

**A EXPERIÊNCIA DE SUCESSIVAS AQUISIÇÕES LEVA À APRENDIZAGEM ORGANIZACIONAL?
UM CASO NO SETOR EDUCACIONAL**

***DOES THE SUCCESSIVE ACQUISITION EXPERIENCE LEAD TO ORGANIZATIONAL LEARNING?
A CASE IN THE EDUCATIONAL SECTOR***

***LA EXPERIENCIA DE SUCESIVAS ADQUISICIONES CONDUCE AL APRENDIZAJE
ORGANIZACIONAL? UN CASO EN EL SECTOR EDUCATIVO***

Maria Isabel Rola França

Gerente Universitária no Serviço Nacional de Aprendizagem (Senac – Minas)
Mestra em Administração pela Pontifícia Universidade Católica
Endereço: R. Tupinambás, n. 1.083, CEP: 30120-910. Belo Horizonte, MG, Brasil
Telefone: (31) 3048-9369
E-mail: isabel.franca@mg.senac.br

Geraldo Magela Rodrigues de Vasconcelos

Professor Adjunto IV na Universidade Federal de São João del-Rei (UFSJ)
Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais
Endereço: Av. Visconde do Rio Preto, S/N, CEP: 36300-000. São João del-Rei, MG, Brasil
Telefone: (32) 3379-4941
E-mail: gmr@ufs.br

José Márcio de Castro

Professor no Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas)
Doutor em Administração pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo
Endereço: Av. Itaú, n. 525, Bairro Dom Cabral, CEP: 30.535-012. Belo Horizonte, MG, Brasil
Telefone: (31) 3319 - 4957
E-mail: josemarcio@pucminas.br

Artigo recebido em 10/11/2018. Revisado por pares em 10/01/2019. Reformulado em 15/02/2019. Recomendado para publicação em 10/08/2019. Publicado em 31/08/2019. Avaliado pelo Sistema *double blind review*.

©Copyright 2019 UNISUL-PPGA/Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios. Todos os direitos reservados. Permitida citação parcial, desde que identificada a fonte. Proibida a reprodução total.

Revisão gramatical, ortográfica e ABNT de responsabilidade dos autores.

RESUMO

Este trabalho investiga se e como o histórico de aquisições realizadas por duas empresas, aqui identificadas como Alfa e Beta, influenciou, posteriormente, a operação de aquisição da organização Beta pela Alfa. O estudo de caso qualitativo discute um processo de aquisição no setor educacional envolvendo duas firmas – Alfa (adquirente) e Beta (adquirida). Os resultados indicam que a experiência em aquisições anteriores implicou aprendizagem e influenciou a operação, bem como sua configuração final, sendo adotados na adquirente os modelos de gestão da adquirida, constituindo, segundo literatura revisada, uma situação de rara ocorrência.

Palavras-chave: Fusão e aquisição de empresas; Experiência em aquisição; Aprendizagem organizacional; Integração reversa; Criação de valor.

ABSTRACT

This study investigates whether and how the history of acquisitions carried out by two companies, here identified as Alpha and Beta, subsequently influenced the operation of the acquisition of organization Beta by Alpha. The qualitative case study discusses a process of acquisition in the educational sector involving two firms – Alpha (acquirer) and Beta (acquired). The results indicate that the experience in previous acquisitions involved learning and influenced the operation, as well as its final configuration, the management models of the acquired being adopted in the acquirer, which constitutes, according to the reviewed literature, a situation of rare occurrence.

Keywords: Merger and acquisition; Experience in acquisition; organizational learning; Reverse integration; Value creation.

RESUMEN

Este trabajo investiga si y como el histórico de adquisiciones realizadas por dos empresas, aquí identificadas como Alfa y Beta, influyó posteriormente la operación de adquisición de la organización Beta por Alfa. El estudio de caso cualitativo discute un proceso de adquisición en el sector educativo involucrando a dos firmas - Alfa (adquirente) y Beta (adquirida). Los resultados indican que la experiencia en adquisiciones anteriores implicó aprendizaje e influyó la operación, así como su configuración final, siendo adoptados en la adquirente los modelos de gestión de la adquirida, constituyendo, según literatura revisada, una situación de rara ocurrencia.

