



A negociação nas transações de M&A

Índice:

Introdução	01	O meio da negociação	33
		Gerencie suas concessões	35
		Ferramentas negociais	36
		Não minta	40
A importância da negociação em M&A e seus desafios	06	Estratégias de persuasão na negociação	42
Sobre a dificuldade de se encontrar um interessado	07	Desagregar os ganhos e agregar as perdas	43
Sobre o valor adicionado por negociadores	08	Utilizar o poder da justificação	44
Desafio do alinhamento de interesses entre o principal e seus agentes	10	Alavancar a pressão social	46
		Reforçar a perda ao invés do ganho potencial	47
		Técnica da porta na cara	49
		Fazer concessões unilaterais simbólicas	50
Preparação da negociação	12	O fim da negociação	52
Refleta sobre suas premissas de como a negociação irá se desenvolver	13	Foco na consolidação do acordo	54
Defina quais seus objetivos e tenha claro suas razões	14	Ratificação	56
Qual é sua melhor alternativa à negociação atual? Qual é o seu ponto para “sair da mesa”?	15	Deixe a contraparte “ganhar”	56
Qual é a perspectiva da outra parte?	15	Tente obter pequenas concessões finais e evite ceder	57
Qual o grau de confiança entre as partes?	16	Considerações finais	58
Não pergunte o quê, pergunte o porquê	17	Negociação cross-border	59
Encontre pontos em comum em aliados incomuns	19	Quando não negociar	62
Organize o processo de negociação	20	Conclusão	63
A abertura da negociação	21	Bibliografia	64
Estabeleça uma relação de confiança	22		
Faça reuniões presenciais	23		
Nivele entendimentos, metas e objetivos básicos	23		
Faça o pedido inicial, sempre que possível	24		
Faça boa gestão de cronogramas e deadlines	27		
Não revele sua fraqueza	28		
Saiba se posicionar em um processo competitivo	30		

Introdução:



O templo de Karnak é o maior templo do Egito. Construído por vários faraós entre os anos 2.200 e 360 a.C., ele contém várias estruturas, sendo a de maior destaque o grande templo de Amon. Em uma das paredes deste templo, hieróglifos descrevem o Tratado de Kadesh, também conhecido como o Tratado Eterno.

Celebrado há 3.500 anos, o Tratado é um “cessar-fogo” entre os hititas e os egípcios. Depois de 20 anos de uma guerra cara, sangrenta e com ameaças de outros vizinhos, o Faraó Ramsés II (egípcio) e o Rei Hattusili III (hitita) colocaram um fim ao conflito.

O documento possui a característica de acordos modernos, incluindo cláusulas declarando o fim da guerra, a repatriação de refugiados, troca de prisioneiros e assistência mútua em caso de ataque por terceiros.

Este é o único documento do antigo oriente médio que sobreviveu em duas versões. Além da versão egípcia, foi encontrada também uma versão Hitita, em escrita cuneiforme. O conteúdo dos dois documentos é muito similar, como seria esperado, mas existe uma diferença crucial: o documento Hitita fala que foi o Faraó que se rendeu e pediu a paz, enquanto o documento egípcio diz o contrário.

Como ilustrado pelo Tratado de Kadesh, a humanidade já aprendeu há muito tempo que, para uma negociação ser bem-sucedida, é importante que o outro lado sinta que “ganhou”.

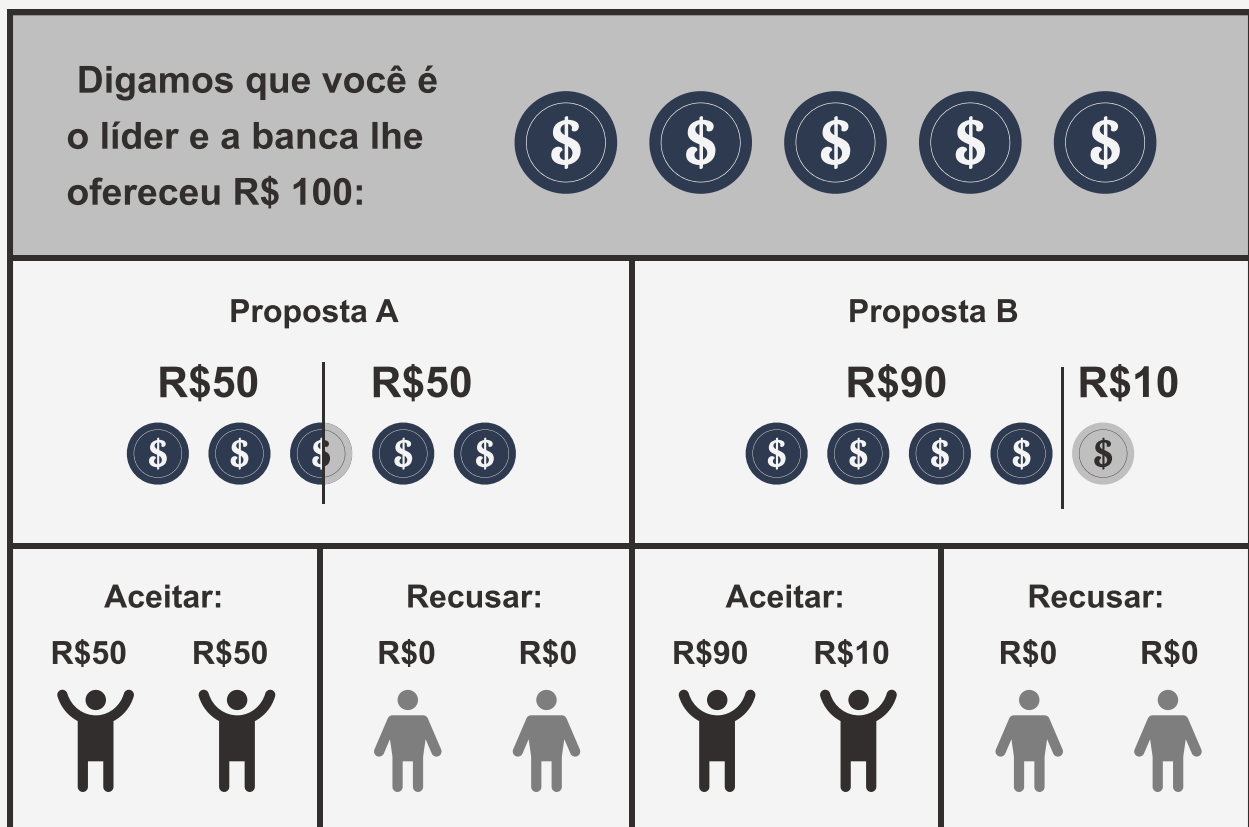
Embora o conhecimento sobre negociação não seja novo, o início do estudo sistemático de técnicas de negociação moderna se atribui ao estabelecimento do “*Harvard Negotiation Project*”, em 1979. O projeto foi criado com a missão de melhorar a teoria e a prática da resolução e negociação de conflitos, trabalhando na intervenção de conflitos no mundo real, construção de teorias, educação, treinamento e disseminação de novas ideias. Desta iniciativa surgiu o livro “*Getting to Yes*”, publicado em 1981 e que se tornou um clássico no tema de negociação.



O livro defende um estilo de negociação colaborativo, em contraste ao estilo combativo que a maior parte dos negociadores iniciantes tendem a adotar. Além disso, discorre sobre uma abordagem técnica e racional para analisar negociações, com conceitos úteis e amplamente utilizados até os dias de hoje. Entretanto, esta abordagem puramente racional possui limitações práticas. Ela não consegue explicar, por exemplo, os resultados obtidos no chamado jogo do ultimato, que funciona da seguinte maneira:

A banca concede um prêmio a uma pessoa, o líder, que deverá dividi-lo com uma segunda pessoa, o receptor. Recebida a oferta de divisão do líder, o receptor tem apenas duas opções:

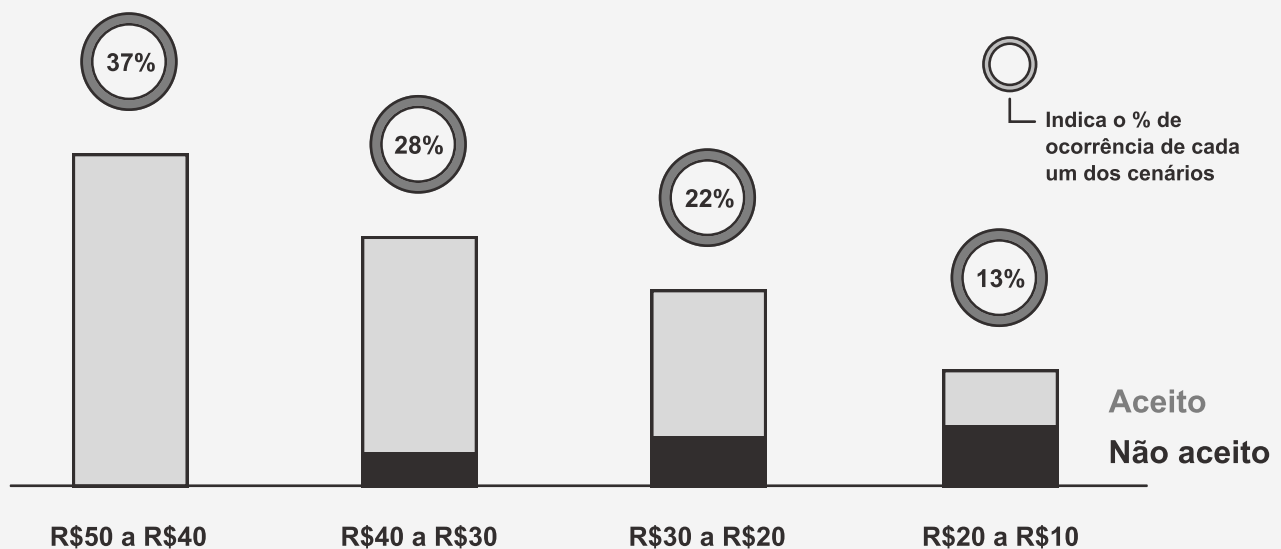
- (i) aceitar a divisão proposta;
- (ii) ou recusá-la, o que faz com que ambos não recebam nada.



Qual proposta você faria?

Teoricamente, assumindo completa racionalidade, se você oferece uma divisão de R\$ 99 para você e R\$ 1 para o receptor, este deveria aceitar, porque a alternativa é ele (e você) ficarem sem nada. Entretanto, experimentos conduzidos ao redor do mundo mostram que o resultado prático é bem diferente:

Oferta do líder ao receptor



Ou seja, quanto mais “injusta” parece a proposta do líder, maior a chance de o receptor recusá-la. Essa decisão é claramente irracional, pois é melhor receber entre R\$ 10 e R\$ 20 do que não receber nada.

Desde então, muito mais já foi desenvolvido e publicado sobre negociações.

As contribuições vão desde descobertas científicas na área de psicologia do julgamento, tomada de decisão e economia comportamental, lideradas por Amos Tversky e Daniel Kahneman, até os ensinamentos práticos destilados por Christopher Voss, que passou mais de duas décadas trabalhando na Unidade de Negociação de Crise do FBI e chegou ao posto de principal negociador internacional de reféns e sequestros da Agência.

Este artigo procura combinar o que foi desenvolvido ao longo dos últimos 40 anos de conhecimento na ciência de negociação, com situações práticas e demandas de uma transação de M&A.





