

2 Referencial teórico

2.1. Resultados da revisão bibliográfica

As atividades de F&A remontam ao final do século XVIII e início do século XIX, quando a Revolução Industrial desencadeou um processo de concentração de capitais e reestruturação patrimonial sem precedentes, o qual, por meio de movimentos cíclicos (ondas), vem definindo e caracterizando o sistema de produção predominante, o Capitalismo (CAMARGOS ; BARBOSA, 2003).

Apesar de serem normalmente tratadas em conjunto, uma operação de fusão possui características distintas de uma aquisição, não sendo, portanto, idênticas. Segundo Barros (2003), uma fusão “envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores”, enquanto que uma aquisição “determina o desaparecimento legal da empresa comprada”.

Mastracchio et al. (2002) apresentam outras distinções entre processos de fusão e aquisição. Segundo tais autores, a opção de uma empresa para se fundir com outra ao invés de adquiri-la estaria pautada pelas seguintes vantagens:

- normalmente, uma fusão não envolve desembolso de caixa;
- uma fusão pode ser realizada com isenção fiscal para ambas as partes envolvidas;
- uma fusão permite que acionistas minoritários passem a dispor de uma fatia menor de um montante maior, aumentando assim a riqueza total líquida;
- nos Estados Unidos, a fusão de uma companhia de capital aberto com uma companhia de capital fechado possibilita que os acionistas da empresa alvo recebam ações da companhia de capital aberto, apesar das restrições impostas pelo Regulamento 144a da SEC (*Securities Exchange Commission*);

- comparada a uma aquisição de ativos, uma fusão é um procedimento mais rápido e com menores custos;
- em uma fusão onde existam acionistas minoritários, caso haja votos suficientes para aprovar a fusão, a transação torna-se operativa independentemente da discordância de alguns acionistas.

Por outro lado, as empresas que optam por aquisições ao invés de fusões obteriam os seguintes benefícios:

- se a empresa adquirente for listada em Bolsa de Valores, a oferta de compra para os acionistas da empresa a ser adquirida tende a demandar menos tempo e recursos financeiros;
- não é necessária a dissolução do controle acionário, como ocorre em uma fusão.

Nesta pesquisa, será adotada a denominação conjunta (F&A) quando as características a serem introduzidas forem igualmente aplicáveis aos dois tipos de processo. Por sua vez, na medida em que seja relevante explicitar características distintas de uma fusão ou aquisição, será feita a devida distinção.

Devido à sua natureza cíclica, a atividade de F&A intercala períodos de maior e menor intensidade. Segundo Camargos e Barbosa (2003), podem ser destacadas quatro ondas de F&A, as quais são explicadas principalmente pelo mercado norte-americano. Tais ondas desempenham um papel relevante, em escala mundial, para a reestruturação patrimonial, consolidação de setores econômicos e concentração de capitais, conforme se observa na Tabela 1 abaixo.

Onda	Características
<i>The Great Merger Wave (1887-1904)</i>	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904. Teve como características predominantes: as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.

<p><i>The Merger Movement (1916-1929)</i></p>	<p>O boom do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por leis antitruste. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio.</p>
<p><i>The 1960s Conglomerate Merger Wave</i></p>	<p>Predominaram as fusões que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste em 1950. Durante os anos 1960, as aquisições foram influenciadas pelo boom do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&As desta onda fracassaram porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade.</p>
<p><i>The Wave of the 1980s</i></p>	<p>Caracterizada pela expansão empresarial devida não a investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim à aquisição de outras firmas, em razão de o baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O <i>crash</i> da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições <i>hostis</i>. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas de mesmo porte, diferentemente das demais, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>takeovers</i>. O boom das F&As dos anos 1980 na economia norte-americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 1990 esta atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e mudanças tecnológicas.</p>

Fonte: Camargos e Barbosa (2003)

Tabela 1 – Ondas de Fusões e Aquisições

De acordo com Weston (1990), existem três tipos de fusões: horizontais, verticais e os conglomerados.

A fusão horizontal ocorre quando duas firmas pertencentes a um mesmo segmento da indústria decidem juntar-se ou quando uma adquire a outra, formando uma empresa maior.

De acordo com a Tabela 2, uma possível vantagem deste tipo de estratégia decorre das economias de escala que a firma pode obter. Ou seja, se cada uma das duas empresas possui uma fábrica e após a fusão uma das plantas é desativada sendo a outra ampliada há, portanto, a possibilidade de se obter economias de escala.

Por outro lado, ocorre uma fusão vertical quando firmas de diferentes estágios de produção decidem unir-se. Uma explicação para esta opção de diversificação reside na diminuição dos custos e incorporação de margens de lucro. As firmas conseguem obter economias de custos decorrentes da diminuição dos gastos com transporte dos insumos, além de eliminar as despesas decorrentes da procura por preços mais atrativos, elaboração e fiscalização dos contratos e propagandas.

Convém ressaltar que poderá ocorrer uma melhora na coordenação dos estágios de produção, na medida em que o planejamento do processo produtivo e dos estoques torna-se mais eficiente, visto que há um ganho de eficiência no fluxo das informações dentro da firma.

As fusões verticais podem ainda fazer com que a empresa tenha maiores retornos globais sobre os seus investimentos. Por exemplo, se o estágio de produção que a companhia planeja integrar propicia um retorno sobre o investimento superior ao seu custo de oportunidade do capital, a fusão ou aquisição torna-se interessante.

O tipo de integração baseado em conglomerados envolve firmas que não estão necessariamente situadas em atividades correlacionadas. Na visão de Weston (1990), três formas podem ser destacadas: (i) fusões com sinergia de mercado ou

geográfica; (ii) fusões com sinergia de produto e (iii) conglomerados puros. As fusões com sinergia de mercado envolvem firmas cujas operações possuem uma certa complementaridade em termos geográficos e os bens produzidos são substitutos. Desta forma, observa-se uma elevação da parcela de mercado além de ganhos derivados da utilização dos mesmos canais de distribuição e publicidade. Por sua vez, as fusões com sinergia de produto caracterizam-se pela existência de uma relação em termos de produção ou distribuição de produtos complementares, sendo também conhecidas como fusões concêntricas. Finalmente, nos conglomerados puros não há qualquer tipo de relação entre as firmas. Neste caso, a principal motivação dessa operação é a possibilidade de realizar lucros superiores aos obtidos na área de atuação da companhia, já que as oportunidades de investimento tornam-se limitadas dentro da indústria.

A formação de conglomerados puros a partir da incorporação de outras firmas, em detrimento da opção pelo desenvolvimento dos recursos internamente, se explica pelo fato das firmas-alvo já possuírem o know-how nos seus respectivos mercados.

Tipo	Definição	Possíveis objetivos
Horizontal	Fusões dentro de uma mesma indústria ou segmento	Obter economias de escala e escopo Elevação do <i>market share</i> Penetrar rapidamente em novas regiões
Vertical	Fusões de empresas que estão à frente ou atrás da cadeia produtiva	Maior controle sobre as atividades Proteção do investimento principal Maior facilidade na distribuição dos produtos Assegurar matérias-primas (eventualmente a custos mais baixos)
Concêntrica	Fusões de empresas com produtos ou serviços não similares que apresentam algum tipo de sinergia	Diminuição dos custos de distribuição Diversificação do risco Adquirir rapidamente o <i>know how</i> do setor Ampliar a linha de produtos Entrar em novos mercados
Conglomerado Puro	Fusões sem qualquer tipo de sinergia	Diversificação do risco Aproveitar oportunidades de investimento

Fonte: BNDES (1999)

Tabela 2 - Fusões: classificação segundo Weston (1990)

Vale ressaltar outra modalidade de F&A, citada por Weston e Brigham (2000): trata-se da F&A congênere, envolvendo firmas que estão na mesma

indústria mas que não atuam na mesma linha de negócios, não sendo nem fornecedoras nem clientes.

Segundo a tipologia apresentada por Mastracchio (2002), uma fusão pode ser classificada de quatro maneiras: (i) fusão dianteira, na qual a empresa alvo (adquirida) se funde com a empresa adquirente (principal), e os acionistas da empresa alvo recebem ações da empresa adquirente; (ii) fusão inversa, na qual a empresa adquirente funde-se com a empresa alvo e obtém as ações desta empresa; (iii) fusão subsidiária, na qual a empresa adquirente incorpora uma subsidiária e então se funde com a empresa alvo e (iv) fusão triangular, na qual os ativos da empresa alvo são entregues para a empresa adquirente em troca de ações desta última. Cabe notar que cada uma destas quatro modalidades apresenta tratamento tributário diferente de acordo com a legislação norte-americana.

De modo a permitir um entendimento mais profundo sobre as conseqüências de um processo de F&A, sob uma ótica estratégica, podemos considerar uma análise sob três pontos de vista distintos: o primeiro deles diz respeito ao modelo de perspectiva dos processos, formulado por Haspeslagh e Jemison (1991); o segundo trata dos atributos como fatores de previsão para o sucesso (HITT et al., 1998) e, por fim, o terceiro e último modelo aborda uma análise de variáveis-chave *hard* e *soft*, constituída a partir de pesquisas com mais de 700 F&A, realizadas pelas KPMG (1999).

De acordo com Haspeslagh & Jemison (1991), a perspectiva de processo engloba os conceitos de adequação estratégica e adequação organizacional, adicionando considerações sobre como certos aspectos da decisão de se adquirir/fundir, à luz de um processo de integração, poderão afetar o resultado final da empresa. Esta perspectiva busca combinar pesquisas sobre comportamento organizacional e estratégia com o intuito de descobrir novos *insights* sobre a redistribuição do novo capital gerado e sobre o potencial de criação de valor (JERIS et al., 2002).

Um ponto central da análise de Haspeslagh & Jemison refere-se à abordagem interativa sobre o processo de integração, categorizando as metas estratégicas em uma F&A sob as dimensões de uma absorção, preservação ou simbiose, permitindo um exame de como as expectativas e as lideranças são gerenciadas e reformuladas imediatamente e durante a decisão de adquirir/fundir.