Palabras clave: Fusión y adquisición; Experiencia en adquisición; Aprendizaje organizacional; Integración inversa; Creación de valor.

1 INTRODUÇÃO

São crescentes os investimentos em fusões e aquisições - F&A's - no cenário europeu e americano desde os anos de 1980 (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008). No Brasil, embora tenha ingressado nesse contexto somente uma década após, dados apontam o contínuo crescimento dessas transações. Enquanto o ano de 1994 apresentou 175 operações, no ano de 2014 foram 879 F&A's, representando um crescimento da ordem de mais de 402%. No período compreendido de janeiro de 2012 a dezembro de 2016, segundo estudos apresentados pela PWC, foram 3.201 operações no total, uma média anual de 760 transações (PWC, 2017).

Embora tais operações se justifiquem por diversos motivos, na visão clássica sobre aquisições, a justificativa principal, em última instância, está na criação de valor para os acionistas (BRIGHAM; EHRHARDT, 2005; MARKS; MIRVIS, 2001; LUBATKIN, 1988; HASPELAGH; JEMISON, 1987). Não obstante, ainda que os investimentos nessas transações venham crescendo, estudos apontam haver controvérsias em relação à criação de valor por meio das aquisições, seja em curto prazo ou em longo prazo (KING et al., 2004). Diferentes pesquisas, por exemplo, mostram que de 50% a 80% das aquisições são classificadas de insatisfatórias porque não atingem o resultado esperado ou, ainda, porque tendem a destruir, em vez de aumentar, o valor da empresa (CARTWRIGHT; SCHOENBERG, 2006; MARKS; MIRVIS, 2001; AIELLO; WATKINS, 2000; BUONO; BOWDITCH; LEWIS, 1985). Em geral, as taxas de insucesso dessas transações são mensuradas por meio de vários índices, como flutuações no preço das ações, índices de lucratividade, índice de rotatividade dos funcionários pós-operação e até a percepção de sucesso baseada nas avaliações dos gestores (CARTWRIGHT; COOPER, 1993).

Os resultados da pesquisa de Harding e Rovit (2005) sugerem que os motivos do fracasso dessas operações estão associados à indiferença pelo desafio de integrar as operações (67%), à superestimação das sinergias (66%), à rivalidade entre as equipes de gestão (61%) e, por fim, em razão de os dados levantados na *due diligence* não corresponderem à realidade.

Embora tais estudos sobre resultados negativos em aquisição concentrem-se, prioritariamente, na área de finanças, outros campos de pesquisa têm avançado na busca de

uma melhor compreensão dos fatores que influenciam essas complexas transações e seus resultados. Uma questão que vem sendo explorada na literatura se relaciona com o papel das experiências anteriores das firmas que realizaram aquisições e o desempenho em futuros processos de F&A's. Nesse sentido, alguns autores vêm sugerindo que uma sequência de aquisições pode conduzir a firma a um processo de aprendizagem organizacional (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; ZOLLO; LESHCHINSKII; DE, 2013, TRICHTERBORN; KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2016) e, conseqüentemente, melhorar o resultado das novas transações, com a criação de valor para o acionista (BASUIL; DATTA, 2015; HOFFMANN; VIEIRA; MENEZES, 2017). Inclusive, considera-se também, nessa linha de abordagem, a experiência cultural em aquisições, quando se trata de F&A internacionais, entre países culturalmente similares (POPLI et al, 2016).

