação do negócio proposto, sendo atos contrários a esta finalidade, passíveis de contestação judicial. Este documento é de extrema importância e serve para dar tranquilidade ao vendedor no momento que tiver divulgando informações confidenciais sobre suas operações. Um outro ponto que em alguns casos está abordado por esse acordo, é o do comprometimento da não contratação de funcionários entre ambas as partes por um determinado período que abrange o decorrer das operações e um período posterior a ele.

Negociações: A etapa das negociações é com certeza a mais crítica de todo o processo. Nela serão discutidos os diversos tópicos objetos da transação, desde o entendimento do negócio proposto por parte do potencial comprador até preço, forma de pagamento e demais pontos que a operação possa considerar. Vale ressaltar que devido ao grande escopo desta etapa, ela

não só se confunde, mas de fato é mesclada a outras como *Análise de Propostas e Minutas Contratuais*. Esta fase geralmente prolonga-se por um grande período comparativamente as demais, dado que numa operação desta natureza “tudo” é passível de negociação, desde preço como já foi falado, até questões como a permanência ou não de executivos, linhas de negócios que estarão sendo adquiridas (se todas ou parte delas), em não se tratando de uma compra total da empresa, qual será o “papel” de cada parte dada à nova estrutura acionária que se estará formando. Eventuais visitas as instalações podem ser realizadas enfim, é neste momento que a parte vendedora começa de fato a sentir que aquele negócio pode não ser mais seu, que outros, às vezes até históricos concorrentes, estão descobrindo seus segredos e fraquezas, e questionando os porquês de várias decisões que foram adotadas no passado. Com isso, naturalmente milhares de auto-indagações passam a ser realizadas pela parte vendedora.

Análise de Propostas (Carta de Intenção): Após um período de negociações, é realizada a proposta por parte do(s) potencial(is) interessado(s), esta primeira proposta geralmente é caracterizada pelo que é tecnicamente chamado de “*non bidding*” ou seja, não vinculante, não obrigatória de ser cumprida, e por isso o termo *Carta de Intenção*.

Analisando-se pelo lado do vendedor, esta é uma etapa bastante importante e decisiva, pois é a partir da apresentação da primeira proposta que geralmente são apresentadas as “linhas mestras” que nortearão a continuidade das negociações para sua conclusão. É normal neste processo que as primeiras propostas sejam realizadas sob bases bastante baixas de preço, o que tem impacto muito significativo nos vendedores mesmo sabendo-se tratar de uma primeira proposta. Neste ponto, faz-se muito necessária a presença de um terceiro intermediando a transação, pois geralmente reações tomadas sob muita pressão emocional podem colocar fim as negociações.

Planejamento Fiscal / Tributário: Supondo-se que as fases anteriores foram desenvolvidas com sucesso e, considerando-se o grande impacto da incidência de impostos tanto na Pessoa Física quanto na Pessoa Jurídica de ambas as partes, faz-se necessário um planejamento fiscal que viabilize a operação.

Esta é uma fase que se desenvolve muito em paralelo as “*Negociações*” e a “*Análise de Propostas*”, e que, assim como as demais, causa um desconforto bastante grande no vendedor, pelo fato de ser um tema de solução baseada em critérios muito técnicos, somente de profundo conhecimento de especialistas.

Minutas Contratuais: As minutas contratuais passam a ser desenvolvidas após as fases previamente descritas terem sido concluídas ou estarem muito evoluídas, levando-se a entender que serão encerradas com sucesso. As minutas ou a minuta é um documento como que se pode chamar de esboço do(s) contrato(s) definitivo(s). No momento de elaboração das minutas tudo o que vinha até então sendo negociado de maneira, pode-se dizer, informal, passa a ser escrito de forma contratual. Devem ser escritas por pessoas (na sua maioria advogados) especializadas, e que sejam de extrema confiança de ambas as partes. Na grande maioria das vezes, existem responsáveis por fazê-las e / ou analisá-las separadamente por parte dos compradores e vendedores.

Auditorias (Due Diligence): Conforme mencionado na etapa da *Análise de Propostas (Carta de Intenção)*, a proposta e as negociações decorrentes desta, são conduzidas tomando-se por verdadeiras as informações apresentadas pela parte vendedora. Nesta fase, tais informações serão verificadas e atestadas como verdadeiras ou não através de um processo chamado *Auditoria* ou *Due Diligence*. Assim, supondo-se, por exemplo, que se chegou a um acordo considerando-se que a empresa não possuía dívidas, pois a parte vendedora omitiu tal informação, nesta fase, essa dívida provavelmente será descoberta e toda a negociação realizada até então deverá ser revista. Assim como dívidas, outras questões de natureza financeira e operacional não explicitadas deverão surgir, ocasionando a retomada do processo de negociação.

Fechamento / Conclusão: A conclusão e fechamento da negociação é realizada com a aprovação da(s) Minuta(s) Contratual(is), tornando-se assim contrato(s) e com a posterior assinatura deste(s).

Como pode ser observado, o processo de Fusões e Aquisições não é um processo simples e exigirá que o vendedor tenha que sair muito da sua rotina do dia a dia a fim de suprir com informações os consultores, advogados, contadores e outros, que na maior parte dos casos são os responsáveis pela operacionalização destes processos. Ao mesmo tempo, ele estará passando por um processo praticamente de "despimento" de forma que tudo aquilo que ele fez, de certo ou errado ao longo do desenvolvimento da empresa estará sendo avaliado, criticado e questionado, num processo que além do questionamento técnico, evidenciará para

os envolvidos na operação, traços da identidade de forma muito explícita, criando uma situação de desconforto para este proprietário.