Uma abordagem de absorção requer um alto grau de interdependência e um baixo grau de autonomia dentro de um objetivo final de completar a consolidação em ambas as empresas. Nesse contexto, o tempo gasto para implementar o processo de integração será um fator crítico para o sucesso da operação, logo, mover-se o mais rápido possível seria uma postura adequada de acordo com esta perspectiva. Caso as empresas decidissem aguardar por informações extras, elas obteriam apenas resultados limitados, uma vez que os custos por esperar seriam elevados - adiar uma racionalização iminente provocaria um aumento das incertezas, contribuindo inclusive para uma rotatividade maior de pessoas qualificadas.

Por outro lado, uma abordagem de preservação seria caracterizada por uma baixa interdependência associada a uma alta autonomia. Neste cenário, o objetivo da aquisição seria manter a entidade adquirida como independente da empresa adquirente. De acordo com Haspeslagh & Jemison (1991), por meio dessa abordagem seria possível reter e posteriormente transferir para a empresa adquirida uma cesta de capacitações estratégicas.

Já uma abordagem de simbiose seria a mais difícil de ser atingida, uma vez que se deseja atingir tanto alta autonomia como alta interdependência estratégica. Propõe-se, portanto, a criação de uma organização amalgamada, onde cada firma poderá aproveitar das qualidades originais da outra. No caso de uma simbiose, ao contrário de uma abordagem de absorção, a pressa poderia comprometer os resultados futuros da operação. Segundo pesquisas empíricas citadas por Haspeslagh & Jemison (1991), os casos mais bem-sucedidos de aquisições simbióticas ocorreram quando a empresa adquirida, por si só, modifica um

conjunto de práticas organizacionais com o intuito de se adaptar a uma nova situação.

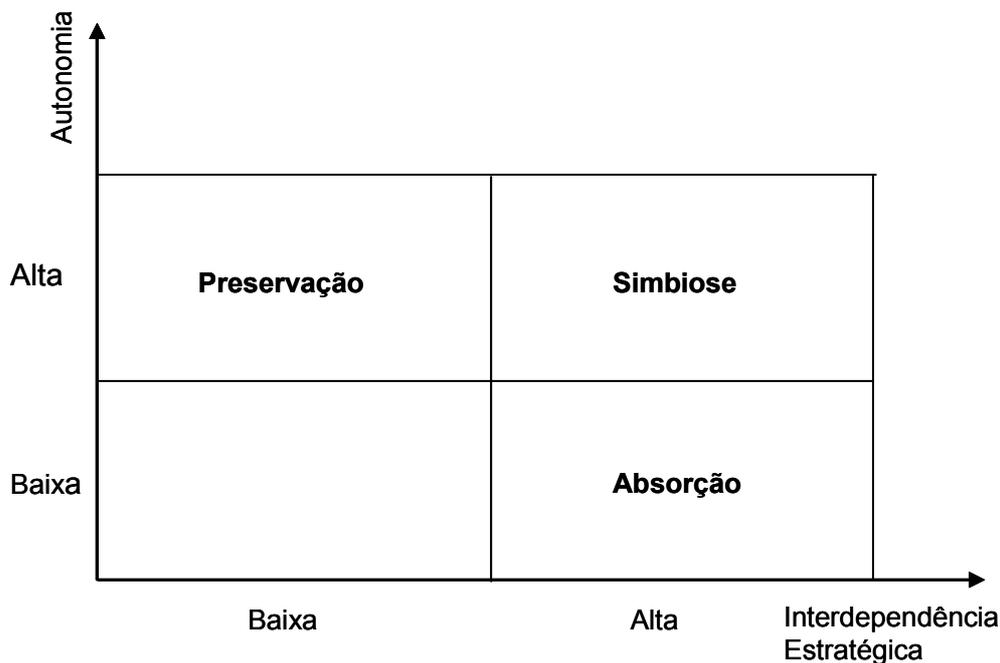


Figura 1 - Fusões e Aquisições pela Perspectiva do Processo
(HASPESLAGH ; JEMISON, 1991)

Ao analisarmos as contribuições de Hitt et al. (1998) sobre F&A, encontramos um estudo baseado em 24 aquisições, o qual elenca, através de uma forte base empírica, diversos atributos que afetam a performance no pós-aquisição. Segundo os autores, os atributos para uma aquisição bem sucedida seriam: complementaridades construídas a partir das capacitações existentes, relacionamento amigável entre as empresas que se unem, endividamento baixo ou moderado, profunda experiência com iniciativas de mudança, ênfase em habilidades e inovação, seleção de alvos potenciais para aquisição em linha com o *core business* e disponibilidade de caixa. Além da ausência desses atributos, aquisições mal sucedidas costumam ser acompanhadas por comportamentos aéticos dos níveis mais elevados de gerência antes, durante e depois da decisão de fundir/adquirir.

Para uma melhor compreensão sobre como uma empresa pretende melhorar sua performance a partir de uma fusão ou aquisição, podemos considerar os

pressupostos teóricos de Hitt et al. (1998), os quais afirmam que:

- a empresa fundida alcança maior poder de mercado através de uma maior fatia de mercado ou mediante competição multiponto;
- a empresa fundida ganha economias de escala e/ou escopo mediante a combinação de capacitações complementares das duas firmas;
- a empresa fundida terá acesso ao capital a um custo menor.

Por sua vez, a partir de estudo conduzido pela KPMG (1999), buscou-se mensurar o sucesso da F&A a partir da criação de valor para o acionista, comparando-se as situações antes e depois do fechamento da operação. Passou-se a comparar a performance individual das empresas com a curva de tendências da indústria, dividindo os resultados em três categorias diferentes: empresas que falharam em criar valor, empresas que nem criaram nem destruíram valor e empresas que criaram mais valor do que a média de sua indústria. Segundo tal estudo, três variáveis-chave *hard* e três variáveis-chave *soft* caracterizam os negócios bem sucedidos: avaliação de sinergias, planejamento do projeto de integração, realização de *due dilligence* e seleção cuidadosa das equipes de gerência, ampla atenção em balancear ambas as culturas, comunicação ininterrupta, respectivamente.

Uma fusão ou consolidação é um dos métodos pelos quais uma firma pode adquirir outra. Além de ser feita por fusão, a aquisição pode ocorrer por meio da compra de ações ou ativos, mediante pagamento em dinheiro, ações ou títulos, via bolsa de valores; oferta privada da administração da firma adquirente à administração da firma a ser adquirida; ou mediante uma oferta pública de compra (*tender offer*), feita pela firma adquirente diretamente aos acionistas da outra (CAMARGOS ; BARBOSA, 2003).

Pode-se observar ainda que a escolha entre fusão e proposta pública de compra em uma aquisição é motivada pelos custos, os quais estão associados ao prêmio requerido pelo controle exigido pela administração da firma-alvo. De uma forma geral, propostas públicas de compra têm sido associadas com pagamento

em dinheiro, e fusões, com pagamento em ações.

Uma fusão ou aquisição pode ser conduzida de forma amigável (*friendly takeover*) ou hostil (*hostile takeover*). As amigáveis podem ser definidas como uma mudança na propriedade corporativa sem conseqüente mudança no controle administrativo. Por sua vez, as hostis seriam um lance de tomada de controle não solicitado, resultando na substituição da administração da firma alvo.

Na literatura sobre F&A, encontramos vários mecanismos para se tomar o controle de outras empresas (*takeover*), operação considerada como atrativa, porém cara. Os quatro instrumentos mais citados são:

- a) disputas por procuração: é o instrumento mais incerto, e o menos utilizado, pois necessita da aprovação explícita de dirigentes e controladores da firma, o que é dificultado pelos estatutos;
- b) compra direta de ações: compra do número mínimo necessário de ações diretamente no mercado de capitais;
- c) fusão: é considerado o mecanismo mais eficiente para a tomada de controle corporativo sendo de considerável importância para a proteção de acionistas individuais não controladores;
- d) fechamento de capital (*Leveraged* ou *Management Buyout* – LBO ou MBO): corresponde à aquisição da firma pela própria administração. É uma operação altamente alavancada, sendo ainda uma estratégia de defesa contra *takeovers* hostis;

Além do fechamento de capital, encontramos na literatura sobre F&A diversos mecanismos envolvendo estratégias de defesa contra operações hostis, as quais estariam associadas à tentativa dos acionistas em resistir a uma proposta de aquisição. Cabe ressaltar que essa resistência pode resultar em prêmios mais elevados, em função de um impacto positivo no preço (hipótese da maximização da riqueza dos acionistas) e aos esforços dos administradores para preservar seus empregos (maximização da sua utilidade gerencial). A seguir é apresentada uma compilação com as principais estratégias de defesa identificadas:

Estratégia	Definição
Pílulas Envenenadas (<i>Poison Pills</i>) e Repelentes de Tubarão (<i>Shark Repellents</i>)	Normas corporativas para eleições do quadro de diretores, datas dos encontros anuais, número mínimo de ações para tentativas de <i>takeovers</i> , entre outros requerimentos que os dificultam.
<i>Greenmail</i>	Pagamento em forma de um interesse minoritário de aquisição de controle acima dos custos de aquisição, com retorno (“lucro”) para um proponente desistir do <i>takeover</i> hostil;
Reaquisição e Limitação de Participação	A firma readquire a participação de um comprador em potencial na sua estrutura societária mediante pagamento de ágio substancial, o que também é conhecido como “chantagem verde”. A limitação de participação corresponde a contratos firmados entre as empresas envolvidas, nos quais a firma adquirente concorda em limitar sua participação na outra.
Elevação do Valor da Empresa	Uso de estratégias de investimento e da política de dividendos para aumentar o valor das ações da firma, como o aumento da distribuição de dividendos, redução de investimentos com riscos elevados e desinvestimentos;
Fusões Defensivas	Fusão amigável com outra firma, destinada a tornar uma firma-alvo menos vulnerável a um <i>takeover</i> hostil; seu porte maior torna mais difícil a sua aquisição.
Jóias da Coroa ou Estratégia de Terra Arrasada	A firma vende os seus principais ativos, tornando-se menos atraente para um <i>takeover</i> .
Cavaleiro Branco (<i>White Knight</i>)	A firma-alvo tenta encontrar uma outra firma com uma postura mais amistosa, interessada em fazer a fusão ou a aquisição.
Ofertas Próprias Excludentes de Compra	A firma-alvo compra, com ágio, um certo número de suas próprias ações, excluindo os acionistas interessados no <i>takeover</i>

Fonte: compilado a partir de Camargos e Barbosa (2003)

Tabela 3 - Estratégias de Defesa contra F&A hostis

Segundo Camargos e Barbosa (2004), os motivos para as F&A encontram suporte teórico nas Teorias da Firma e no desenvolvimento dessa, a Teoria da Agência, as quais explicam o surgimento e a existência da firma, fatores determinantes e limitadores do seu crescimento, e as imperfeições do mercado. Por sua vez, as idéias e conseqüências dessas teorias afetam tanto a distribuição de riqueza criada pelas firmas, assim como aspectos relacionados aos incentivos que

os diversos *stakeholders* têm em investir e participar de atividades que resultem na criação de valor no desenvolvimento das atividades das firmas.