Tomando como ponto de partida essa perspectiva, o objetivo do artigo é analisar se e como a experiência de sucessivas aquisições de uma firma influenciou no desempenho de novas aquisições e na integração de uma adquirida em termos de criação de valor. Para tanto, realizou-se um estudo de caso de natureza qualitativa a partir de uma operação de aquisição do setor educacional envolvendo duas organizações, aqui denominadas como Organização Alfa e Organização Beta considerando-se, também, o histórico das firmas em processos de aquisição realizados isoladamente por ambas. Portanto, foram investigados os processos de aquisição tanto da adquirente quanto da adquirida, numa perspectiva diádica, observando ambos os pontos de vista (GRAEBNER, 2009), o que tem sido negligenciado em pesquisas de F&A (CUYPERS, CUYPERS, MARTIN, 2017).

Para além desta introdução, este trabalho está estruturado em quatro seções. Na seção dois apresenta-se o quadro teórico da pesquisa e, em seguida, o método de pesquisa utilizado e os procedimentos de coleta e análise de dados. Em seguida, seção cinco, as discussões e as conclusões e, por fim, na seção seis, as considerações finais deste trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Tendo como lógica determinante a criação de valor (SHELTON, 1988; HASPELAGH; JEMISON, 1991), as aquisições horizontais ou relacionadas, assim designadas por ocorrer entre empresas atuantes no mesmo segmento (CAPRON, 1999), objetivam, em especial, a melhoria de resultados por meio dos ganhos de sinergia, com a obtenção de economias de

escala e escopo, que não seriam possíveis se as organizações envolvidas operassem isoladamente (CAPRON, 1999; CARTWRIGHT; COOPER, 1993). Pesquisadores argumentam que as economias de escala demandam maior integração entre as organizações envolvidas na transação, o que remete à análise de aquisições sob a perspectiva de processo, na qual se verifica a importância da articulação entre a estratégia que motivou a transação e o modelo de integração a ser implementado (CHATTERJEE et al., 1992; NAHAVANDI; MALEKZADEH, 1988; JEMISON; SITKIN, 1986a, 1986b; LUBATKIN, 1983; TANURE et al., 2009). Especificamente em relação ao setor educacional brasileiro, há evidências de ganhos com sinergias que se traduzem em melhores resultados econômicos (SARFATI; SHWARTZBAUM, 2013).

Adicionalmente, considerando que as aquisições relacionadas apresentam potencial para a criação de valor pela realização de economias de escala e complementaridade de recursos, que somente se realizam na etapa de integração, discute-se que a obtenção das sinergias depende da qualidade da integração e da gestão pós-aquisição (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; HARRISON et al., 1991; HASPELAGH; JEMISON, 1991; LUBATKIN, 1983; JEMISON; SITKIN, 1986a, 1986b). Dessa forma, os autores argumentam que a coordenação e o apoio às unidades de negócios, bem como a combinação de processos similares, são contingenciais à adequação organizacional entre as empresas envolvidas (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008).

Alguns estudos revelam que um ingrediente como a experiência em aquisições anteriores pode levar a organização adquirente à obtenção de sinergias viabilizadas por um processo de integração mais ágil e eficaz (HITT et al., 1993; BARKEMA; SCHIJVEN, 2008). O ponto é se e de que maneira as experiências anteriores com aquisições podem interferir nas novas transações que uma firma venha a executar. Alguns autores argumentam que, diante das dificuldades encontradas na obtenção das sinergias projetadas, há uma tendência da adquirente de, em princípio, atribuir as falhas do processo de integração a fatores externos e não às estratégias adotadas (HALEBLIAN; KIM; RAJAGOPALAN, 2006). Nesse caso, as análises dos obstáculos voltam-se para o ponto em que está localizado o sintoma – a empresa adquirida (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008), de forma que as dificuldades ou falhas de integração são atribuídas, primeiramente, à resistência às mudanças na empresa adquirida (NAHAVANDI; MALEKZADEH, 1988). Além disso, parece haver uma tendência da adquirente a considerar a

própria estrutura organizacional e seu corpo gerencial como ótima, o que envolve uma abordagem de integração na qual as mudanças organizacionais são direcionadas para a adquirida (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; NAHAVANDI; MALEKZADEH, 1988).