Como se pode ver, o processo de venda é algo que se desenvolve por um extenso período de tempo. Isso fará com que o vendedor, na busca pela tomada de decisão mais acertada estará constantemente reavaliando sua decisão não só com os vários elementos que aparecerão ao longo da transação, mas também, influenciado por opiniões de inúmeras pessoas, especialmente seus familiares e amigos mais próximos os quais possuem, idades, aspirações, angústias e experiências muito distintas as dele.

Com a finalidade de enriquecer tal análise deve-se acrescentar a idéia de que o ser humano parece cultivar uma tendência generalizada de confiar excessivamente em suas crenças. As pessoas estão prontas para agir, tendo por base histórias ou razões em que não deveriam confiar tanto. Essa constatação explica em grande parte o porque de às vezes os vendedores terem idéias tão distantes da realidade em relação ao valor do seu negócio.

A razão para a confiança excessiva pode estar relacionada também com o viés retrospectivo, como por exemplo, o fato dos indivíduos terem uma tendência a pensar que teriam pressentido eventos reais antes deles acontecerem, se estivessem presentes ou tivessem motivo para tal. O viés retrospectivo estimula uma visão mais previsível do mundo do que ele realmente é⁴.

Outro fator que contribui para a confiança excessiva relacionada aos mercados especulativos, e que pode ser colocado em paralelo com os processos de Fusões e Aquisições, é o *pensamento mágico*. As pessoas tomarão decisões sérias com base em idéias, mas, se fossem pressionadas, admitiriam que tais idéias não têm lógica. Foi comprovado que as pessoas farão apostas maiores em uma moeda antes de ser lançada do que em uma moeda que já o tenha sido (embora não saibam se deu cara ou coroa). E se perguntarem às pessoas quanto dinheiro elas exigem por um bilhete de loteria que já possuem, pedirão um valor superior a quatro vezes, se elas próprias escolheram o número do bilhete. Parece que, em um nível mágico, as

⁴ Veja Dagmar Strahlberg e Anne Maass, "Hindsight Bias: Impaired Memory or Biased Reconstruction", *Europea Review of Social Psychology*, 8 (1998): 105-32.

peças acham que podem influenciar uma moeda que não tenha sido lançada e influenciar a probabilidade de ganhar na loteria, se escolherem o número.⁵

⁵ Veja E.J. Langer, "The Illusion of Control", *Journal of Personality and Social Psychology*, 32 (1975): 311-28; veja também G.A. Quattrone e Amos Tversky, "Causal versus Diagnostic Contingencies: On Self-Deception and the Voter's Delusion", *Journal of Personality and Social Psychology*, 46(2) (1984): 237-48.

III - A PESQUISA EMPÍRICA: Um estudo empírico sobre a existência de fatores não econômicos que influenciam a decisão de venda em processos de fusões e aquisições de empresas.

O presente capítulo tem por finalidade relatar uma investigação empírica sobre a existência de determinantes não econômicas nas decisões comerciais de venda de empresas, as quais são realizadas no contexto de um campo de atividade denominado Fusões e Aquisições.

3.1 Estratégia

O objetivo principal desta pesquisa empírica foi produzir relatos de negociações de venda de empresas, nos quais fosse possível observar os fatores que afetam sua realização.

A questão da pesquisa aqui proposta requereu uma arquitetura investigativa que objetiva constatar em casos reais a hipótese analisada anteriormente, através de relatos da vivência e experiência de atores envolvidos nesses processos. Nesta fase de pesquisa de campo buscou-se, então, agregar conhecimentos que contribuíssem para formar um quadro mais rico acerca do construto fatores não econômicos, oferecendo-se uma oportunidade de observação da teoria aqui defendida.

O desenho estratégico da pesquisa foi montado de forma a produzir informações que permitam a percepção e identificação de exemplos de fatores de natureza não econômica, de tal modo a viabilizar a verificação da existência de diferença significativa entre os aspectos econômicos e não econômicos em um processo negocial de venda de uma empresa.

É importante que seja aqui retomado, o conceito de uma empresa conforme apresentado na justificativa deste trabalho. Está se considerando uma empresa como uma unidade geradora de valor, sendo que por valor entende-se riqueza financeira para o acionista e / ou proprietário.

A realização dos objetivos acima propostos dispõe de caminhos alternativos tais como questionários, estudos de caso e simulações entre outros. Todos têm vantagens e desvantagens e têm sido utilizados em diversas pesquisas.

Optou-se aqui por uma metodologia mista. De um lado a análise de um caso e de outro lado a análise da vivência de vários casos. Através dessa metodologia têm-se duas fontes diferentes de informação sobre o mesmo objeto.

No primeiro relato, buscou-se a identificação dos fatores não econômicos a partir da descrição da venda por parte do próprio proprietário. No segundo relato, buscou-se a visão de um indivíduo que acompanhou e vivenciou diversos casos de venda de empresa. Como o objetivo limita-se a comprovar a existência de fatores não econômicos nesses processos, a opção por duas fontes de dados qualitativos enriquece a possibilidade de constatação da existência desses fatores bem como do caráter complexo e profundo de seu poder sobre os resultados.

3.2 Metodologia

Estudar duas fontes que se complementam e que permitem a comprovação da existência de diferentes categorias de fatores no processo de venda de empresa. Em sendo assim, este estudo não é representativo, mas exploratório, a partir do qual questões mais específicas e férteis podem ser levantadas. Ao se efetuar esta escolha toma-se a orientação de Minayo para quem "metodologia é o caminho e o instrumental próprios de abordagem da realidade" (1999, p.22)

3.2.1 Sujeitos:

A questão dos sujeitos em pesquisa exploratória difere em relação à pesquisa quantitativa, pois nela não está envolvido o aspecto generalização que poderia testar. Este estudo se insere em uma visão de pesquisa como um processo de aproximação sucessiva, onde cada projeto significa uma prospecção da realidade em busca de respostas que, ainda que parciais, vão contribuindo gradualmente para a compreensão do objeto estudado.