De acordo com Firth (1980), as principais motivações para F&A estão baseadas nas seguintes teorias da firma:

1. Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma: defende que os gestores seriam levados a tomarem decisões que maximizem o valor de suas firmas e a riqueza dos acionistas com base nas forças de mercado. Desta forma, as firmas optarão por processos de F&A caso estes proporcionem aumento da riqueza dos acionistas adquirentes, mediante estabelecimento de sinergias, substituição de gestores ineficientes nas firmas adquiridas ou pelo fortalecimento do poder de monopólio.
2. Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial: focada na maximização da utilidade para os gerentes da firma adquirente, a qual poderá ocorrer pelo menor risco de perda do emprego, maior satisfação no trabalho e reajuste salarial. Vale notar que tal maximização ocorre em detrimento da maximização da riqueza dos acionistas. Todavia, com o aumento do tamanho da firma, a partir de processos de F&A, seria mais fácil atingir tanto os objetivos dos administradores da firma como de seus acionistas.

A seguir serão apresentados na Tabela 4 diversos motivos para transações de F&A, acompanhados de uma breve definição.

Motivo	Definição
Expectativas Assimétricas	Diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra.
Irracionalidade Individual nas Decisões de Dirigentes	Justificativa hipotética para as fusões, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Irracionalidades estas, diluídas ou anuladas quando consideradas de forma agregada na interação dos vários agentes econômicos.

Compensações e Incentivos Tributários	Advindos de créditos tributários, relativos a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas poderem ser compensados em exercícios futuros pela outra firma que venha apresentando lucros.
Custos de Reposição e Valores de Mercado	Situação existente quando os custos de reposição dos ativos de uma firma forem maiores que o seu valor de mercado. Isto é, quando a razão “Q de Tobin” (valor de mercado/valor patrimonial) de uma da firma for menor do que a unidade (“Q de Tobin” < 1).
Busca de Economias de Escala e Escopo	Advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento (<i>know how</i>).
Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	Advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução da competição.
Redução do Risco de Insolvência	Advindo da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita (F&As conglomerado e co-seguro).
Razões Gerenciais	As F&A podem ocorrer visando tanto o aumento do bem-estar dos diretores das firmas, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de suas ações, como a substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas.
Capacidades Adicionais e Sinergias Operacionais	Devido ao crescimento da demanda e à expectativa de aumento na riqueza dos acionistas como resultado da fusão.

Fonte: Camargos e Barbosa (2004)

Tabela 4 - Motivos para Fusões & Aquisições

2.2. Conceitos centrais - definições

Neste trabalho, o conceito de fusões e aquisições será tratado como um caso extremo de aliança, conforme já mencionado, baseando-se na classificação de alianças de acordo com o grau de intensidade de relacionamento e de interdependência organizacional.

Na literatura pesquisada, observa-se divergência quanto à classificação dos processos de F&A como uma modalidade de aliança ou não. Segundo o entendimento de Barros (2001), os novos formatos organizacionais implicam

diferentes tipos de estrutura, os quais estão dispostos em um contínuo de relacionamento, no qual as fusões e aquisições estariam em um extremo, enquanto estruturas onde predominam meros relacionamentos transacionais estariam no extremo oposto. Já as alianças estratégicas estariam em pontos intermediários dos extremos anteriormente citados, tendo como principais características o compartilhamento de objetivos, o comprometimento de recursos de capital e administrativo das partes envolvidas e a busca de um objetivo estratégico de longo prazo. Por outro lado, em um processo de fusão ou aquisição, uma ou todas as empresas envolvidas perdem a autonomia estratégica, de modo que não seria possível caracterizar tal processo como uma aliança (BARROS, 2001, p.91).

Por sua vez, a classificação apresentada por Ernst & Young (1994) agrupa diversas modalidades de alianças estratégicas de acordo com o grau de controle. Desta forma, as F&A pertenceriam a uma categoria de controle/propriedade pleno, enquanto as *joint ventures* estariam classificadas como um negócio de controle/propriedade parcial e, por fim, teríamos em outro extremo apenas associações com controle contratual, como por exemplo, acordos de cooperação. Apesar dos diferentes graus de controle e propriedade, tanto uma F&A como um mero acordo contratual poderiam ser classificados como modalidades de alianças estratégicas, embora cada qual com características bastante distintas.

Controle Pleno da Propriedade	Propriedade Parcial e Controle Contratual	Controle Contratual
Fusões ou Aquisições	<i>Joint Ventures</i>	Acordos de cooperação
<i>Spin-offs</i>	Investimentos minoritários	Parcerias em P&D
		Acordos para licenciamento e distribuição

Tabela 5 - Alternativas de alianças estratégicas (ERNST & YOUNG, 1994)

Neste momento, torna-se relevante definir o conceito de aliança que será utilizado nesta pesquisa. Conforme Gulati (1998), alianças são "... arranjos voluntários entre firmas - envolvendo troca, compartilhamento ou co-desenvolvimento de produtos, tecnologias ou serviços", e são estratégicas quando

contribuem diretamente para a vantagem competitiva de uma empresa (MACEDO-SOARES, 2002). Diferencia-se, portanto, de um simples acordo, pois consiste numa configuração organizacional na qual as decisões são compartilhadas pelas partes, e que se apresenta em constante mutação. Já no acordo, os termos podem ser especificados e combinados no início pelas partes (TAUHATA, 2002, baseado em TROCCOLI; MACEDO-SOARES, 2002).

Uma vez definido o conceito de aliança, cabe aprofundar o conceito de aliança estratégica. Segundo Gomes-Casseres (1999), são formas de concepção de novas unidades de competição possibilitando a redefinição do modelo de competição existente. Atualmente, além das vantagens competitivas obtidas pelas empresas através das alianças em relações bilaterais, ocorre a extensão do conceito dando origem a verdadeiras redes de alianças ou “constelações” (GOMES-CASSERES, 1994). Doz & Hamel (1998) consideram que tais relacionamentos permitem obter as vantagens competitivas necessárias para a disputa por clientes no mercado atual, as quais não seriam construídas de forma isolada pelas empresas. Desta forma, pode-se definir aliança estratégica, de uma forma mais ampla, como um relacionamento entre empresas que atuam em conjunto visando atingir um determinado objetivo.

Existem diversos critérios para se classificar as alianças, dentre os quais se destacam: 1) número de parceiros, 2) estrutura de capital (ótica financeira); 3) objetivos dos parceiros envolvidos; 4) conteúdo estratégico; 5) intensidade ou grau de relacionamento ou interdependência. A Tabela 6 a seguir apresenta um resumo dos tipos de alianças de acordo com os critérios acima apresentados.

Critério	Tipo	Descrição	Autor
1) Número de parceiros	bilaterais	alianças mantidas entre somente duas empresas	Doz & Hamel (1998)
	multilaterais	alianças mantidas entre mais de duas empresas	
2) Estrutura de Capital	sem participação acionária (<i>non-equity</i>)	empresas não assumem posições acionárias entre si ou formam uma unidade organizacional independente para gerenciar os esforços conjuntos	Barney (1996)
	com participação acionária (<i>equity</i>)	empresas complementam os contratos com estabelecimento de participação acionária no parceiro	

	<i>joint venture</i>	os parceiros criam uma empresa legalmente independente, com personalidade jurídica própria	
3) Objetivos dos parceiros envolvidos	simétricas	os parceiros buscam as mesmas vantagens	Barney (1996)
	assimétricas	Quando as empresas em cooperação possuem objetivos estratégicos e habilidades diferentes	
	mistas	Alianças onde os interesses das empresas podem ser similares ou diferentes	
4) Conteúdo Estratégico	estratégicas	Capazes de afetar o posicionamento de mercado de longo prazo do produto de pelo menos um parceiro	Hagedoorn & Schakenraad (1992), p. 164
	não estratégicas	Não afetam o posicionamento de mercado de longo prazo	
5) Intensidade ou Tipo de Relacionamento / Interdependência	Vide Tabela 7		Parise (2000) Nohria & Garcia-Pont (1991)

Tabela 6 - Tipos de alianças* de acordo com critérios selecionados

(*) podem ser estratégicas ou não

Com relação ao número de parceiros, as alianças podem ser classificadas em bilaterais e multilaterais. Relacionamentos ou alianças bilaterais são aqueles mantidos entre somente duas empresas; por exemplo, uma empresa e um parceiro. Já os relacionamentos ou alianças multilaterais são aqueles mantidos por mais de duas empresas; por exemplo, uma empresa e diversos fornecedores.

Quanto à estrutura de capital, Barney (1996) classifica as alianças estratégicas em três categorias básicas: alianças sem participação acionária (*non-equity*), alianças com participação acionária (*equity*) e *joint ventures*. No caso de uma aliança sem participação acionária, as empresas em cooperação concordam em trabalhar em conjunto para desenvolver, fabricar ou vender produtos e serviços, mas não assumem posições acionárias entre si ou formam uma unidade organizacional independente para gerenciar os esforços conjuntos, o que é feito na forma de contratos. No outro caso, as empresas complementam os contratos com estabelecimento de participação acionária no parceiro. Por sua vez, em uma *joint venture*, os parceiros criam uma empresa legalmente independente onde investem e compartilham eventuais lucros gerados com a operação.