A adquirente busca assim, pelo menos inicialmente, soluções que não causem impacto radical sobre as próprias rotinas e na própria estrutura, o que evoca a “síndrome do vencedor” (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; CARTWRIGHT, 2005), assumindo uma posição de superioridade na transação. A adquirente coloca-se, então, na condição de ensinar ao perdedor (a empresa adquirida) a forma como as ações devem ser executadas, de modo que este precise *aprender a ser* como a empresa-mãe (MARKS; MIRVIS, 2001; HASPELAGH; JEMISON, 1991). Observa-se, entretanto, que esse comportamento está mais presente nas aquisições em que a adquirida é relativamente menor que a adquirente (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008), assumindo esta última uma posição de maior poder e superioridade na transação (JEMISON; SITKIN, 1986a, 1986b). Essa postura reforça, por decorrência, a tendência de priorizar a implementação de adequações e mudanças na empresa adquirida.

Apesar da afirmativa de Haleblan, Kim e Rajagopalan (2006) de que a relação entre o desempenho e os fatores que o propiciam ou contribuem para sua efetivação é, muitas vezes, ambígua, as pesquisas sugerem que, após aquisições de fraco desempenho, em uma sucessão de aquisições, aumenta a probabilidade de a adquirente rever a própria estratégia (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1999; BOEKER, 1989). É nesse ponto que as análises se voltam para as possíveis falhas relacionadas à condução do processo e para uma eventual necessidade de exploração de novas estratégias ou mesmo de reestruturação da própria adquirente (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1999; BOEKER, 1989).

As pesquisas que adotaram a adquirente como unidade de análise investigaram a relação entre sua experiência prévia com processos de aquisição e o desempenho em novas aquisições, demonstrando que a relação positiva entre as duas variáveis está vinculada ao processo de aprendizagem da organização-mãe (TRICHTERBORN; KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2016; BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1999; BRUTON; OVIATT; WHITE, 1994; ZOLLO; LESHCHINSKII; DE 2013).

A aprendizagem organizacional, nesse prisma, é avaliada segundo a perspectiva da

análise da relação entre a experiência ganha por meio de uma série de aquisições relacionadas já realizadas e o efeito dessa experiência sobre as novas aquisições (HAYWARD, 2002; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1999, NADOLSKA; BARKEMA, 2014). E, ainda, essa aprendizagem é também absorvida pelas afiliadas a grupos empresariais, que utilizam o aprendizado adquirido por outras empresas do grupo para realizar suas aquisições (POPLI; LADKANI; GAUR, 2017, GUBBI, ELANGO, 2016).

Embora haja uma tendência positiva em se manter o mesmo comportamento organizacional na estratégia de integração, quando o retorno das sinergias e ganhos é negativo, por outro lado, há uma inclinação da organização em mudar sua estratégia na nova operação (HALEBLIAN; KIM; RAJAGOPALAN, 2006; LEVITT; MARCH, 1988; RAJAGOPALAN; SPREITZER, 1997).

Por outro lado, se o desempenho da operação for considerado bom, a adquirente tenderá a achar que desenvolveu as rotinas necessárias para ser bem-sucedida nessas transações, e se mobilizará, então, para efetuar outras aquisições (HALEBLIAN; KIM; RAJAGOPALAN, 2006). Inclusive, a experiência em adquirir pode levar a empresa a se considerar por demais confiante, oferecendo valores elevados à adquirida ou tendo poucos limites para aquisições, podendo ainda, no caso de empresas maiores, obter retornos negativos nas aquisições (BRANDER; EGAN, 2017). Inversamente, mediante fraco desempenho das transações, mudanças organizacionais na adquirente fazem-se presentes, como, por exemplo, mudança da liderança superior (HALEBLIAN; KIM; RAJAGOPALAN, 2006). Todavia, mudanças na direção superior da empresa adquirida podem gerar efeito negativo sobre o nível de integração pretendido (ZOLLO; LESHCHINSKII; DE, 2013).