O critério de escolha dos sujeitos neste caso foi determinado pela potencialidade das suas contribuições para a ampliação e aprofundamento do conhecimento relativo ao tema proposto. Algumas condições foram fundamentais na escolha de tais sujeitos:

- 1 - Ter idoneidade e ética na condução de suas atividades profissionais. Suas informações devem ser confiáveis;
- 2 – Ser proprietário com participação relevante no capital votante da empresa e com participação ativa e poder de decisão neste tipo de negociação.

- 3 – Ter experiência como assessor, que não é proprietário, mas que dedicou sua carreira ao assessoramento de diferentes transações, buscou-se sujeito com larga experiência;
- 4 – Ter tido envolvimento em operações de venda de empresas cujo valor patrimonial e comercial é significativo no seu segmento de atuação;

3.2.2 Método:

Foi escolhido o método da entrevista semi estruturada para a coleta de dados de cada sujeito, pelo fato da entrevista ser um instrumento confiável que tem sido utilizado nessas pesquisas. A pesquisa permite ao entrevistador explorar pontos que emergem das informações dadas pelo sujeito. Conforme é definido por Minayo (1999, p. 99), a entrevista é uma "conversa com finalidade" e foi o que se buscou fazer atentando-se para que o entrevistado não fosse estimulado a fornecer um testemunho enviesado na direção das expectativas do entrevistador.

Não foi elaborado um questionário específico que visasse produzir respostas simetricamente tabuláveis ao final do trabalho, conforme é prática em grande parte da pesquisa empírica, porque se temeu que neste caso esse questionário trouxesse viés ao conteúdo das respostas.

Assim, para o caso do sujeito proprietário foi solicitado um relato do processo de venda da empresa iniciando-se com a abordagem de fatos históricos do desenvolvimento da mesma.

3.2.2.1 Roteiro de Pesquisa:

Apresentar-se-á aqui nesta seção, os procedimentos adotados para a coleta das informações junto aos entrevistados.

O entrevistado é selecionado através do conhecimento do pesquisador em relação ao seu histórico. O contato com cada entrevistado é feito primeiramente por telefone visando-se identificar o interesse e disponibilidade do entrevistado em participar de um trabalho desta natureza e agendar a data e local para a entrevista. Como se optou por duas fontes de dados diferentes dois roteiros foram previamente elaborados.

Para o primeiro caso, o qual estará sendo referido como caso A (entrevista com o ex-proprietário), o roteiro foi estruturado da seguinte forma:

Considerando que o Sr. era proprietário da empresa “XPTO” e participou de forma preponderante tanto para seu desenvolvimento quanto durante o processo que resultou na venda dessa empresa, descreva como se deu esse processo, enfatizando o que influenciou o referido processo, a partir de uma breve explanação do desenvolvimento histórico desta empresa.

Para o segundo caso, o qual estará sendo referido como caso B (assessor de transações), o roteiro foi estruturado da seguinte forma:

Considerando a sua participação como assessor em vários processos de venda de empresas, comente todos os fatores que não são de natureza técnica, mas que afetaram de modo significativo o desenvolvimento dessas transações.

Por questão de privacidade dos entrevistados e mesmo obrigações contratuais por eles assumidas quando das negociações, tanto o nome das empresas como das pessoas envolvidas e os valores de negociação não serão divulgados.

3.2.2.2 O tratamento dos dados:

O tratamento dos dados seguiu o procedimento de praxe na produção de dados qualitativos. Foi programada a gravação e a posterior transcrição total das entrevistas. Os textos transcritos com as duas entrevistas foram submetidos a uma leitura flutuante para se levantar possíveis categorias de análises e caminhos para a decodificação de conteúdo.

Como o objetivo da pesquisa empírica aqui relatada é restrita a identificação de fatores não econômicos no processo de venda de empresas, buscou-se um procedimento que permitisse a identificação desses dois dados, fatores não econômicos e sua significância nesse processo. Para tanto, utilizou-se a técnica de entrevistar a entrevista. Esta técnica (Malvezzi, 1979), (Santana, 2004) “consiste na proposição de questões através das quais a entrevista é entrevistada pelo pesquisador ensejando a construção de categorias que abriguem dentro de si as unidades de análise portadoras dos conteúdos que transmitem os significados relacionados a pergunta da pesquisa” (Sabbag, 2002 p. 136).

Por fim, tendo sido identificados os fatores, estes foram sintetizados em dois quadros para facilitar o acesso ao seu conteúdo. Esses dois quadros são os dados empíricos da pesquisa.

3.3 Resultados:

A pesquisa transcorreu conforme fora planejada com exceção de um fato, a gravação do Caso B não foi possível devido à solicitação de mudança de horário de última hora por parte do entrevistado, fato que obrigou o pesquisador a recorrer à transcrição da entrevista.

Foi interessante notar a postura dos sujeitos. Dado que tais questões são altamente vivenciadas no dia a dia do assessor, este se mostrou muito satisfeito em discursar e dar o máximo de exemplos, o que acabou por pautar a estrutura da entrevista. De maneira diferente, no caso A, onde o ex-proprietário não tem estas transações como tema central do seu dia a dia, os aspectos não econômicos foram surgindo de forma mais sutil no decorrer do processo de coleta de informações.