Outra forma de classificar as alianças é quanto aos interesses dos parceiros envolvidos. De acordo com Barney (1996), seria possível classificar as alianças como simétricas, assimétricas ou mistas. Alianças simétricas são aquelas onde os parceiros possuem metas e objetivos similares na aliança; como exemplo, tem-se o caso de formação de uma aliança estratégica para ganho de escala. Esse tipo ocorre mais em indústrias maduras, ou fragmentadas em grupos estratégicos. Quando as empresas em cooperação possuem objetivos estratégicos e habilidades diferentes, a aliança é caracterizada como assimétrica, e este tipo pode ser formado quando o gerenciamento de incertezas/riscos requer parcerias que atravessam as fronteiras do mercado ou da indústria, sendo normalmente motivado pela necessidade de complementaridade de recursos/competências. Já alianças onde os interesses das empresas podem ser similares ou diferentes são chamadas de mistas, as quais são explicadas pela possibilidade de compartilhar custos, minimizar riscos e gerenciar a incerteza.

Por fim, as alianças podem ainda ser classificadas como estratégicas ou não. Segundo Hagedoorn & Schakenraad (1992), as alianças estratégicas são “... aqueles acordos interfirmas que podem ser razoavelmente considerados como capazes de afetar o posicionamento de mercado de longo prazo do produto de pelo menos um parceiro” (p. 164). Uma aliança estratégica possibilita a captura de valor (DOZ ; HAMEL, 1998), contribui ao *core business* da empresa, à sua vantagem competitiva e à sustentação de desempenho superior (TROCCOLI ; MACEDO-SOARES, 2002b).

De modo a melhor comparar as F&A com outros tipos de alianças, cabe observar a Tabela 7 (TAUHATA, 2002), a qual apresenta diversas associações com grau decrescente de intensidade de relacionamento, baseando-se nos arranjos cooperativos apresentados por Contractor & Lorange (1988), Parise (2000) e Nohria & Garcia-Pont (1991). Vale ressaltar que esta tabela pode ser adaptada, de forma a refletir as relações mais comuns em determinada indústria que seja o foco de interesse de um dado trabalho.

Nº	Tipo	Descrição
1	Fusões e Aquisições	Na fusão, normalmente, as firmas envolvidas possuem porte semelhante e combinam-se mediante uma simples permuta de ações, dando origem a uma outra firma. Por outro lado, na aquisição ocorre a compra de uma firma por outra, e somente uma delas mantém a identidade
2	<i>Joint Venture</i>	Entidade independente é incorporada pelos parceiros com determinado propósito
3	Participação Acionária Cruzada	Cada parceiro adquire uma participação acionária no outro parceiro
4	Investimento Acionário Minoritário	Um parceiro adquire uma participação acionária minoritária no outro parceiro
5	P&D em Conjunto	Parceiros concordam em pesquisar /desenvolver produtos em conjunto
6	Desenvolvimento / Co-produção	Parceiros concordam em desenvolver ou produzir produto(s) em conjunto
7	Comercialização/ Marketing em Conjunto	Parceiros concordam em desenvolver ou produzir produto(s) em conjunto
8	Franquia	Parceiros são unidos por meio de acordos de licenciamento que garante direitos para oferecer, vender ou distribuir produtos e serviços, com a condição de atender a especificações rígidas de qualidade e de padrões de operação.
9	Licenciamento de patente ou <i>know-how</i>	Permite uma empresa que possui tecnologia ou <i>know-how</i> proprietário a vender seu conhecimento a outra empresa em troca de uma taxa “up-front”, seguido por <i>royalties</i> no futuro baseado em percentagem sobre as vendas futuras
10	Transferência de Tecnologia	Arranjo informal no qual os parceiros compartilham tecnologia; pode ser acompanhado por acordos mais formais tais como pactos de licenciamento ou P&D
11	Acordo/Contrato de P&D	Parceiros concordam em pesquisar e desenvolver produtos
	Acordo/Contrato de Fornecimento	Um ou mais participantes supre material(is) a outro participante, que por sua vez usa este(s) material(is) para criar um produto acabado ou serviço
	Acordo/Contrato de Distribuição	Um parceiro concorda em distribuir o produto do outro parceiro usando sua rede de distribuição
	Acordo/Contrato de Comercialização	Um parceiro concorda em comercializar o produto do outro parceiro usando sua própria marca
	Acordo/Contrato de Produção	Um parceiro concorda em produzir o produto do outro parceiro usando suas próprias instalações
	Acordo/Contrato de Prestação de Serviços	Um parceiro presta serviço a outro parceiro ou à aliança, na forma de suporte, treinamento, assistência, etc.
	Acordo/Contrato de Financiamento	Um parceiro proporciona financiamento a outro parceiro, de caráter não acionário, para realizar um objetivo específico

Tabela 7 - Tipos de alianças em função do tipo de relacionamento

Embora existam diversas definições de estratégia, será adotada nesta pesquisa a de Macedo-Soares inspirada em Grant (1999), segundo a qual Estratégia é "o propósito unificador que dá coerência e direção às ações e decisões de uma organização, especialmente para alavancar e alocar os necessários

recursos para melhorar ou sustentar sua performance, considerando os fatores macroambientais”. Cabe definir também o que vem a ser uma “boa” estratégia (BARNEY, 1996), a qual se caracteriza por neutralizar ameaças e explorar oportunidades, capitalizando suas forças e evitando fraquezas oriundas dos fatores organizacionais.

Ao longo deste trabalho, procurar-se-á manter consistência com o conceito de adequação estratégica de Grant (1999), no sentido em que se espera que uma operação de F&A seja, do ponto de vista estratégico, congruente tanto com o ambiente externo à organização quanto com seus recursos, competências, sistemas internos, valores e metas.

Quanto à caracterização das estratégias das empresas, foram adotados os construtos de Fahey & Randall (1998), os quais não somente convergem com a definição de dimensões adotadas por outros autores, como Porter (1980), mas também levam em consideração o processo estratégico. Os construtos relativos ao conteúdo da estratégia são abordados em termos de seu escopo (produto/serviço, cliente, geográfico, vertical e *stakeholder*), de sua diferenciação competitiva ou postura (características do produto enfatizadas, tipos de funcionalidade oferecidos, estrutura apropriadas de preços) e de suas metas, a partir de um “propósito unificador que a organização deveria se esforçar para alcançar ao longo do tempo”.

Neste trabalho, será adotada a tipologia de estratégias genéricas de Mintzberg (1988). Esta tipologia possui duas dimensões: diferenciação e escopo de produtos e serviços, também denominada segmentação de mercado. Mintzberg classifica seis formas principais de diferenciação: preço, imagem, suporte, qualidade, design e não diferenciação. O escopo pode ser amplo ou estreito, podendo assumir infinitas configurações desde estratégia de nichos e customização até a não segmentação. Cabe ressaltar que, apesar de possuir uma menor difusão que a tipologia de Porter (1980), a tipologia de Mintzberg torna-se mais apropriada para o estudo em questão, devido à sua clareza, abrangência,

maior poder descritivo e menor limitação em termos conceituais, conforme observado por Kotha & Vadlamani (1995).

Segundo Macedo-Soares (2001), no contexto atual de mudanças crescentes em todos os níveis, deve-se também destacar o conceito de sustentabilidade da estratégia, o qual se refere à capacidade de assegurar a manutenção do desempenho superior de determinada empresa. Deve-se entender manutenção do desempenho superior como a capacidade de prolongamento de um desempenho superior, mantendo retornos acima da média da indústria, por um período relativamente longo dependendo da indústria. Apesar do desempenho poder ser medido por inúmeras variáveis e dimensões, especialmente no caso de F&A nas empresas, tem sido privilegiada a dimensão financeira de desempenho, ilustrada acima pela perspectiva de retornos acima da média. No entanto, nesta pesquisa procura-se levar em conta, na medida do possível, outras dimensões pertinentes.

2.3. Pressupostos

Com base no referencial teórico apresentado, a presente pesquisa tem os seguintes pressupostos:

1. No âmbito do presente trabalho, é fundamental distinguir os conceitos de fusão e aquisição. Embora normalmente apareçam em conjunto, um processo de fusão não é idêntico a uma aquisição. Enquanto uma fusão envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores, uma aquisição implica a predominância de uma das firmas, sendo marcada pelo desaparecimento legal da empresa comprada.
2. O foco da presente pesquisa estará nos processos de aquisição realizados pela Companhia Vale do Rio Doce na indústria de minério de ferro nos últimos 4 anos. Portanto, a metodologia e questionário referentes a esta pesquisa, a serem posteriormente apresentados,

foram concebidos sob a ótica da aquisição de empresas.

3. Em análises estratégicas, é fundamental adotar uma abordagem integrativa e sistêmica, de modo a considerar o conjunto de fatores interagentes que determinam e influenciam na busca de desempenho superior. Cabe ressaltar que a interação entre fatores é fundamental, já que pode mudar a configuração de oportunidades e de ameaças, reais e potenciais.
4. A avaliação da adequação estratégica pode ser um indicativo de desempenho superior, uma vez que o desempenho resulta da conduta estratégica da empresa e cuja efetividade depende de sua adequação à empresa e ao macroambiente (HOFER;SCHENDEL, 1978; ZAJAC et al, 2000).
5. As percepções dos executivos da CVRD são válidas para se avaliar as implicações estratégicas das aquisições de empresas na indústria de minério de ferro porque constituem a principal fonte de inspiração para a tomada de decisão. Kotha & Vadlamani (1995) justificam a escolha de membros da alta gestão da empresa como fonte de informação estratégica já que “suas intenções têm papel significativo na formulação da estratégia” e percepções da alta gerência “determinam em grande parte as estratégias intencionais das organizações”.
6. Modelos e arcabouços estruturados de análise são úteis para o gerenciamento estratégico (que incluem o desenvolvimento, a implementação e a avaliação de estratégias), porque inspiração e intuição são necessárias, mas não suficientes (MACEDO-SOARES, 2000).