Embora a experiência anterior com aquisições não garanta, por si só, um desempenho superior em aquisições futuras, deve, ainda assim, ser examinada segundo a perspectiva do retorno que proporciona à adquirente (HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1999; HOFFMANN; VIEIRA; MENEZES, 2017). Nessa mesma perspectiva, Hayward (2002) argumenta que, embora a consideração da experiência seja isoladamente insuficiente para a ocorrência da aprendizagem e da mudança organizacional, é apenas a partir das experiências anteriores que a aprendizagem é possível. Além disso, o espaço de tempo entre uma nova operação e outra deve ser considerado nesse processo, para permitir uma mais adequada condição de análise

e reflexão por parte da empresa-mãe (ZOLLO; LESHCHINSKII; DE, 2013, HUTZSCHENREUTER; KLEINDIENST; SCHMITT, 2014). Nesses termos, Hutzschenreuter, Kleindienst e Schmitt (2014), por exemplo, encontraram que um longo intervalo entre uma aquisição e outra se relaciona positivamente com a experiência em adquirir e o desempenho da aquisição, ou seja, com a criação de valor. Argumenta-se, ainda, que a experiência em adquirir pode influenciar como o valor criado é distribuído entre adquirente e adquirida (CUYPERS; CUYPERS; MARTIN, 2017). Para esses autores, quanto maior a experiência da empresa-alvo em aquisições, maior o valor que será obtido pela adquirida.

Adicionalmente, parece relevante haver na adquirente um órgão que supervisione e coordene os processos de aquisição (TRICHTERBORN; KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2016), e o desenvolvimento de ferramentas de codificação do conhecimento, por meio de manuais, listas de verificação e softwares de suporte (ZOLLO; LESHCHINSKII; DE, 2013) que é a base para o reúso de informações e conhecimentos sobre o processo.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Com o objetivo de analisar como as experiências anteriores de aquisição podem influenciar nas futuras aquisições de uma firma, optou-se por realizar um estudo de caso de natureza qualitativa (EISENHARDT, 1989; YIN, 2005) de um processo de aquisição no setor educacional em razão do seu potencial para uma compreensão aprofundada do fenômeno (EISENHARDT; 1989) da aprendizagem a partir da experiência das firmas.

A escolha do processo de aquisição e das respectivas organizações envolvidas no processo como caso de análise foi definida por dois motivos: (i) foi uma transação de grande repercussão no setor educacional, uma vez que adquirente e adquirida estão posicionadas entre as dez maiores instituições de ensino superior (IES) do país em número de alunos, quando da realização do estudo; (ii) a facilidade de acesso a pessoas-chave de ambas as organizações para realização de entrevistas e a obtenção de outros dados necessários à pesquisa. Destaque-se o fato de que, no momento da realização das entrevistas, a transação estava na fase de integração das organizações, cerca de 120 dias após o fechamento legal da negociação.

As unidades de análise são as duas organizações – adquirente e adquirida. A

adquirente é uma *holding* constituída de outras unidades educacionais que atuam em diversos segmentos do setor educacional. Para fins desta pesquisa, considerou-se a unidade de negócio da *holding* relativa ao ensino superior. A adquirida é uma organização educacional que atua apenas no setor de educação superior.

Uma vez selecionadas as empresas, efetuaram-se contatos com o presidente e o vice-presidente da organização adquirente com o objetivo de obter autorização para a realização da pesquisa. Autorizada a pesquisa, solicitou-se que as IES não fossem identificadas. Com o objetivo de assegurar o anonimato dos envolvidos, bem como das empresas envolvidas, este trabalho utilizou nomes fictícios e identificaram-se os entrevistados por meio de números: entrevistado 1, entrevistado 2. A empresa adquirente foi identificada como organização Alfa e a empresa adquirida como organização Beta.