3.3.1 Caso A

Para o caso A foram encontradas na entrevista evidências que indicam a influência de fatores não econômicos conforme se pode observar no quadro a seguir:

- Recebida a proposta pela aquisição da empresa: "... isso foi recebido com bastante surpresa e nos forçou a analisar uma série de coisas, dentre elas o que cada um de nós, queria como empresa e como vida individualmente..."
- "... nós todos já estávamos cansados, principalmente das desgastantes e contínuas negociações com o Sindicato."
- "... os objetivos de valor vão mudando ao longo da negociação, porque você vai vendo que aquele valor que você imagina pela empresa é um valor que você atribui para ela e talvez não é o valor que o mercado ou o comprador atribui..."
- "... eu tinha medo, muito medo..."
- "...eu tinha uma preocupação muito grande de morrer de tédio..."
- "... a tomada de decisão foi relativamente tranqüila porque eu me sentia muito confortável discutindo as coisas com meus irmãos, com quem eu havia tomado todas as decisões profissionais ao longo dos últimos trinta e poucos anos que me mantive trabalhando na empresa..."

De forma geral, o que mais pode ser observado analisando-se o quadro acima, são questões relativas a sentimento em várias de suas manifestações: medo, cansaço, dúvida e outras, sendo que a maior parte relacionadas a um questionamento de como seria o futuro do dia a dia do proprietário após a venda.

3.3.2 Caso B

Para o caso B foram encontradas na entrevista evidências que indicam a influência de fatores não econômicos conforme se pode observar no quadro a seguir:

- ... a Vaidade é um dos principais carros chefe quando falamos de aspectos não econômicos, assim como o Valor Sentimental...
- Sentimento Fundador: Brio...
- ... Um ponto muito importante é em relação a questões entre irmãos devido a traumas e conflitos criados ao longo da vida...
- ... conflitos entre acionistas na hora de vender se dá em razão da diferença de idade e conseqüentemente de objetivos de vida naquele momento...
- ... sentimentos de raiva... ciúme...
- ... A vergonha...
- O pai parece que tem uma sensação de poder, um sentimento meio de "vigiando a prole"...
- ... quando o dono tem mais de uma família e distribui "mesadas", a partir do registro dos diversos potenciais herdeiros na folha de funcionários da empresa, sem que um saiba do benefício dado aos demais. "Se vender o que eu faço?"

Pelo quadro acima, podemos observar que além das manifestações de sentimento, as quais também estiveram presentes no caso A, surgiram outras relacionadas à família, especialmente irmãos e demais parentes em primeiro grau. Outro fator apresentado foi o relacionado a poder, seja o poder para proteger ou o poder no sentido de status.

IV - DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

O objetivo deste capítulo é apresentar os resultados obtidos com a pesquisa empírica relatada no Capítulo anterior, com base nas informações sumarizadas nos dois quadros estruturados a partir da entrevista realizada pelo pesquisador. Em seguida será confrontado o conteúdo teórico com os resultados da pesquisa, e para finalizar, realizar-se-á a conclusão do aprendizado possibilitado por esta dissertação.

4.1 O Valor Econômico não é Tudo

A partir do objetivo proposto com a realização da pesquisa conforme é apresentado no parágrafo introdutório do Capítulo III: "...investigação empírica sobre a existência de determinantes não econômicas nas decisões comerciais de venda de empresas, as quais são realizadas no contexto de um campo de atividade denominado Fusões e Aquisições", pode-se evidenciar com clareza que os empresários desenvolvem com suas empresas um tipo de "relação" a qual estende-se muito além da simples construção de um meio gerador de riqueza financeira, e que portanto, tal relação estará largamente presente num eventual momento de comercialização daquele negócio.

Dentre as evidências apresentadas nos quadros nas seções 3.3.1 e 3.3.2, deseja-se aqui reproduzir novamente as consideradas mais relevantes:

Caso A: Recebida a proposta pela aquisição da empresa: "... isso foi recebido com bastante surpresa e nos forçou a analisar uma série de coisas, dentre elas o que cada um de nós queria como empresa e como vida individualmente..."

Caso B: "... a Vaidade é um dos principais carros chefe quando falamos de aspectos não econômicos, assim como o Valor Sentimental..." e "... conflitos entre acionistas na hora de vender se dá em razão da diferenças de idade e conseqüentemente de objetivos de vida naquele momento..."

Portanto, com os resultados apresentados pela pesquisa empírica aqui desenvolvida, pode-se responder a hipótese de forma positiva no seguinte sentido:

1. Existem muitos fatores não econômicos na tomada de decisão num processo de venda de empresas;
2. Os fatores constatados são principalmente de natureza psicológica, ocasionados por razões emocionais de várias expressões de sentimento, as quais constatamos que fazem parte da definição de sentimento apresentada no Dicionário Michaelis: *“Sentimento 1 Faculdade ou capacidade de sentir, de receber impressões mentais. 2 Sensação psíquica, tal como as paixões, o pesar, a mágoa, o desgosto etc. 3 Emoção terna ou elevada tal como o amor, a amizade, o patriotismo. 4 Atitude mental a respeito de alguém ou de alguma coisa: Sentimento de estima, de respeito de ódio, do dever...”*

Na visão do autor isso reflete com clareza a presença de, e a preocupação com, fatores teoricamente não fundamentais no momento da tomada de uma decisão que deveria ser, na sua essência, pautada e analisada exclusivamente sob a ótica econômica e de fatores quantitativos, ou seja, geração de riqueza financeira para o proprietário.

4.2 A evolução das idéias da academia acerca do comportamento do homem econômico.

A partir do estereótipo atribuído ao "homo economicus", sempre foi defendida a existência de um homem racional, egoísta e individualista em relação ao seu comportamento no desempenho de suas atividades econômicas. Esta pesquisa mostra que isso não é uma realidade e que o homem é influenciado por uma série de fatores, dado sua sociabilidade, experiências vivenciadas e questões de razão psicológica e de comportamento, dentre outras que tem sido pesquisadas pelo campo de conhecimento denominado Psicologia Econômica ou Comportamento Econômico.