2.4. Ferramental utilizado na pesquisa

Neste trabalho, será adotado um ferramental para análise das implicações estratégicas das alianças e redes de relacionamento desenvolvido por Macedo-Soares (2002) e já aplicado com sucesso em várias empresas e setores (FREITAS,

2002; LIMA, 2003; AZEVEDO, 2003; HIME, 2004; COSTA LEITE, 2004), o qual incorpora a dimensão relacional e inclui três componentes:

- uma metodologia – série de passos para realizar avaliações de adequação estratégica na ótica relacional;
- um conjunto de construtos - listas de referência, de modo a capturar e analisar os dados necessários a essas avaliações;
- um modelo para auxiliar o mapeamento e a análise da rede estratégica e dos fatores pertinentes às avaliações no caso de uma empresa específica.

O modelo a ser utilizado nesta pesquisa é denominado Modelo de Análise de Redes Estratégicas ou *Strategic Network Analysis* (Modelo SNA, 2002). Para uma melhor compreensão do modelo SNA, devem-se apresentar inicialmente o Modelo Genérico Integrativo e o Modelo Original de Macedo-Soares, a partir do quais o modelo SNA foi concebido.

2.4.1. Modelo Original de Macedo-Soares (2000)

O modelo original de Macedo-Soares (2000) possui uma perspectiva integrativa, analisando recursos e competências da organização e sua interação com as contingências ambientais. A opção por um modelo integrativo deve-se à possibilidade de conciliar duas perspectivas – a dos fatores organizacionais e a dos fatores estruturais da indústria - de acordo com o conceito de adequação estratégica ou "strategic fit". Conforme mencionado anteriormente, este conceito supõe que, para ser eficaz, a estratégia deve ser consistente tanto com o ambiente externo da organização quanto com seus recursos e condições organizacionais para alavancá-los, bem como seus objetivos e valores.

Para alcançar tal finalidade, este modelo inclui construtos de Porter (1980), de Austin (1990) e de Brandenburger & Nalebuff (1997), além de construtos desenvolvidos por meio das pesquisas de Macedo-Soares (MACEDO-SOARES; CHAMONE, 1994; MACEDO-SOARES; LUCAS, 1996a, b). Por meio dos

construtos de Porter (1980), pode-se analisar as implicações estratégicas dos fatores ambientais externos com auxílio do seu modelo das cinco forças. Já Austin (1990), utilizando este modelo de Porter como ponto de partida, propõe construtos e indicadores que permitem aprofundar as análises das implicações estratégicas dos fatores ambientais, focando-se sobretudo em países em desenvolvimento. Por sua vez, Brandenburger & Nalebuff (1997) introduzem o conceito do parceiro “complementar”. Vale lembrar ainda os construtos de Vollmann (1996) e Barney (1997) os quais se propõem a auxiliar a análise dos fatores internos às empresas que constituem recursos distintivos relevantes para a sustentabilidade da estratégia.

Conforme se observa na Figura 2, o modelo de Macedo-Soares (2000) possui forte componente integrativo. De acordo com este modelo, a empresa é vista como um sistema aberto que interage com os fatores externos, com duas categorias de variáveis: principais e secundárias. As variáveis principais são classificadas em duas categorias: variáveis independentes e dependentes. As variáveis independentes são fatores controláveis necessários para otimizar o desempenho organizacional de acordo com seus objetivos estratégicos, ou seja, fatores organizacionais de sucesso, os quais podem ser classificados em: 1) pessoas, localizadas no centro do modelo; 2) organização e 3) tecnologia. É fundamental ressaltar que estas duas últimas categorias podem ser subdivididas em variáveis *hard* (como estrutura formal na categoria organização e sistemas de tecnologia informatizada na categoria tecnologia) e variáveis *soft* (estilo gerencial na categoria organização e inovação na categoria tecnologia).

No modelo, identificam-se os atores-chave no ambiente externo da organização, os quais podem assumir os papéis propostos por Porter (1980) (cliente, fornecedor, concorrente, novo entrante e substituto), bem como o de parceiro/complementar sugerido por Brandenburger & Nalebuff (1997).

A representação da empresa neste modelo é feita a partir de um prisma, enfatizando a importância de garantir o equilíbrio das partes do sistema, onde as

linhas pontilhadas indicam que o sistema é aberto e as setas indicam que os fatores interagem. Enquanto as variáveis independentes são fatores controláveis necessários, as variáveis dependentes, como por exemplo o desempenho, resultam do gerenciamento daquelas variáveis (independentes) em interação com as variáveis secundárias, que são: 1) as contingências estratégicas gerais (fatores ambientais de acordo com os construtos de Austin, categorizados em econômicos, políticos, socioculturais e demográficos) e; 2) as contingências específicas (fatores internos da organização não controláveis, tais como estilo gerencial dos fundadores, história do estilo gerencial, história da cultura da organização, etc.). Estas variáveis secundárias não podem ser controladas, mas podem favorecer ou restringir a efetividade das variáveis principais, dependendo do tipo de estratégia. Quando favorecem, podem constituir oportunidades; quando restringem, podem constituir ameaças - reais e potenciais.

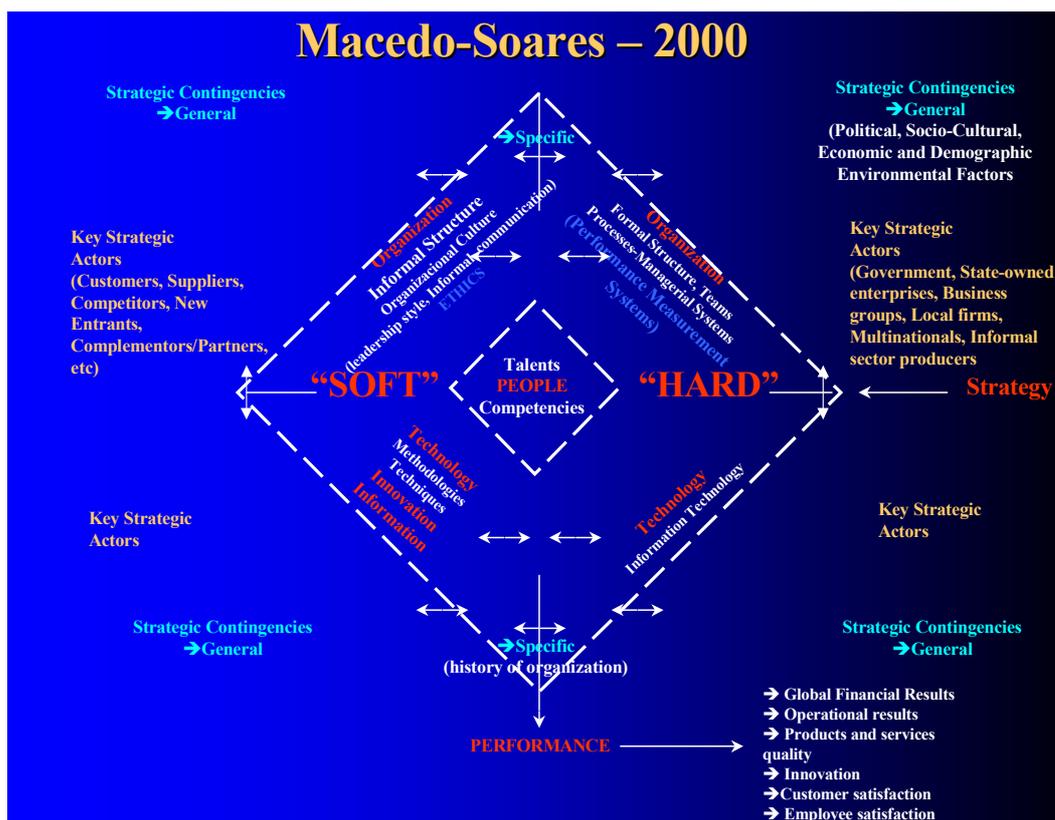


Figura 2 - Modelo de Macedo-Soares (2000)

2.4.2. Modelo Genérico Integrativo (MACEDO-SOARES, 2001b)

A partir do modelo acima apresentado, levando-se em consideração a classificação *resource-based* dos recursos em distintas taxonomias (financeiros, físicos, humanos e organizacionais), foi desenvolvido pela mesma autora uma nova versão para o seu modelo, denominada Modelo Genérico Integrativo (MACEDO-SOARES, 2001b). Esta nova versão (Figura 3), que passou a incluir também as categorias de recursos financeiros e físicos, permanece com a distinção entre variáveis tecnológicas e organizacionais, bem como entre recursos tangíveis (*hard*) e intangíveis (*soft*). Outro ponto fundamental desta nova versão foi a manutenção dos recursos humanos (pessoas) como elemento central dos recursos organizacionais definidos de modo abrangente, permitindo, por sua vez, analisar de modo profundo a capacidade distintiva destes recursos, contribuindo para identificar mais facilmente o componente de conhecimento e, principalmente, as diferentes dimensões/categorias onde este está enraizado, mensurando sua adequação.

No tocante à aquisição de competências distintivas, o Modelo Genérico Integrativo explora ainda o conceito da visão *resource-based* de ambigüidade causal. Este conceito refere-se à dificuldade dos concorrentes em copiar ou melhorar práticas de sucesso de determinada empresa, uma vez que a capacidade distintiva em questão exige um complexo padrão de coordenação entre vários tipos de recursos. Além dessa complexidade de coordenação, normas, valores e crenças que definem o padrão de comportamento em uma empresa também poderão afetar a ambigüidade causal, levando a uma inimitabilidade que contribui para a manutenção da vantagem competitiva.