Capítulo 1

A importância da negociação em M&A e seus desafios



A analogia mais frequente que se faz a um assessor financeiro de M&A é com um corretor de negócios, cuja função é encontrar uma contraparte interessada em uma oportunidade específica. Embora não se possa negar a importância de encontrar um interessado, o maior valor em uma transação de M&A é criado no processo negocial. As inúmeras questões envolvidas permitem explorar desenhos, soluções e sinergias que deixam tanto o comprador quanto o vendedor em uma situação muito melhor com o fechamento do negócio.

Sobre a dificuldade de se encontrar um interessado

Na maior parte das transações envolvendo empresas médias e grandes, assessores experientes sabem onde buscar os potenciais interessados no negócio. Dependendo do perfil da transação, buscamos empresas que atuam no mesmo segmento ou em segmentos correlatos, nacionais ou estrangeiros, além de fornecedores, potenciais clientes ou grandes investidores, que tenham tamanho suficiente para executar a transação almejada. Fundos de *private equity* (já são mais de 100 no mercado brasileiro) e grandes *family offices* também costumam ser abordados.

Muitas vezes, o mais necessário é disciplina, tempo e resiliência. São poucos os compradores e/ou investidores que estão prontos para analisar e agir rapidamente sobre uma oportunidade específica, seja por questões de alinhamento estratégico, capacidade financeira, ou outro motivo qualquer. Quando é o comprador que proativamente prospecta oportunidades, pode ser que os vendedores não estejam em um momento adequado para discutir a venda. Então, algumas transações aparentemente óbvias às vezes levam anos para serem efetivadas.

Sobre o valor adicionado por negociadores

Resultados de negociações podem ser muito diferentes em função das habilidades e empenho das partes envolvidas.

Estudos acadêmicos mostram que negociadores experientes e com maior ferramental técnico possuem maiores chances de concluírem o processo em termos favoráveis para ambos os lados. Uma pesquisa conduzida pela *University of Washington*¹ mostrou que o resultado obtido pelos envolvidos aumentou em até 20% após sucessivas rodadas de negociação, evidenciando uma relação direta entre experiência e desempenho. Um segundo estudo², concluiu que a experiência adquirida em situações anteriores, combinada a ferramentas de apoio, aprimoram ainda mais os resultados negociais.



¹ THOMPSON, Leigh. An examination of naive and experienced negotiators. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1990.

² STEINEL, Wolfgang; ABELE, Andrea; DREU, Carsten. Effects of Experience and Advice on Process and Performance in Negotiations. *Group Processes and Intergroup Relations*, 2007.



Observando também pelo lado prático, o ex-negociador chefe de sequestros do FBI, Christopher Voss, relata que negociadores treinados são capazes de antecipar informações ainda não evidentes sobre a contraparte. Isso permite criar estratégias para se defender de fatos surpreendentes advindos do outro lado da mesa, colocando em posição mais favorável a parte que possui negociadores bons e preparados.

Em uma operação de M&A, isso não é diferente. Quando lidamos com clientes ou contrapartes que não estão acostumados a realizar transações de M&A, com frequência eles trazem questões que se tornam empecilhos para o andamento do acordo, ou que prejudicam o próprio lado negocial deles. Um tópico comum no qual, quem não tem experiência, normalmente deixa “dinheiro na mesa” é na negociação de cláusulas de ajuste de preço em função de posição de capital de giro e caixa mínimo no fechamento.

Por outro lado, quando negociamos com partes experientes, a geração de valor pode ser enorme. Certa vez, estruturamos uma transação na qual um fornecedor de serviços de saúde cedeu uma participação minoritária em seu capital para um dos maiores grupos hospitalares do Brasil, em troca de um contrato de fornecimento de longo prazo com os hospitais da rede. Para nosso cliente, foi a oportunidade de multiplicar seu resultado por mais de 10 vezes em um curto espaço de tempo. Para o grupo hospitalar, a participação não demandou nenhum desembolso de caixa, ou aumento de custo, apenas a substituição de fornecedores, e resultou em uma participação acionária valendo centenas de milhões de reais.

Desafio do alinhamento de interesses entre o principal e seus agentes

São inúmeras questões que precisam ser discutidas em uma transação de M&A:

- financeiras (além das mais óbvias, como preço e forma de pagamento, ajustes de preço pós-fechamento, eventuais pagamentos contingentes futuros, etc);
- de governança trabalhistas;
- ambientais;
- regulatórias;
- etc.

Devido a essa complexidade, o principal interessado (comprador ou vendedor) contrata um time para apoiá-lo (podendo incluir advogados, banqueiros de investimento, consultores, conselheiros, etc), que serão seus agentes. Normalmente, o principal delega a condução do processo negocial para seus agentes. Em casos de corporations, empresas sem controladores definidos, a questão é ainda mais difusa, pois os acionistas delegam ao CEO que, por sua vez, contrata o time de assessores.

Como já está documentado na literatura, o problema nestas situações surge quando os incentivos dos agentes diferem demais dos interesses do principal. Alguns exemplos: em uma negociação de M&A, muitas vezes os assessores financeiros só são remunerados se o negócio é fechado. Pode-se imaginar que, depois de muitos meses intensos de trabalho, fica muito difícil para o assessor recomendar ao cliente que desista do negócio. Por outro lado, assessores remunerados com base nas horas trabalhadas (consultores, advogados) podem investir mais tempo do que o necessário em questões menores, e perder o foco no que é importante para a transação.

Em outra situação, empresários negociando a venda do seu negócio para uma grande corporação podem ver seus assessores tomando cuidados demasiados em não se indispor com a contraparte, um potencial cliente para eles no futuro.

No restante do paper, iremos tratar de negociações em geral, sem distinguir situações em que o principal ou seu agente estiverem presentes na mesa.

Entretanto, precisamos ter em mente que, para garantir uma negociação bem-sucedida, é necessário minimizar o desalinhamento entre o principal e seus agentes, caso contrário, não há técnica de negociação que garanta um resultado positivo para o principal.





Capítulo 2

Preparação da negociação



A negociação é um jogo de informação. Aqueles que sabem obter boas informações têm um desempenho melhor do que aqueles que apenas se apegam ao que já sabem antes do início do processo. Por isso, a preparação é um fator chave de sucesso: é crucial reservar tempo para identificar as partes envolvidas na negociação e seus respectivos interesses, antecipar áreas de potenciais conflitos, mapear possíveis esclarecimentos necessários, encontrar pontos em comum e desenhar possíveis desfechos.

1. Reflita sobre suas premissas de como a negociação irá se desenvolver

Antes de iniciar uma negociação, é provável que você tenha assumido diversas premissas sobre a negociação em si, e muitas delas, com vieses que podem dificultar uma solução mais criativa. Por exemplo, se assumir que a contraparte será dura e inflexível durante a negociação, você pode mandar sinais de que terá este mesmo comportamento, sem mesmo ter indícios reais da contraparte, prejudicando toda a dinâmica negocial. Se o empresário assumir que a negociação de venda será rápida e com alta probabilidade de sucesso, pode decidir não fazer alguns investimentos importantes em seu negócio para manter mais recursos em caixa e assim aumentar o valor que terá a receber. Caso a transação não seja concluída, isto terá impactado negativamente a sua empresa.

A solução é fazer uma análise criteriosa sobre as principais premissas que está assumindo (por que estou fazendo esta premissa? quais os fatos ou evidências que a corroboram? quais as implicações se estiver equivocado?) e não ter receio de revisitá-las ou mesmo descartá-las caso não sinta confiança que estão devidamente embasadas.

2. Defina quais são seus objetivos e tenha claro suas razões



Além do preço mínimo (no caso de uma venda) ou máximo (no caso de uma compra), precisa ficar claro qual sua definição de sucesso. Por exemplo, quando um empresário está trazendo um fundo de *Private Equity* como sócio, o perfil do sócio, alinhamento com seus valores e estrutura da transação proposta costuma ser mais importante do que o *valuation* proposto³ para o futuro do negócio pós-transação.

Do lado do comprador, além de adquirir a empresa a um preço que gere valor, um objetivo importante é garantir que o negócio continue com as perspectivas para o futuro que foram assumidas para avaliá-lo. Por exemplo, é necessário considerar a probabilidade de manutenção de contratos, da base de clientes, da equipe de gestão, etc. O que é realmente importante? Se o CEO da empresa comprada pede para sair no dia seguinte, a aquisição ainda faz sentido? Como fazer uma boa transição e capturar sinergias?

Na prática, ter clareza sobre os objetivos antes de iniciar o processo negocial, com plena consciência dos porquês de cada um deles, ajuda a buscar alternativas de soluções criativas e inicialmente fora de cogitação. Também é útil para evitar querer ganhar muito mais do que o necessário e acabar rompendo a corda.

³ Estudo “Empresas investidas por fundos de Private Equity no Brasil”, conduzido pelo Ártica Investimentos, Endeavor Brasil e Insper.

3. Qual é sua melhor alternativa à negociação atual? Qual é o seu ponto para sair da mesa?

Definir com clareza qual é a sua alternativa antes de entrar no turbilhão de emoções que pode envolver uma negociação, evita que seja levado a aceitar termos indesejáveis por cansaço, quando o melhor seria não fechar o negócio. Por exemplo, se um vendedor entende, no início do processo, que por menos de determinado valor não faz sentido vender sua empresa, não deveria modificar sua posição após alguns meses de negociação.

Adicionalmente, ter um plano B à negociação em curso, além de ser uma alternativa e servir como referência de valor mínimo para o negócio, aumenta o conforto emocional nos momentos de maiores dificuldades.

4. Qual é a perspectiva da outra parte?

Os melhores negociadores são os que escutam e entendem sua contraparte. Este é um ponto importante em operações de M&A, em que a negociação não é distributiva (na qual o ganho de um é a perda do outro, como por exemplo na divisão de um bolo), mas sim integrativa. Em outras palavras, a multidimensionalidade do ambiente permite que os dois lados da negociação saiam melhor do que entraram. Para isso, é necessário entender o que é importante para o outro lado.

O caso do fornecedor de serviços na área saúde, descrito no capítulo anterior, é um bom exemplo. Inicialmente, a rede hospitalar disse que não tinha interesse na transação.

Investigando o porquê desta recusa inicial, entendemos que para eles estava bem claro o potencial de geração de valor, mas eles tinham duas grandes preocupações:

(i) ficar dependente de um único fornecedor de um serviço considerado crítico para a operação hospitalar, e (ii) o risco de alguma falha na prestação do serviço causar dano reputacional ao grupo.

Cientes destas questões, conseguimos endereçá-las através de uma combinação de esclarecimentos adicionais e mecanismos contratuais.

5. Qual o grau de confiança entre as partes?

Se as partes não estão dispostas a compartilhar e discutir seus interesses em algum momento, chegar em uma solução ganha-ganha é impossível. E quando não existe confiança na relação, as pessoas hesitam em compartilhar seus interesses e dores, pois se preocupam que as informações sejam utilizadas contra elas.

Daí a importância de ter cuidado com atitudes que possam romper uma relação de confiança: não cumprir o que foi combinado ou prometido; ter atitudes que podem ser percebidas como antiéticas; não escutar o outro lado; mentir ou exagerar; omitir informações que podem prejudicar o outro; não mostrar empatia ou vontade de realmente entender o outro lado.

Lembre-se que se levam anos para construir confiança, e apenas segundos para destruí-la.

6. Não pergunte o quê, pergunte o porquê

Certa vez, na véspera de assinar um contrato de compra e venda, uma das acionistas nos ligou e disse que se recusava a assinar aquele contrato. Ela e o marido detinham em conjunto cerca de 50% da empresa, mas o marido possuía 30% e ela 20%. Ela disse que não iria prejudicar seus filhos, que a participação original deveria ser 25% para ela e 25% para o marido, que era um acordo de vários anos atrás e que ela não iria renunciar a isto agora.