Esse distanciamento do "homo economicus", tem sido evidenciado em diversas situações como, por exemplo, na atitude dos operadores nos mercados financeiros internacionais, e através de novos campos de pesquisa conforme é demonstrado na declaração da Academia Real Sueca de Ciências que justifica a premiação de Daniel Kahneman e Vernon Smith para o Prêmio Nobel de Economia de 2002. "...Durante as últimas duas décadas, entretanto, essas visões passaram por uma transformação. Experimentos laboratoriais controlados emergiram

como componentes vitais da teoria econômica e, em certas situações, resultados experimentais mostraram que postulados básicos na teoria econômica deveriam ser modificados. Esse processo tem sido gerado por pesquisadores em duas áreas: a de psicólogos cognitivos que têm estudado o julgamento humano e tomadas de decisões e a de economistas experimentais que têm testado modelos econômicos em laboratório". (vide pág. 17)

O anseio da sociedade para que os pesquisadores, sejam eles Economistas, Psicólogos, Filósofos ou outros, aproximem o campo teórico das novas realidades econômicas globais, e mesmo de um perfil de "Homem Econômico" que se distancia muito do conceito do tradicional "homo economicus", ficam evidentes com as recentes manifestações de alunos das faculdades de economia de diversos países conforme demonstrado no Capítulo II, e da paralisia dos mais célebres economistas perante os acontecimentos econômicos globais.

4.3 Conclusão

Esta pesquisa constatou que existem evidências empíricas da existência de fatores não econômicos que influenciam a decisão de venda em processos de fusões e aquisições de empresas. Esses fatores apresentaram-se como sendo fundamentalmente de natureza psicológica, porém, os dados das duas entrevistas evidenciaram outras categorias de influências. Ambos requerem estudos mais profundos e não exploratórios. Tais fatores estão relacionados a condições inconscientes de natureza emocional, cultural e moral. O tipo de pesquisa aqui conduzido não permitiu sua identificação clara, com exceção da situação apresentada no caso B: ...quando o dono tem mais de uma família e distribui "mesadas", a partir do registro dos diversos potenciais herdeiros na folha de funcionários da empresa, sem que um saiba do benefício dado aos demais. "Se vender o que eu faço?" Logicamente esse é um caso muito particular, mas que de qualquer forma coloca-se como uma amostra de questões que misturam aspectos morais, psicológicos, históricos e políticos que integram as cadeias de eventos que levam ou não ao bom termo da proposta de venda, por parte de seu proprietário. Paralelamente, isso também leva à inferência de que outros fatores podem existir, sejam eles particulares como no caso acima, ou não.

Reconhece-se que este trabalho foi limitado na abordagem do tema. Ele se dedicou ao estudo de um problema que merece mais dados, mais extensão de dados observados, mas mesmo assim, é uma constatação empírica que pode contribuir com nova frente de estudo mais

específica acerca das dificuldades encontradas no desenvolvimento de processos de Fusões e Aquisições, as quais ficam presentes na mente dos atores dessas transações, sejam estes os proprietários (vendedores), os potenciais compradores e mesmo os assessores, advogados e outros. Assim, pode-se deixar algumas questões para futuros estudos: Como categorizar fatores multidimensionais? Que fatores não técnicos são mais significativos nessas decisões? De que formas se expressam e como se integram no processo decisório?

Tomando-se por referência a “peculiaridade” do Caso B: “...essa relação com a empresa é muito mais característica das sociedades Latinas do que das sociedades Anglo-Saxônicas. Um ponto a ser analisado nessa diferença é a existência de distintos níveis de maturidade no mercado de capitais. Este, quando maduro, legitima e principalmente valoriza a posição do acionista não dono, ou seja, o bom é ter ação que dá lucro e não ser dono, ser detentor de poder. Com isso, a visão da funcionalidade da empresa como sendo principalmente uma unidade de geração de riqueza para quem tem ações é muito mais usual...”(vide pag. 58). A partir dessa idéia propõe-se a seguinte pergunta: Será que de fato isso ocorre? Por que? Será que somente o fato da Bolsa de Valores de Nova York ter sido fundada em 1.792 e, no caso brasileiro, da Bolsa de Valores de São Paulo ter sido fundada 98 anos mais tarde (1.890), oferece uma explicação a mudança tão profunda no envolvimento / relacionamento dos acionistas com suas fontes de riqueza financeira? A resposta a essas questões deverá contribuir de forma decisiva para o maior aprofundamento em relação a problemática abordada por essa dissertação.

V – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAM, Smith

Riqueza das Nações

São Paulo: Martins Fontes, 2003

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C.; SILVEIRA, A. M.;

A Estrutura de Capital é Relevante? Novas evidências a partir de dados norte-americanos e latino-americanos

São Paulo: Caderno de Pesquisa em Administração, v. 08, n. 02, Junho 2001.

GRESPLAN, Jorge

O homem (econômico) é Racional?

Folha de São Paulo, 2002

JEVOS, Willian S.

Teoria da Economia Política

São Paulo: Nova Cultural, c1996

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos

Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk

Econometrica, March, V. 47, n.22, 263-291, 1979

KAHNEMAN, Daniel

Maps of Bounded Rationality: A Perspective on Intuitive Judgement

Princeton University, 2002

KATONA, George

Psychological Economics

Amsterdam: Elsevier Scientific Publishing, 1975

KEYNES, John Maynard

The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936

LEGGÉ, Karen

Human Resources Management: rethorics and realities.

London: Macmillan, 1995

LEITE, Jaci C.

Material Didático para o Curso de MPA – FGVSP (2003)

LEWIS, Alan; WEBLEY, Paul; FURNHAM, Adrian

The New Economic Mind

New York: Harvester Wheatsheaf, 1995

LOCKE, John

Ensaio acerca do entendimento humano

São Paulo: Nova Cultural, 1999

MALVEZZI, Sigmar

O papel dos psicólogos profissionais de recursos humanos: um estudo na grande São Paulo.