Para a coleta de dados foram realizadas entrevistas semiestruturadas com diretores e funcionários das duas IES pesquisadas, respectivamente, da adquirente e da adquirida. Com o objetivo de conhecer o histórico das aquisições anteriores realizadas tanto pela adquirida (Alfa) quanto pela adquirente (Beta), desenvolveram-se três roteiros. As questões que compõem os roteiros tratavam de temas que fornecessem subsídios para a análise das aquisições anteriores, para a compreensão do êxito ou fracasso dos processos de aquisições por elas realizados e para a compreensão do papel da experiência anterior das organizações em F&A's no processo de aquisição e integração investigado.

O roteiro 1 e o roteiro 2 foram dirigidos aos gestores envolvidos na fase de *due diligence*. O roteiro 1 foi utilizado especificamente nas entrevistas com gestores da organização adquirente e o roteiro 2 nas entrevistas com profissionais da empresa adquirida. A partir desses dois roteiros, buscaram-se informações sobre o processo de aquisição: os motivos que levaram à compra ou à venda; sob que foco a diligência foi conduzida e realizada; o modelo de integração pretendido e dados a respeito das aquisições realizadas anteriormente por ambas. O roteiro 3 foi destinado às entrevistas com outros profissionais, buscando-se levantar as percepções do público que não estava envolvido diretamente com a estratégia da transação, mas que foi afetado pela integração entre as organizações.

Buscou-se, ainda, compreender as percepções a respeito das possíveis mudanças ocorridas na adquirente e na adquirida diante do processo de integração em curso e as

experiências anteriores nos processos de aquisição realizados tanto por Alfa quanto por Beta. Estabeleceu-se previamente que seriam entrevistados o presidente e o vice-presidente da adquirente e da adquirida, considerando-se sua posição na empresa, bem como o fato de se tratar dos principais envolvidos que poderiam abordar os motivos que levaram as empresas ao processo de compra e venda, respectivamente. Destaque-se o fato de que, concluída a transação, assumiu o cargo de vice-presidente da adquirente, o ex-presidente da adquirida. Ambos indicaram outros gestores, com base em sua relevância no processo de aquisição, pelo fato de terem participado da negociação da transação ou por fazerem parte das várias equipes constituídas para efetuar a integração das operações.

Outros entrevistados foram selecionados por terem acompanhado e atuado em alguma aquisição anterior realizada pela adquirida ou pela adquirente ou ainda porque mantinham vínculo empregatício com as respectivas empresas há, pelo menos, quatro anos. Outros foram também convidados a participar desta pesquisa porque as mudanças ocorridas geraram transformações em suas atividades profissionais, como professores, coordenador acadêmico e funcionários administrativos. Portanto, a seleção de respondentes-chave obedeceu aos critérios de criticidade e relevância (EISENHARDT, 1989), de modo que a compreensão do processo de aquisição fosse conduzida considerando-se respondentes-chave que, de uma forma ou outra, participaram ou foram afetados pela transação.

As entrevistas duraram, em média, 1 hora e 30 minutos e todas foram gravadas com o consentimento dos entrevistados, sendo posteriormente transcritas. Cessaram-se as entrevistas quando o conhecimento sobre o processo era suficiente e pouca informação marginal era acrescentada em novas entrevistas (EISENHARDT, 1989).

Na Organização Alfa foram realizadas nove entrevistas, enquanto na organização Beta foram realizadas 11, envolvendo um total de 20 pessoas no estudo do caso de aquisição da empresa Beta pela Empresa Alfa.

O Quadro 1, abaixo, apresenta informações sobre as entrevistas realizadas.