Acontece que esta ligação aconteceu numa sexta-feira à noite e o contrato com o comprador, multinacional estrangeira cujos representantes haviam passado uma semana no Brasil para negociar os termos finais, seria assinado durante o final de semana. Não havia tempo hábil para ajustar o contrato social da empresa, muito menos para explicar para o comprador esta mudança de última hora.

A primeira solução proposta por um dos agentes dos vendedores foi elaborar um contrato entre marido e mulher, para que o marido doasse parte do valor para a mulher, com um impacto tributário negativo. Havia também as especulações de porque ela queria isso: teria ela (ou ele) algum filho fora do casamento? Teria ela planos de se separar após a venda da empresa?

A mulher insistia em postergar a assinatura até resolver a situação. Neste ponto, perguntamos: por que ela estava demandando aquilo? Qual era exatamente a preocupação com os filhos?

Por alguma razão, ela havia entendido que a participação desproporcional entre ela e o marido poderia impactar a herança dos filhos (que eram todos do mesmo casamento, por sinal). Na mesma noite organizamos uma conversa entre ela e um especialista em direito de família que entendeu a situação familiar, de regime de casamento, e esclareceu todas suas dúvidas.

No fim, as preocupações eram infundadas e a assinatura transcorreu conforme o planejado.

Temos uma tendência natural de expor o que queremos, e não o porquê de nossas demandas. Ou seja, queremos propor uma solução para um problema nosso ou uma demanda que temos, mas normalmente fazemos isso com limitação de informações, sem saber todas as alternativas possíveis, e o resultado está longe de ser o ótimo.

O negociador deve estar preocupado em compreender melhor a situação negocial a todo momento, tanto do seu lado quanto da contraparte. Algumas perguntas que ele deve fazer são: Quais os reais objetivos de cada *stakeholder*? Quais as suas prioridades na negociação? Quais são as alternativas que a contraparte possui?

Quando uma contraparte fizer uma demanda, mesmo que de uma forma agressiva, o negociador deve procurar entender o que está por trás disto. Principalmente quando isso ocorrer no meio de uma negociação e representar uma mudança na linha do que estava sendo conversado. Ele deve entender quais são os reais interesses que levaram a esta demanda, para buscar a melhor solução.

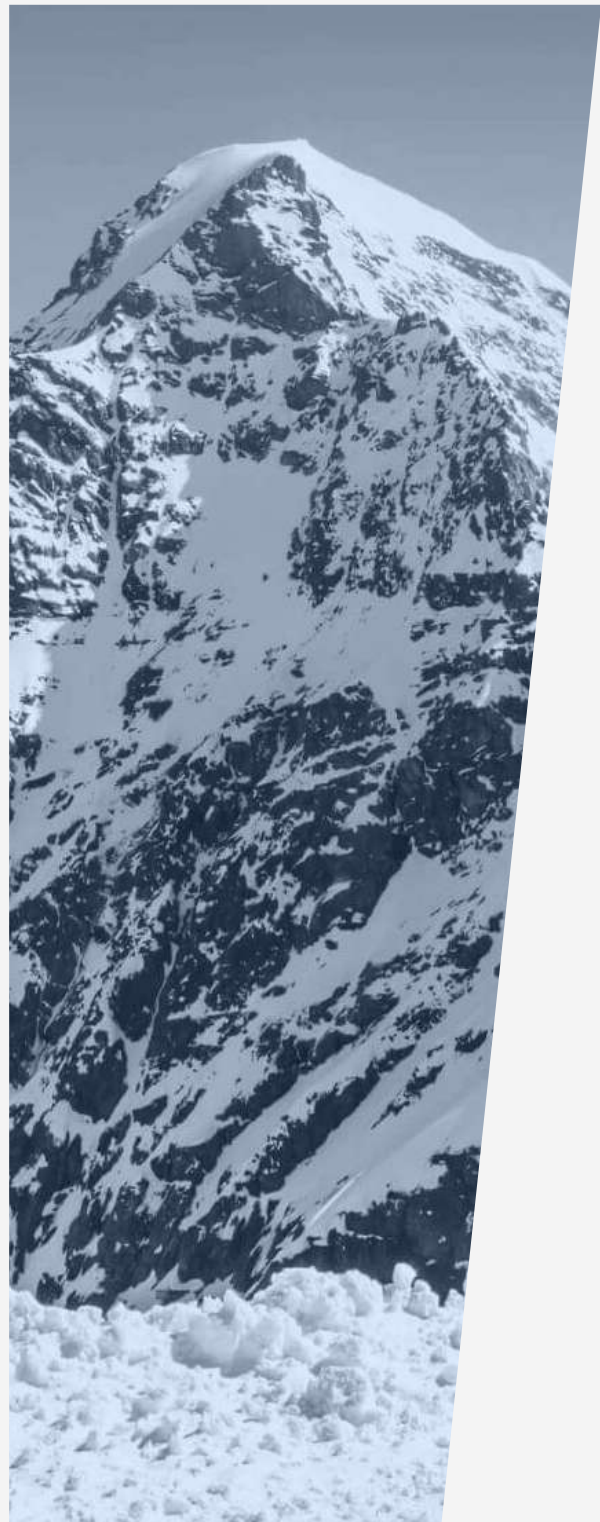
Da mesma forma, o negociador deve ser claro e estruturado ao expor suas demandas, explicando o seu motivo ou desconforto. Isto ajudará a contraparte a estruturar uma solução mutuamente benéfica.



7. Encontre pontos em comum em aliados incomuns

Embora exista um desejo comum de buscar a melhor transação possível, numa mesa de negociação existe uma miríade de interesses adicionais envolvidos, que não necessariamente estão completamente alinhados. Saber separar e compreender os objetivos individuais, pode ajudar na coleta de informações e no desenho de uma melhor negociação.

Provavelmente, executivos sêniores de uma empresa que esteja sendo vendida estarão presentes em alguns momentos de um processo de M&A. Caso eles tenham interesse em permanecer na empresa pós transação, e o comprador também tenha interesse que eles permaneçam, pode-se estabelecer uma relação de maior proximidade e troca de informações entre eles, no intuito de trazer novas alternativas para pontos negociais e criar um ambiente mais construtivo, para testar ideias livremente.



8. Organize o processo de negociação

Uma transação de M&A costuma levar vários meses, às vezes até anos até seu fechamento. Ou seja, a negociação nunca é resolvida em uma reunião única. Por isso, é importante manter uma organização do processo como um todo, e a disciplina de preparar e planejar cada interação.

Se um comprador vai proativamente atrás de uma empresa que gostaria de comprar, a primeira reunião provavelmente terá uma dimensão exploratória, para entender se há possibilidade de negócio e talvez alinhar um cronograma para as negociações. Uma segunda reunião poderia ter como pauta aprofundar o entendimento sobre os interesses de cada parte e talvez uma coleta preliminar de informações para entendimento mínimo do negócio. Numa terceira interação, pode-se testar potenciais estruturas de transação e entender possíveis *dealbreakers*, e assim por diante.

Os princípios de uma reunião eficiente não devem ser esquecidos para cada interação. Algumas perguntas devem ser feitas:

1. Qual o resultado esperado? O que queremos alcançar nesta reunião?
2. Qual nível de autoridade da sua contraparte? Ela é a tomadora de decisão?
3. Como levar as mensagens para a contraparte? Como ela receberá suas mensagens?
4. O que gostaríamos de entender sobre a contraparte?



Capítulo 3

A abertura da negociação



O início da negociação demanda cautela e atenção para gerar uma relação de confiança, em um ambiente no qual as partes se sintam confortáveis para trocar informações sobre objetivos e alternativas, aumentando assim as chances de uma transação que seja mutuamente benéfica. Para isso, é imprescindível fugir da dinâmica do toma-lá-dá-cá, da mentalidade em que um só ganha se a outra parte perde. Ao invés disso, o ideal é buscar uma situação na qual as partes trabalhem juntas para atingir um potencial acordo que seja benéfico para todos.

1. Estabeleça uma relação de confiança

Antes mesmo de se reunir com as contrapartes, vale buscar estabelecer referências mútuas através de uma rede de relacionamento comum e avaliar se existe alguma conexão que possa ser feita. Mesmo que não haja, é possível construir uma relação mais próxima tendo conversas informais e tomando a iniciativa em compartilhar informações. Ou seja, se exponha antes de pedir para o outro lado fazer o mesmo.

Outra maneira de estabelecer uma relação de confiança é ouvir e buscar compreender o outro lado. Quanto mais os negociadores sentirem que foram tratados de maneira justa, maior a probabilidade de confiarem e cooperarem uns com os outros. Evite se gabar sobre pontos negociais que tenha ganho e elogie as contribuições de sua contraparte.

Procurar ser o mais transparente possível, também contribuirá para aumentar a confiança.

A nossa satisfação geral com uma negociação pode ser mais impactada por nossas percepções de justiça do processo de negociação do que pelos resultados atingidos. Em outras palavras, lembre-se que, se sua contraparte sentir que foi bem tratada durante todo o processo, ela ficará satisfeita com a negociação mesmo que não tenha atingido seus objetivos principais.

2. Faça reuniões presenciais

Pós-pandemia, ficou muito comum a realização de reuniões por videoconferência. Sem sombra de dúvidas, isso facilita muito a logística e otimiza nosso tempo, mas existe uma perda não-desprezível na qualidade de comunicação. Grande parte da nossa comunicação é não-verbal e esta parcela fica prejudicada em videoconferências.

Um estudo publicado pela Nature⁴ em abril de 2022, envolvendo quase 1.500 engenheiros em 5 países, mostrou que reuniões de brainstorm presenciais geraram 17% mais ideias que reuniões realizadas por vídeo. Além disso, as ideias levantadas nas reuniões presenciais, foram julgadas como mais criativas por um painel de especialistas.

Especialmente em momentos críticos das negociações, reuniões presenciais são úteis para aproximar os dois lados e produzir soluções para os pontos mais sensíveis em uma discussão.

3. Nivele entendimentos, metas e objetivos básicos

Cada indivíduo entra em uma situação de negociação com alguma ideia pré-concebida de como o processo deveria ocorrer e quais seriam os objetivos de cada parte. Não necessariamente esses conceitos estão próximos, e a falta de alinhamento prévio pode ser causa de grande stress ou até mesmo inviabilizar uma transação de M&A.

Se o time de M&A de uma grande empresa aborda o dono de um negócio que gostariam de comprar, eles precisam entender o quanto o proprietário conhece do processo para evitar possíveis frustrações.

⁴BRUCKS, Melanie; LEVAV, Jonathan. Virtual communication curbs creative idea generation. Nature, 2022.

Uma necessidade comum é educar o pretendo vendedor sobre um cronograma típico de uma transação, e gerir expectativas de prazos, indicando que o desenrolar do processo pode levar meses; que existem instâncias diferentes que aprovam o negócio nas diferentes etapas; além de explicar qual o nível de informação necessário que é exigido em cada etapa do processo: na primeira fase, para validar interesse do comprador; na segunda, para colocar uma proposta não vinculante; e na terceira fase, para realizar a *due diligence*. Mesmo entre negociadores experientes, não se pode subestimar a importância de equalizar o entendimento do passo a passo do processo.