Dissertação de Mestrado. Pontifícia Universidade Católica. 1979

MARSHALL, Alfred

Princípios de Economia: tratado introdutório

São Paulo: Nova Cultural, c1996

MICHAELIS: dicionário prático da língua portuguesa

São Paulo: Editora Melhoramentos, 2001

MILANEZ, Daniel Yabe

Finanças Comportamentais no Brasil

Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - USP, 2003.

MILGROM, Paul R.; ROBERTS, John

Economics Organization and Management

New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1992

MINAYO, Maria Cecília de Souza

O Desafio do Conhecimento: Pesquisa Qualitativa em Saúde

São Paulo: Hucitec, 1999

MODIGLIANI, F e MILLER, M.H.

The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment

Nashville: American Economic Association, v. XLVIII, Junho de 1958 e XLIX, Set. 1959

PAGES, Max

O Poder da Organização: a dominação das multinacionais sobre os indivíduos

São Paulo: Atlas, 1987

PELAEZ, Victor e SBICCA, Adriana

Do Individualismo Metodológico à “Racionalidade Coletiva”

Curitiba, CMDE/UFPR. 2000

RICARDO, David

Princípios de Economia, Política e Tributação, 1817

São Paulo: Nova Cultural, c1996

SABAGG, Sônia Reis Servilha Romero

Fatores Intervenientes na Relação do Sujeito com a Organização: Um Estudo sobre o conceito de Comprometimento Organizacional

Dissertação de Mestrado IP. USP. 2002

SAMPSON, R. V.

Individualismo. In: Dicionário de Ciências Sociais. 1. ed.

São Paulo: editora da FGV, 1986.

SANTANA, Flávia Feitosa

A construção social do conceito de qualidade na educação superior brasileira contemporânea

Tese de Doutorado IP. USP. 2004

SHILLER, Robert

Exuberância Irracional

Makron Books, São Paulo, 2000

SIMON, Herbert A.

From Substantive to Procedural Rationality, in Simon, Models of Bounded Rationality
MIT Press, Boston, 1976

THALER, Richard

The Winner's Curse: paradoxes and anomalies of economic life
New York: Free Press, 1992

THALER, Richard

The end of Behavioral Finance
Financial Analyst Journal, Nov/Dec, 12-17, 1999

TVERSKY, A.; KAHNEMAN, D.

Judgment under uncertainty: Heuristics and biases, 1974

WILLIAMSOM, Oliver

The Mechanisms of Governance
Oxford University Press, 1996

Sites:

www.institutoliberal.org.br - Instituto Liberal

www.folha.com.br - Jornal Folha de São Paulo

www.nobelprize.org - Nobel Foundation

www.verarita.psc.com.br - Institucional da Psicóloga Vera Rita

www.ibgc.org.br - Instituto Brasileira de Governança Corporativa

www.nyse.com - Bolsa de Valores de New York

www.bovespa.com.br - Bolsa de Valores de São Paulo

www.ead.fea.usp.br - Departamento de Administração da FEA-USP

ANEXO I

CASO A

Entrevista:

A empresa foi fundada por três irmãos, um deles era meu pai. Um de meus tios faleceu e os outros dois compraram a parte da viúva. Assim meu pai e meu tio assumiram a empresa. Com o passar dos anos, eu e meus irmãos que somos em quatro passamos a trabalhar na empresa assim com as duas irmãs filhas do meu tio, com as quais passamos a dividir a administração da empresa, mas, em 1989, a partir da análise de que os objetivos das famílias eram diferentes, foi feita uma cisão ficando eu e meus irmãos com a indústria (cada um com 25%) e minhas primas e meu tio com os imóveis.

Com o passar dos anos um dos irmãos saiu do dia a dia da empresa, mas manteve a participação societária. Em 1993 este irmão voltou a trabalhar na empresa.

Durante a década de 90, quando a empresa já era líder do mercado em alguns segmentos, ela passou por um período de aquisições sendo a primeira em 92 e mais duas em 96, tornando-se líder absoluta em todos os segmentos do mercado em que atuava. Com as aquisições de 96 a empresa dobrava o número de funcionários e tornava-se líder absoluta no Brasil e Mercosul. Estas últimas aquisições foram de empresas bastante diferentes entre si - uma estruturada e organizada e a outra tipicamente familiar e com problemas financeiros. Por umas delas acabou-se optando como forma de negociação, pela troca de ações, o que incluía mais um acionista (minoritário) no nosso quadro societário.

Paralelamente a isso foi decidido pelo início da profissionalização da empresa que deveria ser feita de forma gradual, saindo primeiramente o irmão mais velho e que havia ficado fora do dia a dia da empresa por um período, em seguida o caçula e no futuro seria decidido como eu e outro que continuava no operacional sairíamos. Porém, ficamos de decidir no futuro, pois a idéia era que pelo menos um dos irmãos ficasse na empresa como o olho dos acionistas.

Em relação aos filhos, tinha sido decidido que nenhum deles trabalharia na empresa, porém, poderiam fazer estágio para que no futuro pudessem estar no conselho de administração com melhor conhecimento. Nesta época, 1992, eu estava com 47 anos.

Vale ressaltar que do ponto de vista financeiro a empresa precisou de capital para os processos de aquisição de 96, capital este que não foi conseguido na sua totalidade, elevando o nível de endividamento da empresa, pois a falta de capital disponível resultou no adiamento de alguns investimentos que eram bastante necessários, refletindo assim na geração de caixa

da empresa por estar operando de forma inadequada. Ao mesmo tempo, a empresa passou a ter que negociar com uma maior quantidade de sindicatos dado a localização das novas instalações adquiridas, elevando em muito o grau de problemas no dia a dia, por conta de difíceis negociações.