Quadro 1 - Lista dos entrevistados

ENTREVISTADO	CARGO	EMPRESA DE ORIGEM
Entrevistado 1	Presidente	Organização Alfa

Entrevistado 2	Vice-presidente	Organização Beta
Entrevistado 3	Vice-presidente acadêmico	Organização Alfa
Entrevistado 4	Diretor administrativo e de recursos humanos	Organização Alfa
Entrevistado 5	Diretor do ensino superior	Organização Alfa
Entrevistado 6	Diretor de faculdade	Organização Alfa
Entrevistado 7	Diretor de faculdade	Organização Beta
Entrevistado 8	Gerente de integração	Organização Beta
Entrevistado 9	Gerente	Organização Beta
Entrevistado 10	Gerente	Organização Alfa
Entrevistado 11	Gerente	Organização Alfa
Entrevistado 12	Gerente	Organização Beta
Entrevistado 13	Gerente	Organização Beta
Entrevistado 14	Coordenador acadêmico	Organização Alfa
Entrevistado 15	Assistente administrativo	Organização Beta
Entrevistado 16	Assistente administrativo	Organização Beta
Entrevistado 17	Assistente administrativo	Organização Beta
Entrevistado 18	Professor	Organização Beta
Entrevistado 19	Professor	Organização Beta
Entrevistado 20	Professor	Organização Alfa

Fonte: Elaborado pelos autores, 2019.

Observe-se que se tentou equilibrar, na seleção dos entrevistados, representantes de ambas as organizações, para que se pudessem obter pontos de vista de ambos os lados da operação em análise.

Para a análise de dados, Eisenhardt (1989) sugere que se faça, inicialmente, uma descrição ampla dos casos, pois esse procedimento permite uma análise preliminar dos dados coletados, e que a análise individual de caso é o primeiro passo para se obter uma interpretação de dados qualitativos, utilizando-se categorias que podem derivar da literatura existente ou tais categorias podem derivar dos dados. O que é relevante é obrigar o pesquisador a ir além das impressões iniciais, especialmente por meio de análises realizadas de diversas maneiras. Esse procedimento melhora a possibilidade de se obter uma teoria mais próxima dos dados e aumenta a possibilidade de o pesquisador capturar novas descobertas que podem existir nos dados.

Tendo isto em consideração, primeiramente foi analisada e descrita a unidade adquirente, suas características operacionais, suas estratégias, as experiências anteriores com

aquisições e categorias que pudessem indicar o aprendizado com essas experiências. A seguir, foi analisada e descrita a empresa adquirida, tendo em consideração a mesma lógica. Por tratar-se de aquisição horizontal, na qual uma maior integração é requerida, buscou-se compreender e descrever, também, como o processo de aquisição foi conduzido e quais mudanças foram deflagradas para melhor adequação e integração entre adquirente e adquirida. Finalmente, procurou-se descrever as dimensões analisadas, em busca dos dados que pudessem suportar a resposta da questão de pesquisa formulada. Para isso, objetivando a compreensão do processo de aquisição, buscou-se compreender as experiências em aquisição das duas organizações.

Para a análise dos dados, todas as entrevistas foram gravadas e transcritas. Após a leitura prévia mencionada anteriormente, leituras detalhadas foram realizadas, buscando identificar as dimensões analisadas, em cada organização. A seguir, por meio de triangulação (JICK, 1979) de dados/fontes das duas empresas, procurou-se vincular e identificar, nos diversos relatos, a percepção dos entrevistados sobre as dimensões, analisando pontos similares, diferentes e contraditórios, confrontando-os, tornando possível uma conversação entre pontos de vista dos entrevistados (MILES; HUBERMAN, 1994) da adquirida e da adquirente. É relevante pontuar que as pesquisas em F&A têm negligenciado as análises que consideram os pontos de vista tanto da adquirente como da adquirida (CUYPERS, CUYPERS, MARTIN, 2017). Para efeitos de compreensão, consideraram-se as seguintes categorias de análise: (i) experiência em aquisições e (ii) aprendizado a partir da experiência.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE DADOS

Nesta seção serão descritos e analisados os dados de ambas as organizações envolvidas no estudo de caso do processo de F&A. Primeiramente, apresenta-se a Organização Alfa e, posteriormente, uma abordagem das aquisições realizadas pela empresa, seguindo o mesmo procedimento adotado em relação à Organização Beta. A seguir, aborda-se a influência desse histórico no processo de aquisição da Organização Beta pela Organização Alfa.