É relevante enfatizar ainda que o Modelo Genérico Integrativo complementa ferramentas como o arcabouço de Barney (1996) para avaliar recursos em termos de possuir atributos necessários (valor, raridade, inimitabilidade/não-substituição) para constituírem competências distintivas. Esta avaliação é de fundamental importância para uma aplicação mais aprofundada do modelo, uma vez que,

dependendo da avaliação de cada atributo, os recursos poderão ser considerados forças ou fraquezas para explorar oportunidades e minimizar ameaças.

Por fim, este modelo pode ser auxiliado pela classificação de Vollmann (1996) de competências em distintivas, essenciais, rotineiras e terceirizadas. Acredita-se que o modelo possa ajudar na identificação de competências distintivas, cuja integração contribuirá para aumentar a ambigüidade causal, e, por conseguinte, sua inimitabilidade.

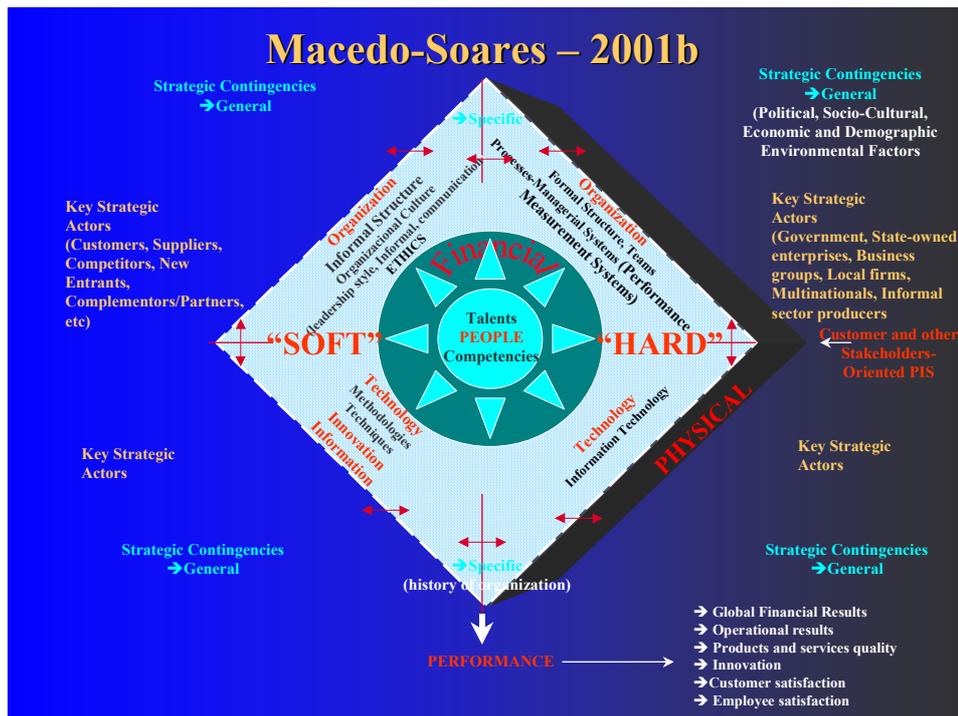


Figura 3 - Modelo Genérico Integrativo (MACEDO-SOARES, 2001b)

Evolução do modelo 2000 incorporando fatores relevantes do ponto de vista do paradigma *resource-based*

2.4.3.

Modelo de análise de redes estratégicas (MACEDO-SOARES, 2002)

O modelo de análise de redes estratégicas ou SNA (*Strategic Network Analysis*) foi uma evolução dos modelos Macedo-Soares 2000 e Macedo-Soares 2001b anteriormente apresentados, o qual permite analisar determinada estratégica sob a ótica relacional.

O modelo SNA evoluiu deste último arcabouço ao incluir construtos pertinentes à análise relacional, mantendo os principais atributos dos modelos anteriores. Sua forma da organização sugere um sistema em equilíbrio quase perfeito, de forma a propiciar a inovação na busca contínua do seu equilíbrio. A partir da existência de um sistema em equilíbrio quase perfeito, enfatiza-se a importância para a adequação estratégica dinâmica de todos os fatores estrategicamente significativos em jogo.

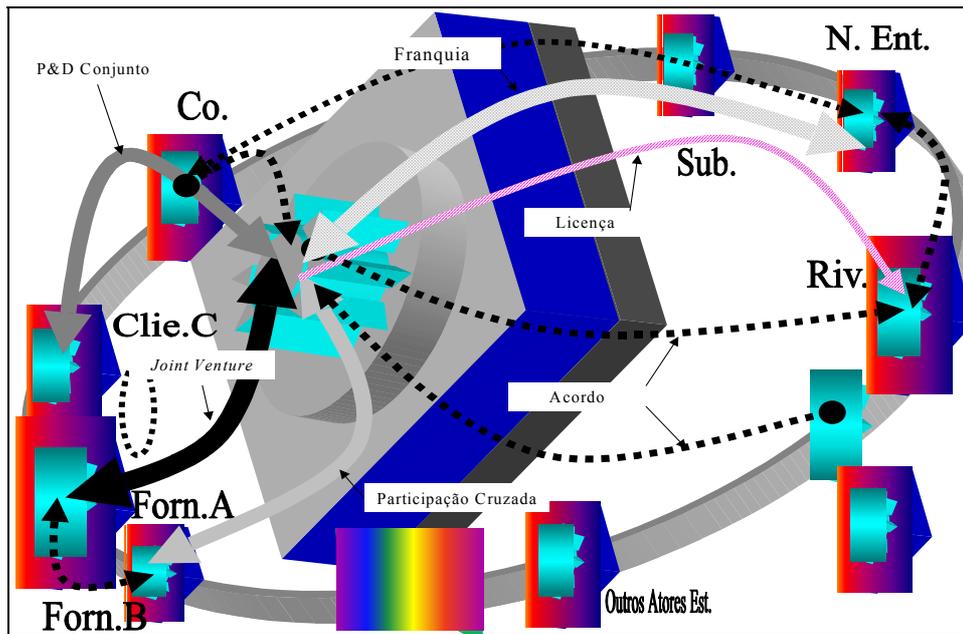


Figura 4 - Modelo SNA (MACEDO-SOARES, 2002)¹

Os fatores estratégicos em questão podem ser classificados como variáveis principais independentes - recursos (pessoas, financeiros, físicos, organizacionais e tecnológicos, *hard* e *soft*) e condições organizacionais para alavancá-los – porquanto constituem forças ou fraquezas, e variáveis secundárias - atores estratégicos e fatores macro-ambientais interagentes – que não são controláveis, podendo apenas influenciar as principais ao se apresentarem como oportunidades ou ameaças. A categoria de variáveis principais dependentes, resultante da gestão

¹ Clie = Cliente; Forn. = Fornecedor; Riv. = Rival; N. Ent.= Novo Entrante; Co. = Complementador; Sub. = Substituto; Outros Atores Est. = Outros Atores Estratégicos. \Leftrightarrow = Aliança Colaborativa; \Rightarrow = Aliança Oportunistica. Quanto mais grossa a linha, mais forte a conexão. A densidade da rede (proporção de laços observados relativo ao número de conexões possíveis), usando a fórmula de Knoke (2001:400) é $N^2 - N$ para um sistema com N atores. O exemplo possui um volume de 11 laços e uma densidade muito baixa = $11/90 = 0,12$, considerando que o número de atores é 10, o número de conexões possíveis é 90, e a densidade máxima é 1,0.

das demais, é o desempenho (financeiro, operacional, qualidade, inovação, satisfação dos *stakeholders*). Os atores - cliente, fornecedor, rival, novo entrante, substituto e complementar² - são colocados ao longo de uma elipse que configura os limites pouco definidos da “rede de valor” de uma empresa, podendo desempenhar vários papéis - de atores em uma arena competitiva, de parceiros em uma rede, ou ambos.

O sistema representado na figura 4 é inspirado no conceito de “rede de valor” de Brandenburger & Nalebuff. Neste tipo de rede, estariam inclusos todos os atores estratégicos, (não somente os parceiros), e suas interdependências, as quais influenciam a distribuição de poder entre eles e a empresa e, conseqüentemente, seu potencial de agregar valor significativo para sua vantagem competitiva. Vale notar que os fatores macro-ambientais - políticos, econômicos, sócio-culturais e demográficos - estão também dispostos na elipse dos atores, na medida em que moldam seus comportamentos e são por eles influenciados.

Como a preocupação do modelo SNA é, por definição, com a rede, e o nível de análise é a empresa, ele foca a ego-rede dessa empresa, auxiliando na concentração da análise nas características relacionais que têm as implicações estratégicas mais significativas para ela (TAUHATA, 2002). O conceito de ego-rede, aplicável à análise de uma empresa específica, origina-se da rede egocêntrica de Knoke (2000), referindo-se à rede constituída pela empresa focal, por suas alianças estratégicas principais e pelos laços significativos entre seus parceiros, no contexto de uma rede de valor mais ampla. Cabe ressaltar que os fatores organizacionais bem como os fatores ambientais interagentes, relevantes para análises tradicionais, não são nomeados neste modelo para evitar tirar a atenção das dimensões relacionais. Isto não significa, contudo, que não sejam levados em conta.

Por meio de diferenças de tamanho, forma e cor (quando possível), o

² Do inglês *complementor*, definido como aquele ator que fornece um complemento tal que quando associado a seu produto tornam-no mais valioso a seus clientes (BRANDERBURGER & NALEBUFF, 1997).

modelo SNA permite representar os principais construtos para cada uma das três primeiras dimensões-chave relacionais nas listas de referência (este assunto será melhor detalhado no item 2.5). Alguns construtos principais são mostrados na Figura 4 a título ilustrativo. No caso da estrutura da rede, i) densidade (baixa), ii) orifício estrutural – indicado pela ausência de laços entre cliente C e fornecedora A, que são conectadas apenas por meio da empresa focal, - representado por um círculo com traço preto pontilhado. No caso da composição da rede, i) status dos membros da rede – representado pelo tamanho relativamente maior do ator/membro comparado com outros na sua categoria [e.g. fornecedor A é muito mais importante (rico em recursos valiosos) para a empresa focal do que fornecedor B], ii) identidade – indicado explicitamente pelo papel do membro (e.g. fornecedor, cliente). No caso da modalidade dos laços, i) força das conexões – quanto mais cheia a linha, mais forte (comprometedor) o laço, ii) natureza do laço - indicada pela direção das setas, quando colaborativo, setas apontam para ambos parceiros, quando oportunístico, a seta é dirigida para o parceiro que está sendo explorado. O modelo permite ainda mapear os diferentes tipos de alianças, de acordo com a intensidade do relacionamento. Quando é possível utilizar cores, recomenda-se representar cada tipo de aliança de acordo com o espectro de cores do arco íris. Caso seja necessário utilizar uma versão em preto e branco, o espectro sugerido é o seguinte: em um extremo, linhas pretas para alianças mais intensas (F&A e *joint ventures*), no outro, linhas pontilhadas para as menos intensas (acordos), e, para outros tipos de alianças, podem ser utilizadas as opções sugeridas na Figura 4.