Por conta disso tudo, optou-se por uma redução drástica no número de unidades com a conseqüente concentração da produção, gerando gastos bastante elevados no processo de reengenharia e afetando, portanto, os resultados da empresa de forma muito expressiva. Isso foi feito nos dois anos seguintes as aquisições, via um processo terrivelmente desgastante nos executivos e acionistas, mas colocando a empresa numa posição de grande destaque no cenário nacional e internacional.

Em 1997, foi descoberto que uma grande empresa internacional do setor tinha interesse em vir para o Brasil. Com esta informação, fomos ao exterior propor uma parceria para que esta entrada fosse realizada via nossa empresa, através de uma eventual parceria que poderia ser benéfica para ambas.

Após um breve período de negociações, os estrangeiros disseram que não tinham interesse em parceria, mas sim na aquisição total.

Isso foi recebido com bastante surpresa e nos forçou a analisar uma série de coisas, dentre elas o que cada um de nós (especialmente o grupo dos 4 irmãos acionistas) queria como empresa e como vida individualmente. Eu já tinha planos de me afastar dali a não muito tempo. Nós todos já estávamos cansados, principalmente das desgastantes e contínuas negociações com o Sindicato. Isso foi sem dúvida um grande motivador da venda da empresa. Esse foi um fator muito presente e muito dificultador da vida da empresa, e que não era tratado com a tranqüilidade eventualmente devida ao longo dos anos, que chegava inclusive a, em determinados momentos, motivar avaliações por uma mudança da localização da empresa.

Pelo lado financeiro a empresa estava com um nível de endividamento mais alto do que os acionistas desejavam, o que gerava despesas muito elevadas de juros, prejudicando seriamente os resultados. A aposta era que com a conclusão do processo de reengenharia, a empresa passaria a ser muito lucrativa. O mercado também não estava muito favorável. Outro ponto que gerava muito stress na operação era a forte dependência de poucos fornecedores e, por

outro lado, um bom volume de vendas concentrado em alguns fortes clientes. O mercado para exportação também não era favorável dada a situação do câmbio.

Todos esses fatores fizeram com que a resolução pela venda da empresa fosse tomada de forma muito tranqüila. A partir daí era só uma questão de acertar valor. "Se chegassem no valor que a gente queria, e nunca chegam, né? Os objetivos nossos vão mudando ao longo da negociação, porque você vai vendo que aquele valor que você imagina pela empresa é um valor que você atribui para ela e talvez não é o valor que o mercado ou o comprador atribui, então, ao longo da negociação a gente vai ajustando os nossos valores".

Entrevistador: O que está por trás do valor que vocês acreditavam?

"É que existe um valor, que é um valor que você gostaria de receber. Existe um valor que é um valor técnico, que é o quanto você vai ter de lucro em "x" anos, mas que esse "x" varia de um para o outro. Você desconta o seu fluxo a uma determinada taxa e para ele não é essa taxa. Você acha que a suas marcas tem um determinado valor e para ele tem outro valor, então, no fundo, nós achávamos que iríamos receber um valor "x" e recebemos um valor "y", que para nós foi sensacional. Além disso, o mercado acabou caindo nos anos seguintes então realmente aquela venda se mostrou muito boa".

Entrevistador: E o que mais lhe afligia naquele momento? O fato de se aposentar imagino que não era o problema primeiro porque você já estava pensando em sair da empresa e depois porque você tinha dois irmãos que já tinham deixado o dia a dia e estavam felizes no esquema de vida que tinham traçado para eles, cada um a seu modo.

"É verdade, mas eu tinha medo, muito medo, pois naquela época eu era diretor da empresa, de uma associação do setor que a empresa estava inserida, além de diretor de um negócio pessoal que minha esposa conduz e de uma associação de classe desse negócio. Eu tinha uma preocupação muito grande de morrer de tédio. Mas não foi o que aconteceu. Tudo ficou resolvido de forma sensacional tanto do lado financeiro quanto de vida pessoal. Por outro lado, a tomada de decisão foi relativamente tranqüila porque eu me sentia muito confortável discutindo as coisas com meus irmãos, com quem eu havia tomado todas as decisões profissionais ao longo dos últimos trinta e poucos anos que me mantive trabalhando na empresa, sempre de forma muito consensual".

Desde de 1997 eu me sentia perdendo o pique, o que nunca havia acontecido. A gente tinha muito prazer em ir trabalhar. Eu sabia, portanto, que estava chegando a hora de sair dali. Embora eu tenha vivido a minha vida intimamente ligada àquela empresa, no momento da venda a motivação financeira e de tranquilidade por estar se livrando das diversas pressões do dia a dia superou qualquer sentimento de perda quanto a um bem familiar e insubstituível.

Entrevistador: Você acha que foi sempre assim? Sua visão perante a empresa sempre foi de um negócio gerador de valor financeiro para você e seus irmãos?

Não, não era só financeiro porque a gente tinha muito prazer em ir trabalhar... em ter a empresa... do que a empresa representava para a gente. Isso era muito forte também, mas chegou uma hora que a gente viu que financeiramente aquilo não era mais interessante, tinha perdido um pouco o sentido.

Agora, se você me perguntar como foi meu último dia de empresa, vou te falar que foi um dos dias mais tristes da minha vida...

Entrevistador: Fechar a mesa...

É, fechar a mesa e dizer "hoje é meu último dia". Eu chorei, como eu acho que não chorei em toda a minha vida, mesmo tendo a consciência de que era aquilo que eu queria... de que eu já tinha planejado tudo... de que aquele ia ser meu último dia... nossa, foi um dia terrível!

CASO B

Entrevista:

Esta segunda entrevista foi realizada junto a um assessor para transações de Fusões e Aquisições. Vale ressaltar que por sugestão e escolha do entrevistado, esta entrevista resultou em diversas citações e exemplos, não obedecendo a uma estrutura de perguntas e respostas, mas um conteúdo qualitativo de grande significado.