Uma explicação que julgamos relevante no início de um processo de venda é a estrutura dos documentos da transação: independente do que seja encontrado e discutido numa diligência, o contrato de compra e venda responsabiliza o vendedor por declarações falsas sobre a empresa. No Brasil, tipicamente em empresas de capital fechado, o vendedor se responsabiliza por eventuais contingências originadas em eventos antes do fechamento da transação. Logo, não adianta tentar esconder problemas na diligência, pois se eles forem encontrados depois, poderá ser pior: o que irá valer são as declarações de conformidade que ele der no contrato, sujeito a multas e a medidas corretivas que talvez sejam mais custosas do que se o vendedor as procurasse implementar por conta própria.

4. Faça o pedido inicial, sempre que possível

Em uma negociação de M&A, quem deve colocar o primeiro valor na mesa? É bastante comum um processo de venda no qual os assessores do vendedor colocam uma data específica para os potenciais compradores apresentarem uma proposta. Seria esta a melhor estratégia?

A resposta começa com um experimento conduzido há quase cinquenta anos, desenvolvido por dois psicólogos.

Inicialmente, o experimentador girou uma roleta que hipoteticamente caiu no número 10. Após isso, ele perguntou a alguns voluntários se a porcentagem de países africanos que são membros da ONU é maior ou menor que 10%. A maioria das pessoas achou que a estimativa era muito baixa: 25% foi a média das respostas.

O experimentador girou a roleta pela segunda vez e, desta vez, ela caiu no número 65. Então, perguntou a um segundo grupo se a porcentagem de países africanos que compunham a ONU era maior ou menor que 65%. Na média, os participantes concordaram que esse número era muito alto, e estimaram o valor correto em 45%.

A diferença nas estimativas dos dois grupos estava ligada, unicamente, ao número inicial que receberam, mesmo que ele não tivesse relação alguma com a pergunta (ele veio de uma roleta). Os psicólogos responsáveis pelo estudo, Amos Tversky e Daniel Kahneman, descreveram o erro como causado por um fenômeno conhecido como ancoragem – quando você não sabe a resposta para algo, seu ponto de partida desempenha um papel poderoso na determinação do que você acha que é a resposta certa.

Ao longo dos anos, novos estudos corroboraram o efeito de ancoragem em situações negociais. Em um deles⁵, corretores imobiliários que receberam um preço inicial mais baixo para o custo de uma casa concluíram que a casa valia menos do que aqueles que receberam indicação de um valor inicial mais alto.

Em outro⁶, o pesquisador perguntava a compradores, antes de entrarem em uma loja, quanto dinheiro elas tinham em suas carteiras ou quanto eles tinham em suas contas bancárias.

Aquelas pessoas que foram lembrados da maior quantia que havia em seus saldos bancários gastaram, em média mais do que aqueles que foram lembrados da menor quantia em suas carteiras.

⁵ NORTHCRAFT, Gregory; NEALE, Margaret. Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions. University of Arizona, 1987.

⁶ Psicologista Nicholas Epley, da Universidade de Chicago

Ou seja, sempre que possível, procure ancorar sua demanda o mais extremo possível para que você possa justificar seu preço sem afetar o grau de confiança entre as partes.

Utilizar uma faixa de valores, ao invés de um valor pontual, permite ser agressivo na pedida e, ao mesmo tempo, demonstra cooperação para viabilizar o negócio. Assim, ao invés dos assessores indicarem que o preço pedido em uma negociação de M&A é, digamos, R\$ 300 milhões, eles podem sugerir um valor entre R\$ 300 milhões e R\$ 365 milhões.

No entanto, é necessário ter cuidado com ofertas iniciais agressivas demais. Recentemente, estávamos assessorando a venda de uma empresa norte-americana. Um potencial comprador brasileiro, acostumado a colocar propostas de compra inicialmente baixas, seguiu esta estratégia e acabou eliminado sem ter chance de fazer uma nova proposta, que era seu plano inicial.

Uma outra lição deste episódio é que nem sempre você deve colocar a primeira oferta na mesa. Se você não tem conhecimento suficiente para avaliar a situação, ou se suas premissas podem estar equivocadas, talvez seja melhor coletar mais informações antes de fazer seu julgamento de valor, ou mesmo deixar o outro lado fazer a proposta antes. Você pode renunciar à chance de ancorar a negociação, mas também evita a desvantagem de se posicionar de maneira insegura ou demasiadamente agressiva no início do processo.



5. Faça boa gestão de cronogramas e deadlines

Em 1998, os jogadores da NBA (*National Basketball Association*), liga de basquete norte-americana, e os donos das equipes estavam em desacordo sobre um novo contrato coletivo salarial. À meia-noite de 30 de junho, os proprietários declararam um *lockout*, interrompendo o início da temporada 1998-99 da NBA por falta de contrato. Com a postergação, os times perderam receitas (transmissão, bilheteria, vendas de camisa, etc) e os jogadores ficaram sem salário. Durante seis meses, jogadores e proprietários negociaram sem sucesso. Estima-se que durante este período os dois lados perderam, coletivamente, centenas de milhões de dólares.

No final, foi um deadline que resolveu o conflito. Os donos das equipes declararam que se não chegassem a um acordo com os jogadores até 7 de janeiro de 1999, cancelariam o resto da temporada. Os proprietários estabeleceram um prazo final e arbitrário para encerrar sua participação nas negociações; a data escolhida tinha pouco significado para ambos os lados. Por meio de declarações públicas, eles tornaram a decisão conhecida por todos. Isso criou uma sensação de pressão nos jogadores e, nas primeiras horas da manhã de 6 de janeiro, os dois lados assinaram um contrato que favorecia em muito os donos das equipes.

A utilização de *deadlines* é uma ferramenta muito poderosa. *Deadlines* tendem a nos fazer crer que fechar um negócio agora é mais importante que fechar um bom negócio. Por causa deles, pessoas dizem e fazem coisas que vão contra seu melhor interesse. E por que isso acontece? Medo de perder o negócio!

Na verdade, em negociações de M&A os deadlines costumam ser arbitrários, flexíveis e as consequências de não os cumprir, menores do que imaginamos. A exceção é feita em processos regulados, como os de privatização, nos quais uma perda de prazo pode deixá-lo fora da disputa.

Esconder um *deadline* também pode colocar o negociador numa posição ruim. Sua pressão de prazo lhe obriga a acelerar suas concessões. Enquanto isso, acreditando que ainda há muito tempo para conversar, sua contraparte se contentará em resistir e esperar que você faça concessões primeiro. Nessa situação, aumentam as chances de você não conseguir chegar a um acordo antes que o tempo acabe, ou a um acordo altamente desvantajoso.

Quando os negociadores informam as suas contrapartes sobre um *deadline*, eles conseguem melhores acordos.

Por quê? Primeiro, porque ambos os lados têm maior probabilidade de trabalhar para chegar a um acordo antes que o prazo termine, ou seja, você reduz o risco de sair sem nada do negócio. Em segundo lugar, quando o outro lado souber do seu prazo, ele fará concessões muito mais rapidamente. O prazo de 7 de janeiro dos donos de franquia da NBA teria sido inútil se eles o mantivessem em segredo; o sindicato dos jogadores teria continuado a negociar além deste prazo.

6. Não revele sua fraqueza

Durante a crise da Covid-19, estávamos na fase final da venda da empresa TargetCo. As conversas haviam iniciado antes da pandemia, e após uma pequena pausa em função do impacto inicial de toda incerteza gerada, as conversas retomaram com o vendedor precisando fechar o negócio o mais rápido possível.

Para concretizar a venda, a TargetCo precisava pedir autorização para o acionista de uma outra empresa que eles haviam comprado no passado: ainda havia um valor relevante da compra a ser pago em parcelamentos ao longo dos próximos anos, e no contrato de compra e venda daquela empresa o acionista negociou uma cláusula de que qualquer troca de controle dependeria de uma autorização expressa dele. Para complicar a situação, o relacionamento da TargetCo com este acionista não era dos melhores.

Como era uma negociação confidencial, o acionista não sabia da venda da TargetCo. A questão era como proceder. Precisávamos da autorização formal dele, mas ao mesmo tempo, ele não tinha obrigação de concordar e poderia querer negociar demandas adicionais. Uma alternativa seria tomar dinheiro emprestado e quitar à vista o valor devido, mas o crédito para este tipo de negócio simplesmente evaporou durante a pandemia. Outra alternativa, seria propor um pagamento adicional para ele assinar rapidamente a anuência com a troca de controle.

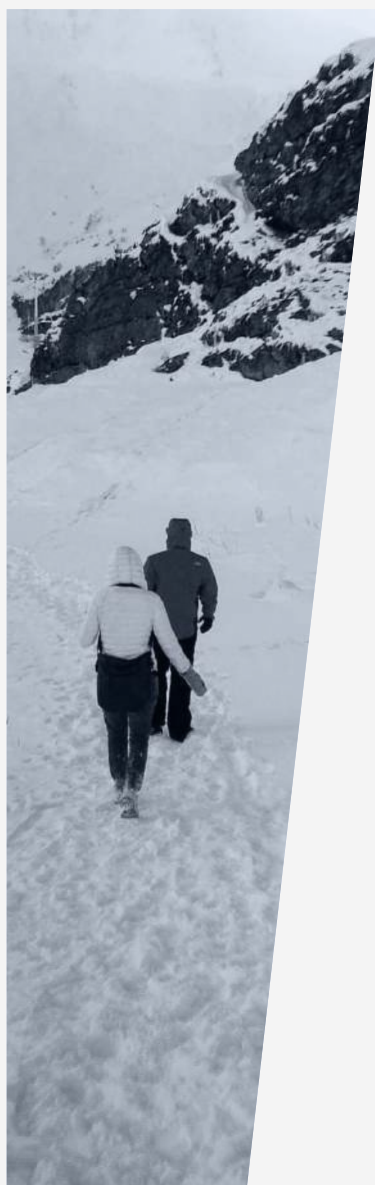
Depois de dias pensando em como proceder, e com o prazo para resolvermos isso se esgotando, decidimos pelo seguinte: o CEO da TargetCo ligou para o acionista e informou que, em função de toda crise gerada pela pandemia, a empresa teria muita dificuldade em honrar os pagamentos da forma como foram acordados anteriormente. Naquele momento era verdade. Disse também, que estávamos trabalhando numa alternativa que seria a venda do negócio, e para isso precisaria que ele concordasse com a transação se porventura a negociação evoluísse. Aliviado, o acionista assinou no mesmo dia o documento.

Muitas pessoas em situação de fraqueza negocial acabam rapidamente aceitando que é inútil tentar conseguir algo melhor e acabam aceitando a solução mais fácil. A literatura mostra, entretanto, que aqueles negociadores que pensam cuidadosa e sistematicamente sobre tais situações, muitas vezes são capazes de alcançar resultados extraordinários diante de probabilidades aparentemente impossíveis.

Não revelar suas fraquezas é o primeiro passo para ter tempo de construir uma solução negocial positiva.



7. Saiba se posicionar em um processo competitivo



Sob a ótica do vendedor, o ideal é estruturar um processo competitivo de venda da empresa. Existe farta literatura publicada nas últimas quatro décadas demonstrando a existência da *'winner's curse'* ("maldição do vendedor") em situações de leilão (seja em arte, campos de petróleo, imóveis, etc). Esta "maldição" é definida como a tendência de o lance vencedor em um leilão exceder o valor intrínseco ou o valor real de um item. Em M&A, isto também se verifica: um estudo⁷ recente analisou 462 transações no período de 1994 a 2020 e confirmou a hipótese de que o vencedor de um processo competitivo de venda tende a pagar mais do que deveria pelo ativo.