Embora a dimensão “administração da rede” não esteja incluída nesta versão do modelo SNA, cabe considerá-la entre as variáveis principais, por exemplo, com o construto “processos de administração das mudanças na rede”, na categoria de fatores organizacionais *hard*.

Com relação à operacionalização da análise estratégica sob uma ótica relacional, Macedo-Soares (2002) propõe uma metodologia composta por oito passos, conforme segue:

- 1º Passo: caracterizar a estratégia implícita e explícita da empresa focal, em termos do seu tipo, conteúdo e processo. Para tanto, será adotada a tipologia de Mintzberg (1988) – diferenciação (preço, imagem, suporte, qualidade, projeto, não-diferenciação) e escopo (amplo/restrito), sendo complementada com os construtos de Fahey & Randall (1998) para análise do conteúdo e processo estratégicos.
- 2º Passo: identificar e classificar as contingências estratégicas, em termos dos fatores políticos, sócio-econômicos e culturais, assim como os atores-chave da rede de valor da empresa focal, analisando suas implicações para a estratégia na medida em que constituem oportunidades ou ameaças.
- 3º Passo: identificar e classificar os recursos e as condições organizacionais. Adicionalmente, deve-se verificar se os recursos estão consistentes entre si e se existem as condições organizacionais necessárias para sua gestão dentro da firma.
- 4º Passo: identificar e classificar as alianças estratégicas da empresa focal e os laços significativos existentes entre os parceiros. Nesta etapa, deve-se também mapear a ego-rede da empresa focal com o auxílio do modelo SNA.
- 5º Passo: com a ajuda de listas de referência de construtos relacionais e de construtos específicos para fusões e aquisições, identificar as características da rede estratégica e analisar suas implicações nos níveis da empresa e da indústria, em termos de constituírem, respectivamente, forças e fraquezas, oportunidades e ameaças.
- 6º Passo: avaliar a consistência das implicações levantadas no 5º passo com a estratégia da empresa de acordo com o conceito de adequação estratégica. Deve-se enfatizar a importância de se

assegurar uma adequação dinâmica, o que implica consistência e adequação quase perfeitas, mas não perfeitas (*imperfect fit*). A ocorrência de implicações potenciais, ou seja, forças e fraquezas, oportunidades e ameaças, também deve ser levada em consideração.

- 7º Passo: identificar fontes de inconsistências, as quais podem ter origem na falta de recursos essenciais para a empresa ou de fatores aparentemente irrelevantes para o cenário presente, mas que serão críticos para a manutenção de uma vantagem competitiva no futuro. Neste último caso, ao invés de ser interpretada como uma fraqueza, uma inconsistência pode ser considerada como uma força potencial, na medida em que colabora para uma adequação e consistência quase perfeitas na busca de uma adequação dinâmica.
- 8º Passo: com base nos resultados da avaliação a respeito do *loci* e do tipo de incongruências identificadas, cabe definir quais mudanças devem ser realizadas nos fatores relacionais ou organizacionais de modo a melhorar ou criar as condições necessárias à adequação estratégica dinâmica. Paralelamente, deve-se ajustar a estratégia até então utilizada ou adotar uma nova estratégia, considerando todos os *stakeholders* e a importância de sustentar um desempenho superior.

É importante ressaltar que uma análise sob a ótica tradicional precisaria adotar somente os três primeiros passos da metodologia acima apresentada. Os resultados desta análise indicariam quais mudanças uma firma isolada deveria realizar de modo a adquirir os recursos ou condições faltantes para sua adequação estratégica.

2.5. Variáveis, construtos e indicadores da pesquisa

O ferramental de Macedo-Soares (2002) incorpora instrumentos denominados construtos, os quais podem ser definidos como mecanismos aptos a

tornar mensurável um determinado conceito que não se consegue medir diretamente. Inicialmente, os construtos devem ser validados, para posteriormente serem relacionados com as medidas e os indicadores operacionais a fim de viabilizar a devida coleta de dados.

O Modelo SNA (MACEDO-SOARES, 2002) é composto por duas listas de referência, as quais constituem elementos importantes para operacionalizar a análise estratégica sob a ótica relacional. A primeira lista de referência incorpora construtos no nível da indústria, enquanto a segunda abrange construtos no nível da empresa. No nível da indústria, podem-se destacar três principais dimensões no estudo das implicações estratégicas das redes de relacionamento: sua composição, estrutura e tipo de laço. No nível da empresa, uma quarta dimensão deve ser adicionada, a qual se refere ao gerenciamento da rede. Um resumo pertinente a cada dimensão é apresentado na Tabela 8:

Dimensão	Definição
1) Estrutura da Rede	Corresponde ao padrão geral de relacionamentos em que a empresa ou a indústria focal está inserida e descreve propriedades elementares conectando os atores do sistema, tais como: densidade da rede (número de laços), existência de orifícios estruturais (<i>structural holes</i>) quando parceiros estão conectados apenas por meio da empresa focal, a qual pode explorar essa situação (e.g. caso da corretora de seguros), equivalência estrutural (compartilhamento dos mesmos clientes ou mesmos tipos de laços), centralidade etc.
2) Composição da Rede	Representa as características dos componentes da rede, tais como: identidade, <i>status</i> (riqueza em recursos), acesso a recursos e outros aspectos da indústria focal e de seus parceiros. É útil na identificação do tamanho e fronteiras da rede.
3) Tipo de Laço	Corresponde ao conjunto de regras e normas institucionalizadas que governam o comportamento relacional na rede – inclui contratos formais e entendimentos informais entre os parceiros, cujas implicações variam em acordo com o tipo de laço – <i>colaborativo</i> ou <i>oportunistico</i> , <i>forte</i> ou <i>fraco</i> , <i>múltiplo</i> ou <i>simples</i> . Os laços podem ser classificados em duas categorias gerais: transações, na qual um ator concede direito de controle,

	temporário ou permanente, sobre algum recurso físico ou intangível a outro ator; e ações conjuntas, quando os atores participam juntos em um evento num dado tempo e espaço. Também é conhecido como modalidade ou conteúdo relacional.
4) Gerenciamento da Rede	Indica formas de coordenação entre as empresas participantes das redes/alianças e de gestão da evolução destas. Refere-se ao uso de mecanismos de governança apropriados, desenvolvimento de rotinas para compartilhamento de conhecimento entre empresas, realização de investimentos adequados aos relacionamentos da rede, condução das necessárias mudanças na parceria à medida que essa evolui, administração das expectativas dos parceiros, resolução de problemas em parceria, e adequação dinâmica dos múltiplos parceiros em termos de compatibilidade (estratégia operacional, cultura organizacional, estilo gerencial). Possui ênfase na administração da mudança e é apropriado apenas para a análise no nível da empresa.

Tabela 8 – Principais dimensões do modelo SNA (MACEDO-SOARES, 2002)

Baseando-se nos construtos desenvolvidos por Macedo-Soares (2002) em seu modelo SNA, esta pesquisa propõe duas novas listas de referência para os construtos e indicadores relacionados com fusões e aquisições, à luz da dimensão relacional, no nível da indústria e da empresa. As Tabelas 9 e 10 a seguir apresentam esta proposta.

Dimensões	Construtos	Indicadores
1) Estrutura da Rede	Densidade da Rede (proporção de laços observados/número possível de laços)	Alta / Baixa
	Escopo das F&A (<i>extensão da rede da indústria: número de laços, atores, escopo geográfico</i>)	Ampla / Restrita Local / Regional / Global
	Posição e Centralidade na Rede (posição relativa em relação aos outros na rede; participação em grande número de relacionamentos com membros da rede)	Central/Periférica Alta / Baixa centralidade
	Orifícios Estruturais (quando duas indústrias diferentes são conectadas apenas por meio da indústria focal)	Existência / Não Existência Pequena / grande quantidade
2) Composição da Rede	Identidade dos parceiros da indústria focal (isto é, indústrias às quais a indústria focal está relacionada)	Forte / Fraca Alta / baixa

	Status dos parceiros da indústria focal Acesso a recursos da indústria focal Acesso a recursos de parceiros <i>Incentivos tributários</i> <i>Forma de atuação dos órgãos reguladores</i>	Sucesso / Fracasso Perspectivas de crescimento futuro Ranking no setor Difícil / Fácil Difícil / Fácil Existem / Não Existem Tolerante / Rigorosa
3) Tipo de Laço	Força das conexões (dentro da indústria e ao longo da cadeia de valor incluindo clientes e fornecedores) Modalidade da Fusão ou Aquisição Natureza dos laços (dentro da indústria e através das indústrias cliente e fornecedora)	Forte / Fraca Horizontal / Vertical / Conglomerado Colaborativa / Oportunista

Tabela 9 - Dimensões, Construtos e Indicadores para F&A no Nível da Indústria – baseado em Macedo-Soares (2002)

Obs: os construtos referentes a F&A estão destacados em itálico.