Pelo o que posso presenciar no meu dia a dia, sinto que a Vaidade é um dos principais carros chefe quando falamos de aspectos não econômicos, assim como o Valor Sentimental, o qual nos leva a presenciar diversas situações de pura emoção por parte dos vendedores. Realmente é engraçado, diria até que muito engraçado se não triste já que estas situações atrapalham consideravelmente o desenvolvimento do processo. Acho que como variantes dos sentimentos mencionados anteriormente, outros que eu me lembro que surgem com certa frequência são outros tipo ...

Valor da Confiança do Dono no Executivo. Muitas vezes, em negócios profissionalizados, o dono não sabe da verdade do negócio, como este é um momento que se torna quase uma investigação das práticas da empresa, e, portanto um momento no qual o proprietário estará sendo constantemente informado do que se está encontrando, o fator "desilusão" dele para com a situação acaba abalando-o muito pelo lado emocional tirando de certa forma a racionalidade. É uma nova realidade que ele tem que construir antes de se continuar o processo.

Sentimentos diversos que eu dividiria como:

Sentimento Fundador: Brio; camelou e não quer vender. "Só vão vender quando eu morrer"

Sentimento 1a. Geração: "Sou empresário". Vaidade quanto a realização menor, mas quanto a status maior. Vende, mas quer no mínimo ficar no Conselho.

Sentimento 2a. Geração (Netos): Avô foi um pentelho que só pensava em negócio. Quer vender e curtir...

Ah!!! Um ponto muito importante é em relação a questões entre irmãos devido a traumas e conflitos criados ao longo da vida. Alguns estereótipos que são notados com certa facilidade são:

O Filhinho do papai: sempre protegido e querido

O coitadinho: discriminado e não querido pelos pais

O "bon vivant": quer mais curtir a sua vida e pouco se importa com a empresa e com os demais, é da turma do tanto faz, embora só tem a boa vida graças a empresa.

Muitas vezes é difícil de sair negócio entre irmãos pois tem o que se dedica mais e teoricamente entende mais. Por outro lado tem aquele que fica com a seguinte questão: "Se você vender junto comigo sei que é bom negócio, se você comprar de mim você está me enganando"

Vejo também que muitos conflitos entre acionistas na hora de vender se dá em razão da diferença de idade e conseqüentemente de objetivos de vida naquele momento. Uns querem o emprego e o status, outros querem curtir a vida, pois já fizeram muito pela empresa além de terem medo que a nova geração comece a destruir valor. Medo de a empresa virar cabide de empregos. É comentado que um dos fatores que abreviou uma recente transação na indústria de papel, a venda da Ripasa, teve uma componente grande desta questão. O pessoal mais velho acelerou um pouco o processo com medo de que vários parentes fossem começar a entrar na "brincadeira" e depois que pegassem o gosto podia dar problema...

Um aspecto muito particular é quando o dono tem mais de uma família e distribui "mesadas", a partir do registro dos diversos potenciais herdeiros na folha de funcionários da empresa, sem que um saiba do benefício dado aos demais. "Se vender o que eu faço?"

Uma coisa bastante freqüente é o negócio ficar difícil de "desenrolar" devido a sentimentos de raiva... ciúme... quando a parte compradora é concorrente histórico ou algo do gênero.

A vergonha. É, é engraçado ver, mas em caso onde o proprietário é alguém de mais idade isso aparece. Já que para muitos existe um conceito de que vender algo é perder ou se desfazer, por mais que a venda esteja ocorrendo por uma boa oportunidade financeira, esse perfil de vendedor sente-se relativamente envergonhado perante aos funcionários (os quais são neste

momento mais parte da sua vida do que a própria família), e também em relação a amigos e parentes.

Conflito de visão de curto com longo prazo. O mercado ta ruim, quer vender. Em poucos meses o mercado melhorou um pouco, já se passa a fazer previsões excelentes para o futuro, gerando um cenário completamente distinto daquele que motivou a decisão de venda anteriormente. Isso também pode ser caracterizado por otimismo acentuado por parte do acionista, o que acontece também com muitos executivos e analistas. Focando no caso brasileiro, sempre se projeta inflação em queda, juros em queda, PIB em alta. Assim, o acionista mesmo em situação muitas vezes indefinidas de mercado, projeta grande crescimento das vendas e resultados.

Que mais que eu poderia te dizer?... Acho que uma outra situação que é bastante interessante é a do controle sobre familiares, em especial filhos. Com os filhos trabalhando na empresa eles estão sob a "asa" do pai proprietário. Se vender, o que eles vão fazer? O pai parece que tem uma sensação de poder, um sentimento meio de "vigiando a prole"...

Questões relacionadas a identidade: "a empresa sou eu ou eu sou a empresa?" O dono cria com a empresa um relação meio simbiótica. A empresa é mais presente, mais importante, mais empolgante, mais atraente do que qualquer outra coisa incluindo a própria família.

O poder. Uma figura semelhante a caracterizada em um senhor feudal toma conta do dono em relação a funcionários e seus familiares.

Pensando um pouco mais tem uma outra coisa que é bastante interessante. Dado que essa relação com a empresa é muito mais característica das sociedades Latinas do que das sociedades Anglo-Saxônicas, um ponto a ser analisado é a maturidade do mercado de capitais. O mercado de capitais maduro legitima e principalmente valoriza a posição do acionista não dono, ou seja, o bom é ter ação que dá lucro e não ser dono, ser detentor de poder. Com isso, a visão da funcionalidade da empresa como sendo principalmente uma unidade de geração de riqueza para quem tem ações é muito mais usual. Outro fator que esta forma de relação acionista empresa cria, é de aceitar com naturalidade a função de terceiros dando palpite no seu negócio, já que todas as empresa negociadas em bolsa tem auditoria externa e seus dados assim com suas práticas devem ser transparentes ao mercado.