Quanto maior o número de interessados, maior a probabilidade de o comprador final oferecer um preço maior que o valor intrínseco do negócio⁸.

Muitos empresários confundem a gestão de conversas com alguns potenciais interessados que o abordaram proativamente com um processo competitivo. Ele vai muito além disto: envolve ir atrás de potenciais compradores, não se limitando aos interessados que abordaram a empresa; requer uma gestão de cronograma para garantir o máximo de engajamento dos potenciais interessados; leva em consideração a capacidade dos compradores de realmente fecharem uma transação, com base em sua disponibilidade financeira, histórico de M&A e alinhamento estratégico; e se baseia numa dinâmica processual que incentiva a concorrência entre os interessados, extraíndo a melhor oferta de cada um deles.

⁷ LIU, Tingting; SHU, Tao; WANG, Jasmine. Winner's Curse in Takeovers? Evidence from Investment Bank Valuation Disagreement. SSRN, 2021.

⁸ PEETERS, Ronald; TENEV, Anastas. Number of bidders and the winner's curse. University of Otago, 2018.

É comum, no Brasil, o empresário “estar aberto a uma venda”, isto é, considerar discutir uma transação no caso de um potencial comprador o procurar, mas ter receio de “colocar a empresa a venda”, pois entende que esta condição poderá atrapalhar seus negócios ou ser mal interpretado por terceiros (competidores, fornecedores ou clientes).

Com o devido cuidado, é possível realizar um processo mais amplo preservando o sigilo sobre prospecções e eventuais negociações, podendo atingir um valor mais alto pelo negócio. Afinal, quantas vezes o empresário não foi surpreendido com uma transação divulgada na imprensa sem ter qualquer suspeita de seu andamento?

Já os compradores, obviamente, se beneficiam da falta de competitividade do processo. Os mais experientes ou evitam totalmente situações de venda competitivas ou tentam reduzir ao máximo a competição – as práticas mais comuns realizadas por esse tipo de investidor são:

1.

Abordar de maneira proativa as empresas-alvo, evitando um processo estruturado.

2.

Desenvolver um portfólio de potenciais aquisições, colocando várias propostas de aquisição em paralelo de maneira a ter alternativas negociais.

3.

Propor assinar rapidamente algum tipo de memorando de entendimento com o vendedor, prometendo uma diligência rápida e um fechamento sem grandes preocupações.

4.

Demandar exclusividade, e ameaçar não participar do processo caso não obtenha esta situação (e estar preparado para isso).

5.

Pedir tratamento diferenciado no processo de diligência ou de colocação de propostas finais (por exemplo, um direito de nivelar seus termos com a melhor proposta recebida – *right to match*).

6.

Ter a disciplina de se ater ao valor inicialmente estimado pelo ativo sendo vendido, evitando revisar para cima durante o processo negocial.

7.

Se você esperar obter benefícios que outros compradores não conseguem (por exemplo, sinergias únicas, ou em um nível superior à de outros potenciais compradores), não precisa se preocupar tanto com o *winner's course*. Neste caso, se pergunte se faria determinada oferta mesmo sabendo que todos os outros potenciais compradores valorizam o ativo menos que você. Se a resposta for sim, prossiga com sua oferta. Caso negativo, reduza até um valor que se sinta confortável em responder positivamente a pergunta acima.

Por fim, uma maneira para fugir da competição em uma situação com vários pretendentes é desenvolver uma proposta com vários elementos, que tornem a comparação direta com as outras mais difícil. Por exemplo, um fundo de *Private Equity* que quer tornar-se sócio de uma empresa pode sugerir incluir como moeda negocial um portfólio de potenciais aquisições que está negociando, complementares a estratégia de crescimento desta empresa.





Capítulo 4

O Meio da negociação

A negociação de M&A é multidimensional, envolvendo dezenas de variáveis em diferentes aspectos do negócio, como: termos comerciais (preço, forma de pagamento, estrutura de garantias do pagamento, etc), processo e condições precedentes para o fechamento, declarações sobre a empresa, *stakeholders* impactados pelo negócio, etc. Negociadores efetivos criam valor para ambos os lados explorando *tradeoffs* entre vários pontos negociais diferentes. Isso requer não só que você tenha clareza sobre suas prioridades negociais, como também que consiga aprender sobre as prioridades do outro lado.

Certa vez, iniciamos um projeto de M&A com um sócio querendo comprar a participação do outro. Quando ficou claro qual era a situação e objetivos de cada lado, a negociação evoluiu com a potencial entrada de um fundo de *Private Equity* como investidor para facilitar a negociação entre sócios e injetar capital para crescimento. Durante as conversas com o fundo, identificou-se uma nova alternativa e a transação terminou incluindo também uma operação de troca de ações com um *player* estratégico do setor. Embora tenha aumentado bastante a complexidade da transação, a geração de valor para nosso cliente foi algo inimaginável dois anos antes, quando iniciamos a primeira negociação.

As ferramentas negociais também ajudam a manter a racionalidade na negociação, reduzindo o impacto de emoções e ansiedades no desenho de soluções e alternativas.



1. Gerencie suas concessões

a. Permita-se espaço para fazer concessões

As concessões são uma parte importante das negociações de M&A. Por isso, é importante já ter planejado os vários objetivos, posições e interesses subjacentes (necessidades/prioridades) que você está preparando para negociar por concessões de igual valor de sua contraparte. Pode fazer sentido incluir questões menos relevantes em um primeiro momento, para ter mais liberdade para futuras concessões no processo negocial.

b. Desenvolva uma lógica para cada uma das concessões

Ao fazer concessões, rotule-as claramente para que as pessoas saibam o que estão recebendo em troca de desistir de algo. Em função do nosso viés de reciprocidade, as pessoas são naturalmente inclinadas a responder na mesma moeda quando recebem algo. No entanto, as pessoas também são motivadas a subestimar ou ignorar as concessões dos outros, a fim de escapar do sentimento de obrigação. Certifique-se de que as concessões sejam recíprocas, ou seja, que esteja claro o que você está ganhando em troca de ceder a algo.

c. Sinalize informações no tamanho de suas concessões

As concessões também devem diminuir com o tempo, pois isso mostra que as negociações estão atingindo seus limites. Em um processo de M&A, seria como iniciar com uma proposta de aquisição de, digamos R\$ 200 milhões. Seguir com uma segunda de R\$ 220 milhões, uma terceira de R\$ 224 milhões e uma finalmente aceita de R\$ 224,5 milhões.

Um negociador experiente utilizará esta técnica para tentar fechar o negócio abaixo do valor máximo que estaria disposto a pagar, de R\$ 235 milhões, por exemplo.

d. Utilize números “quebrados”

Números redondos, sem uma clara justificativa, dão impressão de serem arbitrários e são um convite a serem debatidos. Um estudo conduzido pela *Harvard Business School*⁹ analisou transações envolvendo empresas de capital aberto nos EUA, e concluiu que ofertas iniciais com números redondos tinham uma chance menor de resultar em *deals* em comparação com propostas de números quebrados.

Ao invés do comprador em uma transação propor uma retenção em conta escrow de R\$ 100 milhões, por exemplo, para servir como garantia contra potenciais contingências, ele pode propor o valor de R\$ 98 milhões que é o valor médio dos riscos encontrados ponderado por sua avaliação de probabilidades.

e. Mantenha registro da evolução das propostas

As prioridades negociais podem mudar até o último minuto. Portanto, certifique-se sempre de registrar e mantê-las atualizadas antes de discutir uma nova proposta. Onde há complexidade, é necessário estacionar alguns pontos e retornar a eles mais tarde, depois de examinar algumas das outras agendas da negociação. Guardar um histórico das propostas ajuda não só a manter em perspectiva o que é importante para você, mas também a ter uma visão da evolução negocial de maneira factual e objetiva.

2. Ferramentas negociais

a. Explorar diferenças de preferência entre as partes

Construa confiança comunicando abertamente e compartilhando informações sobre suas prioridades em diferentes questões. Se sua contraparte cooperar, isto permitirá identificar todas as questões potencialmente relevantes para criar o máximo de valor.

⁹ HUKKANEN, Petri; KELOHARJU, Matti. Initial Offer Precisions and M&A Outcomes. Harvard Business School, 2016.

Obviamente, você não precisa deixar claro quais questões você não se importa, pois você pode usá-las para concessões.

Após criar as condições para a maximização do valor, você pode se concentrar em capturar o máximo desse valor para si mesmo, conforme julgar apropriado, considerando seu relacionamento com a outra parte e seu desejo de ser justo.

Lembre-se de que as diferenças de preferência podem tomar várias formas, não só entre diferentes questões, mas também de alternativas dentro de um mesmo ponto. As partes certamente terão diferentes preferências sobre riscos ou probabilidades de eventos futuros; preferências temporais, etc. Por exemplo, muitas vezes para um vendedor pessoa física de uma empresa, o mais importante é o valor nominal total da transação, para ter a sensação de que fez um bom negócio. Para o comprador, caso o vendedor aceite parcelar a compra, o mais importante é minimizar o desembolso inicial na compra. Então ao invés de uma transação de R\$ 100 milhões à vista, pode ser mais vantajoso para os dois lados uma transação de R\$ 120 milhões sendo 40% do valor à vista e o restante parcelado em 5 anos, com as parcelas futuras corrigidas pela inflação.

b. Negociar várias questões simultaneamente

Embora os negociadores normalmente achem mais natural (e mais fácil) negociar uma questão de cada vez, uma estratégia muito melhor é negociar várias questões simultaneamente. Por quê? Porque negociar uma questão de cada vez elimina a possibilidade de explorar a diferença de percepção de valor entre as partes. Um estudo¹⁰ envolvendo negociações de ajustes de diligência entre auditores e clientes mostrou que negociar vários itens de forma simultânea gera mais concessões pela contraparte, além da percepção final dos clientes sobre os auditores ser mais positiva ao final do processo.

¹⁰ PERREAULT, Stephen; KIDA, Thomas; PIERCEY, David. The Relative Effectiveness of Simultaneous versus Sequential Negotiation Strategies in Auditor-Client Negotiations. SSRN Electronic Journal, 2013.

c. Fazer múltiplas ofertas

Esta técnica consiste em apresentar algumas alternativas que, em tese, funcionam equitativamente para você. Por exemplo, no caso da venda de uma empresa, indicar que toparia fazer negócio a um *valuation* de R\$ 100 milhões, ficando com 80% do negócio e com algumas regras de governança, ou vender 100% por R\$ 120 milhões. Como benefícios, permite fornecer informações sobre suas prioridades relativas, e explorar como o outro lado as encara, permite ancorar negociações, sendo ambicioso na proposta, mas sem parecer agressivo e sinalizando cooperação e, também, testar o que o outro lado está dizendo – no nosso exemplo, que existe a possibilidade de comprar 80%, e não apenas 100% do negócio.

Por outro lado, existem algumas desvantagens que precisam ser consideradas: em primeiro lugar, pode entregar mais informações do que o desejado. O outro lado pode querer fazer um *cherry picking* das alternativas escolhendo o que ele prefere de cada uma. E, dependendo da experiência negocial da contraparte, pode entender que são apenas as únicas alternativas possíveis e servir como um limitador do espaço de soluções.

d. Ofertas contingentes (earnouts)

Mecanismos de *earnout* são bastante utilizados nas transações de M&A. Eles evitam a discussão sobre a probabilidade de algum evento futuro (por exemplo, a empresa vai entregar seu orçamento no ano que vem?) e, ao invés disso, permitem que as partes esperem para ver o que realmente acontece.