Dentre as diferenças introduzidas pela proposta acima, podemos destacar os seguintes construtos que não existiam na versão original de Macedo-Soares (2002):

- **Incentivos tributários:** refere-se à existência de compensações e incentivos tributários, advindos de créditos tributários relativos a prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas na F&A, que podem ser compensados em exercícios futuros pela outra firma, caso esta apresente lucros.
- **Forma de atuação dos órgãos reguladores:** de um modo geral, é possível obter uma maior tolerância dos órgãos reguladores na medida em que se prove que a fusão ou aquisição não ameaça a competição, mas a incentiva e beneficia os consumidores, resultando em preços mais baixos.
- **Modalidade da Fusão ou Aquisição:** de acordo com a classificação de Weston (1990), um processo de F&A pode ser horizontal, isto é,

quando as empresas envolvidas atuam na mesma indústria ou segmento; vertical, quando as empresas envolvidas estão à frente ou atrás da cadeia produtiva; ou ainda, envolver a criação de conglomerados, quando aparentemente não há qualquer tipo de sinergia e cuja formação é motivada por uma oportunidade de investimento ou para diversificar risco.

De acordo com Gulati et al. (2000), no nível da empresa, as características evidenciadas pelos construtos e indicadores podem ser consideradas como forças ou fraquezas. Forças são associadas a recursos únicos, valiosos, e dificilmente imitáveis sob a forma de capital social e informacional que a rede pode proporcionar. Fraquezas são ativos indesejáveis que acompanham o relacionamento ou condições que dificultam sua implementação ou sua gestão bem sucedida. No nível da indústria, as implicações da rede se apresentam como oportunidades e ameaças. Enquanto o acesso potencialmente mais fácil aos recursos valiosos dos membros da rede constitui uma oportunidade óbvia, o aspecto “lock-in” de certos relacionamentos cria um limitante – por “não permitir estabelecer parcerias” com outras empresas mais produtivas.

Dimensões	Construtos	Indicadores
1) Estrutura da Rede	<p>Densidade da Rede (proporção de laços observados em relação ao número de conexões possíveis)</p> <p>Escopo das F&A's (<i>grau de abrangência da rede, em termos de número de atores envolvidos, âmbito geográfico, etc.</i>)</p> <p>Posição e Centralidade na rede (um ator central participa em grande volume de relações com os demais membros da rede)</p> <p>Tipo de laço</p> <p>Orifícios Estruturais (quando dois parceiros são conectados apenas através da empresa focal)</p> <p>Equivalência Estrutural (extensão pela qual as empresas ocupam posição similar na rede,</p>	<p>Alta / Baixa</p> <p>Amplio / Estreito Local/Regional/Global</p> <p>Central / Periférica Alta / Baixa Posição similar / não similar</p> <p>Privado-invisível / Visível-público</p> <p>Existência / Não Existência Muitos / poucos</p> <p>Equivalência / Não equivalência</p>

	compartilhando os mesmos clientes ou tendo laços similares aos de outros atores) Padrão de Laço	Direto / Indireto
2) Composição da Rede	Identidade da empresa focal Status da empresa focal Identidade/status (papéis genéricos) do parceiro Acesso a recursos da empresa focal Acesso a recursos de parceiros	Nacionalidade: Multinacional / nacional Ramo de atividade / setor industrial Porte: faturamento / número de funcionários Tipo, volume e qualidade de recursos essenciais ao setor e de recursos distintivos: raros, valiosos e inimitáveis Sucesso / Fracasso Ranking em termos de liderança Perspectiva de crescimento Difícil / Fácil Difícil / Fácil
3) Tipo de Laço	Força das conexões (Refere-se à intensidade de comprometimento ao parceiro: tipo de relacionamento ou frequência de interações. Normalmente não são simétricos, refletindo diferenciação de papéis e desequilíbrio de poder nas redes interorganizacionais.) Modalidade da Fusão ou Aquisição Natureza dos laços da F&A (dentro da indústria e através das indústrias cliente e fornecedora)	Forte / Fraca Favorece / Não Favorece Coordenação Oligopolística Horizontal / Vertical / Conglomerado Colaborativa / Oportunista Múltipla / Única
4) Gerenciamento da Fusão ou Aquisição	Uso de mecanismo de governança Modo pela qual a fusão ou aquisição é conduzida Desenvolvimento de rotinas de compartilhamento de conhecimento Realização de investimento específico na F&A Desenvolvimento de processos e capacitações de gerenciamento da mudança da rede para gerenciar	Modelo Atual / Emergente/ de Mercado/ Amigável / Hostil Alto / baixo estágio de desenvolvimento Volume de investimento adequado / não Alto / baixo estágio de desenvolvimento

	<p>mudanças nas expectativas e relacionamentos entre os parceiros</p> <p><i>Experiência com F&A</i></p> <p>Processos e competências para gerenciamento de conflitos entre empresas adquiridas</p> <p><i>Adequação dinâmica de múltiplos parceiros – desenvolvimento de processos e competências para garantir e sustentar a F&A</i></p> <p><i>Benchmarking de aquisições (de que forma as aquisições realizadas pela empresa focal podem ser comparadas com as de suas concorrentes)</i></p>	<p>Tempo suficiente/insuficiente de experiência; bom/mau desempenho</p> <p>Integrativo / unilateral / ganha-perde</p> <p>Alta / baixa compatibilidade (estratégia operacional, cultura, estilo gerencial, nacionalidade) Alta / baixa complementaridade</p> <p>Uso de processos e práticas regulares e sistemáticas de <i>benchmarking</i></p>
--	--	---

Tabela 10 - Dimensões, Construtos e Indicadores para F&A no Nível da Empresa – baseado em Macedo-Soares (2002)

Obs: os construtos referentes a F&A estão destacados em itálico.

No nível da empresa, a proposta de lista de referência para F&A contempla os seguintes construtos que não se encontravam no modelo original de Macedo-Soares (2002) ou não tinham o mesmo foco:

- **Uso de mecanismo de governança:** a partir do modelo de governança corporativa adotado por uma empresa, é possível analisar se o mesmo contribuiu ou não para promover seu crescimento, seja orgânico ou por intermédio de F&A. De acordo com estudo desenvolvido pela Mc Kinsey & Company e Korn/Ferry International³ (2001) para o Brasil, identificou-se que o modelo de mercado seria o mais favorável para alavancar processos de F&A, já que, em primeiro lugar, permite captar recursos para financiar as aspirações de crescimento, as quais podem superar as disponibilidades de caixa ou a capacidade de endividamento da empresa. Em segundo lugar, o compartilhamento do controle, um dos

³ MC Kinsey & Company; KORN/FERRY International. "Panorama da Governança Corporativa no Brasil". São Paulo, 2001.

requisitos do modelo de mercado, pode ser fundamental para entrada em novos mercados para os quais a presença de um parceiro estratégico é necessária. Em terceiro lugar, os acionistas preocupados em reter os melhores talentos deverão ceder a eles uma parte da propriedade e do poder de decisão. Por fim, vale destacar que o modelo de mercado de governança corporativa deve conter como principais atributos:

- maior dispersão do controle e da propriedade;
 - consideração sistemática dos interesses dos acionistas minoritários;
 - baixa sobreposição entre propriedade e gestão executiva;
 - processos formais e altamente transparentes, com adequada comunicação com o mercado;
 - estruturas completamente formais;
 - gerenciamento por desempenho.
-
- **Modo pelo qual a fusão ou aquisição é conduzida:** nos últimos dez anos, as transações de fusões e aquisições ocorreram, via de regra, em ambiente de cordialidade, o que não acontecia no passado. Este fato poderá apontar para maior número de transações com sucesso e bom desempenho econômico-financeiro (TRICHES, 1996).

 - **Realização de investimento específico na F&A:** a avaliação econômico-financeira de um potencial alvo para F&A deve levar em consideração outras opções estratégicas para a empresa, como por exemplo, estabelecer *joint ventures* ou acordos comerciais. A empresa líder no processo de F&A deve ter em mente que alguns agentes visam maximizar o seu próprio ganho, como é o caso de bancos de investimentos, os quais almejam elevar o preço da aquisição, uma vez que suas taxas estão diretamente atreladas ao valor da operação (BARROS, 2001).

- **Benchmarking de aquisições:** normalmente, processos de F&A não se restringem a poucas empresas dentro de um setor, mas tendem a envolver diversos atores, provocando mudanças significativas em sua estrutura. Deste modo, seria pertinente verificar de que forma as aquisições realizadas pela empresa focal podem ser comparadas com as de suas concorrentes e, adicionalmente, comparar tais aquisições com aquelas ocorridas em outros setores de interesse para a análise. A partir do confronto entre diversos processos de F&A será possível identificar as melhores práticas, as quais poderão servir como exemplo em futuras oportunidades de negócio. Portanto, o uso regular e sistemático de processos de *benchmarking* no gerenciamento da F&A constituirá uma força para a empresa.

- **Experiência com F&A:** este construto pretende avaliar não apenas por quanto tempo uma determinada empresa participa de processos de F&A, mas também qual é a sua performance nessa modalidade de negócio. Tendo em vista a elevada taxa de insucesso em F&A – segundo levantamento da consultoria A.T. Kearney⁴ (2002), dos processos de fusões e aquisições que envolveram 25 mil empresas de 53 países entre 1988 e 2000, 75% não atingiram os seus objetivos estratégicos e 58% delas destruíram valor – torna-se relevante acompanhar o histórico de F&A pelas quais determinada empresa passou. Parte-se do princípio que, no caso de empresas com experiência bem sucedida de F&A, a implicação será positiva.

- **Adequação dinâmica de múltiplos parceiros:** ainda segundo o levantamento da A.T. Kearney (2002), as diferenças culturais entre as empresas representam o grande obstáculo para o sucesso das F&A, sendo que as principais dificuldades estão relacionadas às pessoas e à sua gestão. Como exemplo, vale citar que normalmente os executivos da empresa compradora querem dominar a outra,

⁴ DEANS Graeme. K.; KROEGER. Fritz; ZEISEL Stefan. **Winning the merger endgame**. New York: Mc Graw-Hill, 2002.

impondo sua cultura, e os resultados não são bons (GUARITA, 2002). Portanto, um processo bem estruturado de adequação às diferentes culturas, estratégias e estilos gerenciais, no sentido de alta compatibilidade e alta complementaridade, permitirá uma chance maior de êxito para o negócio.