Ele também serve como um incentivo para que a parte desempenhe no nível (ou acima) do que foi contratualmente acordado. Por exemplo, quando o empresário vendedor tem o papel executivo na empresa e irá continuar responsável pela operação após a venda, um pagamento adicional em função do desempenho da empresa pós-transação pode ser bastante motivador.

No entanto, é necessário se atentar para em quais situações o mecanismo de *earnout* é utilizado. Não é incomum ter um processo negocial no qual a outra parte já começa falando sobre *earnout* sem mesmo uma proposta de valor ter sido colocada na mesa. Ele é tentador porque posterga discussões difíceis, que muitas vezes poderiam ser *dealbreakers* em um negócio.

Acontece que, quando o futuro chega, o que era divergência no passado vem à tona novamente. A apuração da métrica pode não ser de fácil consenso; eventos externos, não previstos inicialmente, podem fazer com que uma das partes alegue “força maior” para não cumprir o acordado – imagina quem teve de apurar um EBITDA para fins de *earnout* durante o período da pandemia de Covid? Como consequência, são inúmeras as disputas decorrentes de mecanismos deste tipo mal estruturados, muitas vezes chegando em nível judicial ou de arbitragem.

A primeira recomendação seria utilizar com muita cautela este mecanismo: só complique quando o simples não funcionar.

Em segundo lugar, procurar estruturar mecanismos cuja apuração seja a mais simples possível: por exemplo, se a ocorrência de determinado evento ultrapassar um certo valor de vendas brutas, etc. O uso de EBITDA como métrica, em particular, deve ser evitado sempre que possível – são tantas as exceções e ajustes requeridos para chegar em um valor que as duas partes concordem que no final vira uma nova negociação, só que numa situação muito pior e incômoda: as partes já fizeram a transação.

Em terceiro lugar, procurar não diferir a apuração do mecanismo de valor contingente por períodos muito longos. Quanto mais tempo passar, maior é a chance de a situação estar muito diferente do que foi pensado inicialmente e, com isso, maior o risco de desentendimentos.

2. Não minta

Inúmeros estudos já demonstraram que quanto mais confiança sua contraparte tiver em sua honestidade, integridade e confiabilidade, mais fácil será negociar. Intuitivamente, sabemos que não devemos mentir. Entretanto, às vezes acaba sendo a maneira mais instintiva que temos para responder a algumas situações.

Algumas maneiras de se defender deste viés:

1.

Esteja preparado para responder perguntas difíceis. É muito aconselhável fazer ensaios com os gestores e acionistas da empresa sendo vendida e que terão interações com potenciais compradores para que eles treinem responder às perguntas mais difíceis que possam receber. Estar preparado ajuda a evitar uma resposta precipitada.

2.

Evite negociar ou ter que responder algo sob pressão de tempo. Entenda que é natural responder: “terei que refletir sobre o que me perguntou, irei te retornar mais tarde”. Para poder fazer isto, evite também se colocar em situações que não permitam este tipo de saída.

3.

Caso necessário, se recuse a responder algumas perguntas. Por exemplo, em um processo de venda quando um comprador pergunta se há outros interessados na mesa, mesmo que não existam, o vendedor pode responder que para preservar a relação de confidencialidade do processo não pode abrir essa informação.

4.

Ofereça respostas a uma outra pergunta como alternativa: na maior parte das vezes o outro lado se satisfaz com uma resposta a uma pergunta próxima à que ela fez, sem se atentar que você não endereçou exatamente o pedido: Existem outros interessados na mesa? Pode ser respondido com: assinamos até agora mais de 10 Acordos de Confidencialidade (mesmo sabendo que os outros 9 já desistiram do processo).

5.

Trabalhe para mudar sua posição negocial: voltemos para a mesma situação de só termos um interessado na mesa. Para evitar responder que não tem mais ninguém na mesa, podemos contactar novos potenciais interessados ao longo do processo, mesmo que nossa hipótese seja de que a chance de ganhar tração com eles é baixa. Pelo menos, a qualquer momento poderemos dizer que estamos conversando com outros interessados também! Mesmo que seja em um nível muito preliminar.





Capítulo 5

Estratégias de persuasão na negociação



O principal objetivo de utilizar estratégias de influência não é trabalhar na atratividade da proposta em si, mas utilizar-se dos vieses cognitivos a que todos nós estamos sujeitos para aumentar a probabilidade de que ela seja aceita sem necessidade de melhoria ou concessão.

1. Desagregar os ganhos e agregar as perdas

Ninguém gosta de dar notícias ruins, ou mesmo causar algum desapontamento em outra pessoa. Numa negociação de M&A, esta tendência nos leva a colocar nossas demandas com cautela, ou a recusar pouco a pouco os pedidos do outro lado que não queremos atender.

Entretanto, esse viés pode atrapalhar a obtenção dos melhores resultados negociais.

Considere dois cenários:



Um dia, você está andando na rua e encontra uma nota de 200 reais.



Você está andando na rua e encontra uma nota de 100 reais. No dia seguinte, caminhando pela mesma rua, encontra uma nova nota de 100 reais.

Nas duas situações, você termina com 200 reais na carteira. Qual situação você prefere? Em geral as pessoas se sentem melhor com o cenário B.

Agora considere dois outros cenários:



Um dia, você abre sua carteira e percebe que perdeu 200 reais.



Um dia, você abre sua carteira e percebe que perdeu 100 reais. No dia seguinte, descobre que perdeu novamente 100 reais.

Novamente, o resultado nos dois cenários é equivalente, mas as pessoas tendem a preferir o cenário A.

Pesquisas mostram que temos uma tendência de preferir ganhar aos poucos, mas perder de uma vez só. Como implicação deste viés, procure desagregar os ganhos que você propicia para a outra parte, por exemplo, espaçando suas concessões, e agregue as perdas, por exemplo, fazendo demandas abrangentes ou dando várias “notícias ruins” de uma única vez.

2. Utilizar o poder da justificação

“Porque” é uma palavra mágica quando você quer influenciar pessoas a fazer algo. Um estudo realizado em Harvard, em 1978, demonstrou isto:

Uma pesquisadora pediu para que voluntários tentassem furar uma fila de pessoas esperando para usar uma máquina copiadora bastante utilizada em um campus universitário. Lembre-se que isso foi na década de 1970. As pessoas não tinham computadores e impressoras. Fazia-se muita fotocópia naquela época, então muitas vezes havia filas de espera para usar uma copiadora. A pesquisadora orientou aos voluntários para que usassem três solicitações diferentes, especificamente redigidas, para furar a fila.

Uma pesquisadora pediu para que voluntários tentassem furar uma fila de pessoas esperando para usar uma máquina copiadora bastante utilizada em um campus universitário. Lembre-se que isso foi na década de 1970. As pessoas não tinham computadores e impressoras. Fazia-se muita fotocópia naquela época, então muitas vezes havia filas de espera para usar uma copiadora. A pesquisadora orientou aos voluntários para que usassem três solicitações diferentes, especificamente redigidas, para furar a fila.

Será que a forma de perguntar afetou a chance de eles furarem a fila? Aqui estão os resultados:

“
Com licença, eu tenho 5 páginas. Posso usar a máquina de xerox?”

60%
de conformidade

“
Com licença, eu tenho 5 páginas. Posso usar a máquina de xerox, porque tenho que fazer cópias?”

93%
de conformidade

“
Com licença, eu tenho 5 páginas. Posso usar a máquina de xerox?”

94%
de conformidade

Ou seja, houve um aumento de mais de 50% na aceitação do pedido de furar fila simplesmente porque uma justificativa ao pedido foi incluída. Mesmo que a justificativa fosse apenas expressar o óbvio ululante!

Sempre explique a razão de seus pedidos. Quanto mais impactante na negociação, mais importante a qualidade da justificativa. Mas, mesmo para pedidos menores, vale a pena explicar o porquê dos seus pedidos – devido a nossos vieses cognitivos, isso tende a aumentar a chance de que eles sejam aceitos.



3. Alavancar a pressão social

O viés da pressão social advém da crença (geralmente correta) de que um grupo de pessoas sabe mais do que um indivíduo, e que a melhor maneira de tomar uma decisão é se baseando no comportamento do grupo quanto à esta decisão. Um estudo feito em Pequim usou o cardápio de um restaurante como veículo para analisar este viés. Quando o menu listava certos itens como os mais populares do restaurante, esses itens eram 13% mais pedidos do que antes, em média.

Em uma negociação, podemos utilizar esta alavanca de várias formas. Por exemplo, na venda de uma empresa, fazendo transparecer que há algum número de interessados no ativo, mostrando o quanto ele é desejado. Se houver alguma questão negocial, digamos, um risco inerente ao negócio sendo vendido ou à sua indústria, argumentar na linha de que “outros potenciais compradores não estão vendo isto como risco” ou “outros negócios já foram feitos nesta indústria e este caso nunca foi levantado”. Um exemplo prático: em uma transação recente no setor de educação, o comprador levantou uma questão de um benefício fiscal específico do setor, que em tese teria seu prazo expirado em breve. O argumento utilizado foi: todas empresas de educação listadas em bolsa são avaliadas utilizando a perpetuação do benefício, como você pode ver por estes relatórios de analistas.

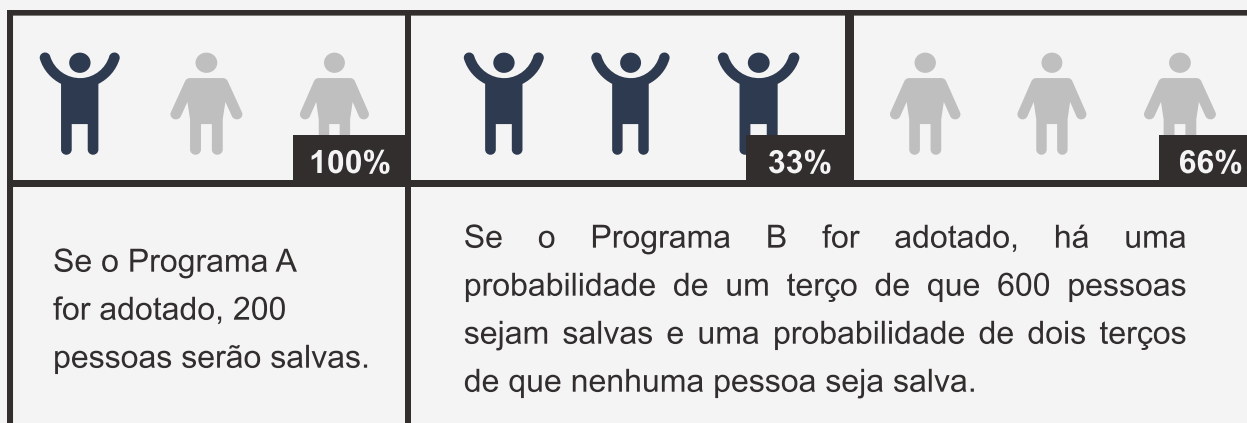


4. Reforçar a perda ao invés do ganho potencial

Somos avessos ao risco para preservar ganhos, e aceitamos correr riscos para evitar perdas. Considere o estudo abaixo, realizado em dois cenários distintos:

Cenário 1

Imagine que os EUA estão se preparando para o surto de uma nova doença, que deve matar 600 pessoas. Dois programas alternativos para combater a doença foram propostos. As estimativas das consequências dos programas são:



Qual alternativa você escolheria?

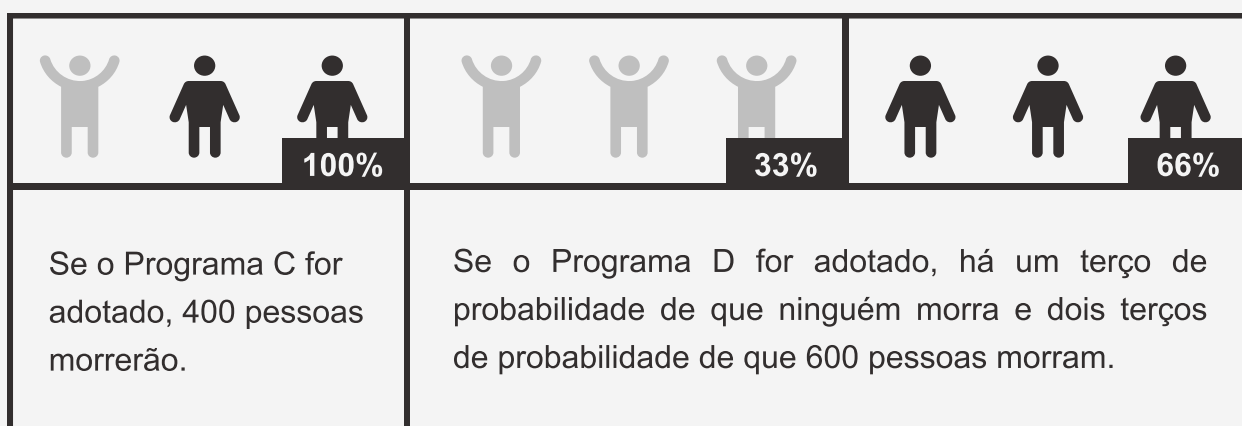
Neste cenário, 72% dos respondentes optaram pelo Programa A e 28% pelo Programa B, embora a expectativa¹¹ nos dois programas seja a mesma!



¹¹ $1/3 \cdot 600 + 2/3 \cdot 0 = 200$ no Programa B.

Cenário 2

Imagine que os EUA estão se preparando para o surto de uma nova doença, que deve matar 600 pessoas. Dois programas alternativos para combater a doença foram propostos. As estimativas das consequências deles são:



Neste cenário, 22% dos respondentes optaram pelo Programa C e 78% pelo Programa D.

Além da expectativa nos dois cenários ser a mesma, o mais impressionante é que os Programas C e D são os Programas A e B reenquadrados, alternando perda por ganho e vice-versa!!

Ou seja, a maneira como enquadramos uma situação impacta na probabilidade de resposta das pessoas.

Portanto, quando possível use o enquadramento de perda contra sua contraparte – por exemplo, “Você perderá a oportunidade de ter o melhor ativo do mercado se não aumentar sua proposta”.

5. Técnica da porta na cara

Em um clássico estudo realizado em 1975, pesquisadores da Universidade do Arizona se passaram por funcionários de um centro de detenção juvenil. Eles pararam pessoas aleatoriamente nas calçadas do campus universitário e perguntaram se eles considerariam acompanhar um grupo de delinquentes juvenis em uma viagem de um dia ao zoológico sem pagamento.

Apenas 17% dos abordados disse que toparia.

Em seguida, os pesquisadores abordaram diferentes pessoas com um pedido ainda mais ousado: eles estariam interessados em serem considerados para servir como conselheiros não remunerados no centro de detenção juvenil? Eles eram informados de que esta posição voluntária exigiria duas horas de seu tempo a cada semana, por um período mínimo de dois anos.

Não surpreendentemente, todos os perguntados disseram não. Mas os pesquisadores não os deixaram simplesmente ir embora, eles então perguntaram se estariam dispostos a considerar acompanhar um grupo de delinquentes juvenis em uma viagem de um dia ao zoológico sem pagamento.

Nessa situação, 50% dos entrevistados disseram que sim.

Por que as pessoas ficaram tão dispostas a concordar com um pedido bastante demandante, depois de recusar um muito maior? De acordo com os pesquisadores, quando recuamos de um pedido extremo que fizemos e depois pedimos algo menor, a outra parte vê isso como uma concessão da nossa parte, e se sente compelida a retribuir. Muitas culturas possuem um viés de reciprocidade que nos leva a tentar retribuir em espécie o que alguém nos “deu”, seja um favor, um convite, ou até mesmo uma concessão em uma negociação.

Em resumo, a técnica conhecida como “porta na cara” consiste em fazer um pedido extremo, que você espera que seja rejeitado, para que sua contraparte aceite uma demanda moderada que você faça logo em seguida.

6. Fazer concessões unilaterais simbólicas

Ao fazermos concessões numa negociação, tendemos a assumir que uma concessão deve realmente nos ser custosa (financeiramente ou não), para que o outro lado perceba e nos dê o que queremos. Mas, na verdade, muitas vezes podemos avançar em uma negociação fazendo uma concessão unilateral simbólica (que nos custa pouco), escrevem os professores da *Harvard Business School* Deepak Malhotra e Max H. Bazerman em seu livro *Negotiation Genius* (Bantam, 2007).

No livro, os autores contam a história de uma associação comercial que queria realizar uma pesquisa por correio com seus membros. Em função do baixo engajamento anterior neste tipo de pesquisa, a associação resolveu oferecer incentivos financeiros para testar se a taxa de resposta aumentava.

A associação enviou o questionário sem incentivo financeiro a um subgrupo de membros escolhido aleatoriamente. Deste grupo, 20,7% devolveram um questionário preenchido. A associação então prometeu pagar a um segundo grupo de membros US\$ 50 se eles completassem e devolvessem o questionário. Desta vez, 23,3% dos membros responderam – pouco mais que o primeiro grupo. Por fim, a associação enviou a um terceiro grupo de membros uma única nota de 1 dólar – uma concessão simbólica – junto com o questionário (e nenhum outro incentivo). Desta vez, 40,7% dos membros deste grupo devolveram os questionários preenchidos – uma taxa de resposta bem maior.

Por que tantos membros do terceiro grupo preencheram e devolveram seus questionários? O comportamento deles viola as previsões das teorias econômicas tradicionais. Não só o incentivo de US\$ 1 era consideravelmente menor do que os US\$ 50 proposto para o segundo grupo, como também não era um incentivo – era um pagamento garantido, independentemente do membro ter cumprido a solicitação. Parece que eles se sentiram obrigados a colaborar porque o dólar não era um incentivo, mas sim uma concessão unilateral simbólica, um presente.

Para melhor efeito, é importante observar o seguinte:

- Procure entender o que o outro lado quer e ofereça algo que ele valorize ou aprecie;
- Faça sua concessão sem esperar nada diretamente em troca; e
- Idealmente, deixe claro que está fazendo a concessão no espírito de ser construtivo e colaborativo para a negociação.

As técnicas de persuasão não são garantias de ganhar todos os pontos negociais. Na verdade, usadas em demasia podem irritar a contraparte e atrapalhar a negociação. Um estudo de abril de 2022¹² mostrou que, em situações de negociações repetidas entre as mesmas contrapartes, os negociadores que detectaram que sua contraparte usou a técnica da “porta na cara” na primeira negociação, em comparação com aqueles que não utilizaram, fizeram ofertas de abertura mais exigentes na segunda negociação e obtiveram melhores resultados. Eles também viam sua contraparte como menos confiável e eram mais propensos a escolher um novo parceiro para o projeto colaborativo.

No geral, os resultados do estudo parecem sugerir que usar técnicas de persuasão pode muitas vezes sair pela culatra, caso a sua contraparte sentir que você tentou manipulá-la. A sugestão é utilizar com parcimônia e considerar que são apenas algumas das várias ferramentas que possuímos para concluir uma negociação de sucesso.

¹² STAFF, Pon. The Door in the Face Technique: Will It Backfire? Harvard Law School, 2022.



Capítulo 6

O fim da negociação



Embora seja importante ter tempo para buscar os melhores termos negociais, processos de M&A demasiadamente longos podem prejudicar o resultado do negócio pós transação¹³. Quando as alternativas e argumentos das partes já estiverem claros para todos os lados, e alguns dos principais pontos negociais conceitualmente acordados, é o momento de concluir a negociação.

Para concluir com sucesso uma negociação, é necessário termos em vista a ótica dos principais envolvidos, e não apenas de seus assessores. Assim, não basta acordar os termos ou assinar um contrato, mas sim ter um acordo que pode ser implementado e que possibilite que todo o valor esperado pelos dois lados seja capturado.

As recomendações a seguir não se aplicam apenas para a conclusão dos contratos finais, como também para o acerto de contratos intermediários, como *termsheets* e Memorandos de Entendimento, ofertas indicativas e não vinculantes que normalmente são negociadas e utilizadas ao longo dos processos de M&A.



¹³ Estudo Ártica/Insper com empresários que foram sócios de fundos de Private Equity. Negociações que demoraram mais de 12 meses para serem concluídas tiveram resultados muito piores do que negociações que foram concluídas mais rapidamente. Hipóteses para explicar isso são: perda do foco no dia a dia do negócio; postergação de investimentos necessários; desgaste negocial que prejudica a interação entre os times de gestão pós-transação.

Note, também, que prazos demasiadamente longos para o fechamento de uma transação são prejudiciais para ambos os lados, pois negociações ocorrem com base na realidade das partes naquele momento específico e, quanto mais passa o tempo, maior o risco da realidade mais recente tornar os termos negociados obsoletos, levando a necessidade de renegociação ou mesmo desistência da operação. Para ilustrar um extremo, imagine a situação de quem assinou uma transação de M&A no final de 2019 e cuja conclusão deveria ocorrer em 2020, após o aparecimento da pandemia da Covid-19.

Foco na consolidação do acordo

1.

Faça reuniões de fechamento: Ao deixar claro que a agenda da reunião é sair com um documento acordado, obtemos o compromisso das partes envolvidas para agir – todos devem vir preparados, com alternativas para os pontos negociais de maneira a sair da reunião com o documento consolidado. Nestes momentos, não é incomum os times de negociação deixarem os decisores de cada lado a postos para serem consultados sobre questões que excedam sua alçada em tempo real, no espírito de concluir a negociação o mais rápido possível. Sinaliza o compromisso de fazer a negociação dar certo e tende a aumentar o grau de confiança entre as partes, que conseguem compartilhar ideias e informações mais abertamente. Se possível, fazer presencial.

Isto posto, o negociador não pode esquecer quais são os seus princípios negociais e não se deixar levar pelo calor do momento. Ele deve ter clareza de seus objetivos e não deve aceitar uma transação ruim. Não chegar a um acordo é melhor do que fechar um péssimo acordo.

A reunião de fechamento não precisa ser uma única reunião, pode envolver várias interações, ainda mais quando as partes precisam avaliar novas propostas e cenários apresentados.

2.

Amarre as pontas soltas. Este é o momento para se resolver as divergências. Para isto, vale ser proativo e tentar fornecer alternativas que funcionariam para seu lado, passando para a contraparte a responsabilidade de eventualmente atrasar ainda mais a transação se não aceitar uma das alternativas. Por exemplo, se a questão for o preço da empresa, pode-se oferecer duas condições: (i) um valor mais baixo, 100% à vista, ou (ii) um valor um pouco mais alto, parcelado. Para pequenas diferenças, pode ser mais adequado simplesmente propor algo no meio do caminho, com a justificativa de não gastar tempo com questões menores.

3.

Utilize *sweeteners* para ultrapassar resistências finais. Às vezes, pequenas concessões adicionais fazem com que o outro lado se sinta satisfeito pela quantidade de pontos ganhos e não necessariamente pela magnitude destes ganhos. Por exemplo, numa transação na qual assessoramos, os vendedores aceitaram os termos finais quando adicionamos aos termos comerciais um ano de salário pós-transação para que eles atuassem como consultores da companhia e ajudassem na integração pós-transação. Proporcionalmente, era um valor que aumentava o preço do negócio em menos de 0,1%, mas que causou um impacto emocional positivo nos vendedores. Cuidado, obviamente, para não ceder demais sem conseguir consolidar o acordo.

Ratificação

Utilizar outras instâncias decisórias é uma boa prática negocial. Enquanto o time de negociação está no calor das conversas, a outra instância (conselho de administração, acionistas) pode ter um olhar mais frio e isento da situação negocial como um todo. Este mecanismo é especialmente útil quando se necessita de uma aprovação final dos termos negociais. Acaba sendo uma deixa para eventualmente revisitar pontos que já estariam acordados pelo time negocial, embora cause alguma frustração no mesmo. Permite ainda alguma correção de rumo ou ajuste de termos mais favoráveis, sem ferir o grau de confiança que foi estabelecido pelas partes na mesa de negociação.

Por isso, recomenda-se que na maioria das situações o decisor final não esteja na mesa de negociação. Quando isso ocorre em apenas um dos lados, este pode ficar numa posição mais delicada caso se comprometa com algum ponto negocial pois reduz a chance de poder rever, ou mesmo refletir mais profundamente, sobre a questão. Nesses casos, a alternativa é não se comprometer a decidir no momento, pedindo tempo para pensar sobre a questão em pauta.

Deixe a contraparte “ganhar”

Como ilustrado na introdução deste artigo, uma negociação tem pouca chance de terminar bem quando se torna uma guerra de egos. Até o último momento, questões estão sendo discutidas e negociadas. Criar e manter um ambiente no qual o outro lado sinta que ele conseguiu (ou está conseguindo) se sair bem é muito importante. Realçar as concessões que fez, reforçar que o outro lado está conseguindo seu objetivo negocial e mostrar que a negociação está evoluindo são atitudes importantes para que os últimos temas sejam resolvidos.

Tente obter pequenas concessões finais e evite ceder

Perceba que sua negociação não deve terminar quando o acordo for assinado – ela deve terminar quando você sentir que esgotou todas as opções para a criação de valor. Na reta final, quando o clima é de conclusão do negócio, pode haver espaço para pedidos adicionais serem atendidos sem novas contrapartidas do outro lado. Em função do cansaço causado pela negociação e ansiedade para concluir o negócio, a contraparte pode aceitar alguns pedidos de última hora: “surgiu uma nova questão, e vou precisar desta flexibilização adicional de vocês para fechar”.

Numa transação recente de venda, depois de quase tudo acertado, o vendedor pediu inicialmente uma remuneração mensal para continuar como consultor por mais 36 meses. O comprador, já cansado de todo processo, aceitou, sem pedir nada em troca. Em seguida, pediu para estender o benefício para outros membros da família. Apesar dos protestos, o comprador também topou. É o tipo de demanda que, se feita em estágios anteriores da negociação, provavelmente iria requerer alguma concessão por parte do vendedor.





Capítulo 7

Considerações finais



Negociação *cross-border*

Embora a linguagem básica de finanças e contratos seja similar ao redor do mundo, as particularidades de cada cultura e mercado precisam ser levadas em consideração para uma negociação internacional bem-sucedida. Numa transação de venda de uma empresa brasileira para um grande grupo japonês, as conversas já duravam 18 meses sem nenhum avanço: o acionista brasileiro esperando por um posicionamento do lado japonês que, por sua vez, não deixava claras as suas intenções. Elas só progrediram quando o vendedor colocou o preço pedido e o formato de transação na mesa. O valor pedido nunca foi questionado, mas foram necessárias inúmeras reuniões, com a mesma agenda, envolvendo várias pessoas dentro da organização até eles decidirem oficializar proposta. Inclusive, além da vinda de vários representantes ao Brasil, o acionista vendedor precisou passar uma semana no Japão visitando a organização, e se encontrando com diferentes decisores.

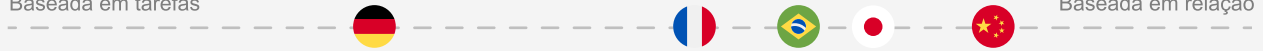
É necessário tomar cuidado, entretanto, para não incorrer em clichês sobre as diferenças culturais, tendo uma visão estereotipada baseada em apenas uma ou duas dimensões, que não capturam todas as nuances da maneira de agir de cada sociedade.

Dentro de nossa própria cultura, tendemos a saber quais comportamentos são consistentes com as normas sociais e quais não são. A compreensão de nossa própria cultura também nos diz quando e como é apropriado negociar. Infelizmente, muitas vezes violamos essas normas em outras culturas.

Quanto mais compreendermos e estudarmos o contexto cultural, maior a chance de conseguirmos realizar uma boa negociação internacional. Entretanto, como podemos saber a melhor maneira de negociar em uma determinada cultura?

5. Confiança

Baseada em tarefas



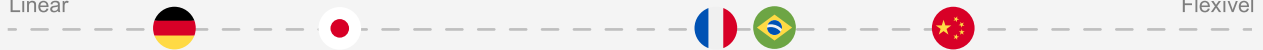
6. Desacordo

Confronto



7. Tempo

Linear



8. Persuasão

Princípios



Mesmo que você não tenha a quem perguntar, você pode pedir a sua contraparte para lhe educar sobre as normas. Certa vez, estávamos negociando a venda de uma empresa brasileira para um grupo Europeu, cujo diretor de M&A era um francês. Teríamos uma reunião no Brasil para eles apresentarem a proposta de compra. Antes da reunião, ele ligou e perguntou: normalmente, qual o grau de barganha esperado pelos brasileiros? Qual o aumento de preço que eles esperam ter acima da proposta inicial para se sentirem satisfeitos? Com base nisso, calibrou sua proposta inicial.

A cautela também se aplica no desenho de soluções, pois o contexto legal é diferente em cada país, impactando em diversos aspectos o M&A, seja em questões tributárias, de governança ou mesmo de estruturas contratuais. Não se deve assumir que o arcabouço regulatório de outras jurisdições é similar ao brasileiro.

Quando não negociar

Existem situações nas quais tentar negociar pode piorar o resultado para a parte. Algumas delas são:

- **Quando sua alternativa é ruim e todos sabem:** por exemplo, uma empresa em situação financeira muito ruim, cuja alternativa à uma venda é “quebrar” e que possui apenas uma proposta na mesa. Por mais doloroso que seja, os argumentos para tentar negociar melhores condições podem ser muito fracos, e além do desgaste que pode ocorrer nesta situação, existe o risco de perder o negócio. Neste caso, o melhor é reconhecer que não tem como negociar e (i) ou aceitar a proposta na mesa ou (ii) fazer um pedido de melhoria, posicionando como um pedido, reconhecendo que não tem alternativas e que mesmo que o pedido não seja aceito irá seguir com o negócio.
- **Quando negociar envia uma mensagem errada:** pode sinalizar (i) falta de confiança; (ii) que está mais preocupado em ganhar para si do que investir no relacionamento com a contraparte; ou (iii) questionamento da validade da oferta inicial. Por exemplo, se o CEO de uma empresa que está sendo comprada tem a perspectiva de continuar no negócio, antes da transação pode não ser o momento para tentar melhorar seu pacote de remuneração de maneira muito agressiva. O comprador pode até aceitar seus pedidos, pois precisa mantê-lo em um primeiro momento, mas pode se sentir chantageado, comprometendo o relacionamento de trabalho pós-transação.



Conclusão

Negociar é, ao mesmo tempo, uma ciência, baseada em teorias, conceitos e métodos, e uma arte, pois exige sensibilidade às diferenças culturais, capacidade de diálogo, um pouco de habilidade psicológica e resiliência. Para negociar bem, é necessário prática e experiência, mas isso não é suficiente. Conhecer o que já foi desenvolvido sobre o tema traz um grande diferencial. Por fim, cada negociação é única. Sem dedicação e preparação mesmo os negociadores mais experientes são incapazes de obter os melhores resultados.

Bibliografia:

ARIELY, Dan. Predictably Irrational: The Hidden Forces that Shape Our Decisions. HarperCollins, 2009.

ÁRTICA INVESTIMENTOS; INSPER. Atraindo Investimentos de Private Equity: O que é mais valorizado pelas gestoras. 2020.

ÁRTICA INVESTIMENTOS; ENDEAVOR BRASIL; INSPER. Empresas Investidas por Fundos de Private Equity no Brasil: Lições Aprendidas. 2018.

BRUCKS, Melanie; LEVAV, Jonathan. Virtual communication curbs creative idea generation. Nature, 2022.

DUKE, Annie. Thinking in Bets: Making Smarter Decisions When You Don't Have All the Facts. Portfolio, 2018.

FISHER, Roger; URY, William; PATTON, Bruce. Getting to Yes: Negotiating Agreement Without Giving In. Penguin Books, 2011.

HUKKANEN, Petri; KELOHARJU, Matti. Initial Offer Precisions and M&A Outcomes. Harvard Business School, 2016.

KAHNEMAN, Daniel. Thinking, Fast and Slow. Farrar, Straus and Giroux, 2011.

LIU, Tingting; SHU, Tao; WANG, Jasmine. Winner's Curse in Takeovers? Evidence from Investment Bank Valuation Disagreement. SSRN, 2021.

MALHOTRA, Deepak; BAZERMAN, Max. *Negotiation Genius: How to Overcome Obstacles and Achieve Brilliant Results at the Bargaining Table and Beyond*. Bantam, 2007.

MEYER, Erin. *The Culture Map: Breaking Through the Invisible Boundaries of Global Business*. PublicAffairs, 2014.

NORTHCRAFT, Gregory; NEALE, Margaret. *Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions*. University of Arizona, 1987.

PEETERS, Ronald; TENEV, Anastas. *Number of bidders and the winner's curse*. University of Otago, 2018.

PERREAULT, Stephen; KIDA, Thomas; PIERCEY, David. *The Relative Effectiveness of Simultaneous versus Sequential Negotiation Strategies in Auditor-Client Negotiations*. SSRN Electronic Journal, 2013.

STAFF, Pon. *The Door in the Face Technique: Will It Backfire?* Harvard Law School, 2022.

STEINEL, Wolfgang; ABELE, Andrea; DREU, Carsten. *Effects of Experience and Advice on Process and Performance in Negotiations*. *Group Processes and Intergroup Relations*, 2007.

THOMPSON, Leigh. *An examination of naive and experienced negotiators*. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1990.

VOSS, Chirs; RAZ, Tahl. *Never Split the Difference: Negotiating As If Your Life Depended On It*. Harper Business, 2016.



Luiz Penno é co-fundador e *managing partner* do Ártica, escritório independente de assessoria financeira em fusões & aquisições, captação de recursos e IPOs. Auxilia investidores e empresários a tomar decisões e executar transações como: venda de participação societária, aquisição de empresas, fusões, *joint ventures* e captação de recursos junto a fundos de investimento, fundos soberanos e instituições de fomento. Tem extensa experiência em transações internacionais e operações de alta complexidade, nos mais variados setores da economia.

Em 2023, o Ártica foi nomeado pelo ranking Leaders League na categoria “Líder” das melhores empresas de M&A do Brasil.



Para mais informações, visite:

www.articainvest.com.br



Luiz Penno

luiz.penno@articainvest.com.br



ARTICA

articainvest.com.br