4.1 A ORGANIZAÇÃO ALFA – HISTÓRICO E SUAS EXPERIÊNCIAS COM AQUISIÇÕES

A Organização Alfa foi constituída na década de 1960. Ao longo dos anos, expandiu

suas atividades em diversos segmentos do setor educacional, culminando, na década de 2000, em sua entrada no segmento superior. Transcorridos seis anos, os sócios fundadores da Organização Alfa decidem pela abertura de capital da empresa, sendo o processo conduzido pelos dois principais executivos da organização, gestores há mais de 15 anos na empresa, estando a Organização Alfa, naquele momento, com cerca de 7 mil alunos no ensino superior.

Imediatamente após a abertura de capital, a Organização Alfa passa, no ano de 2007, a adquirir outras IES, tendo por alvo instituições menores. Seguindo-se esse critério, em um ano foram adquiridas quatro faculdades, que totalizavam mais de 5 mil alunos, e no ano seguinte mais oito, totalizando 12 aquisições, e um salto dos iniciais 7 mil alunos para 40 mil alunos em um período de 2 anos.

Realizadas essas aquisições horizontais, uma vez que todas as adquiridas eram do segmento de educação superior, e tendo todas sido motivadas para se obter rápido aumento na participação de mercado, a Organização Alfa estabeleceu-se entre as 10 maiores IES do país.

No que diz respeito à negociação, todas as aquisições foram amigáveis, tendo havido esforços para verificar, ao longo de cada negociação, se a operação seria benéfica para a adquirente em relação ao aumento da participação no mercado e/ou realização de sinergias, como relatam os entrevistados da Alfa. Adicionalmente, observou-se que todas as aquisições nas quais foi iniciada a *due diligence* culminaram na conclusão da aquisição.

No caso das transações executadas pela Organização Alfa, todas as *due diligence* foram conduzidas considerando-se os aspectos financeiros, contábeis e legais. Entretanto, de acordo com os relatos, o valor pago pelas adquiridas mostrou-se superestimado, resultando em aquisições precificadas em valores superiores à média de mercado nesse tipo de transação.

O modelo de integração adotado pela Organização Alfa junto a essas adquiridas, todas de menor porte, aponta para o posicionamento clássico desse tipo de operação: adoção, pela adquirida, das práticas e dos processos de trabalho da adquirente, o que sugere, como descrito na literatura, a “síndrome do vencedor”. Entretanto, os entrevistados afirmam que não havia um projeto de integração efetivo e, portanto, os processos de integração eram gerenciados de maneira “empírica”, como se observou nos relatos. Todos os entrevistados

têm a percepção de que o processo de integração foi interrompido, de forma que a integração das adquiridas não foi concretizada. De acordo com o Entrevistado 3, “[...]nada foi implementado... eu fui um dia em todas elas, e eu nunca mais voltei, não foi feita nenhuma ação de implementação dos modelos da Alfa... então todas elas continuaram exatamente iguais durante todos os dois anos e até hoje”. Essa ilustração de como o processo foi conduzido é corroborado por outro entrevistado quando menciona que “[...] se você olha o resultado das adquiridas é um desastre. E pior do que isto, nenhuma das adquiridas foi efetivamente integrada. Não havia um processo de integração. E eu acho que (...) a grande falha da Alfa é isto[...].” (Entrevistado 1).

Ao longo da trajetória da organização Alfa no segmento de educação superior, muitas iniciativas tomadas para a estruturação dos processos da adquirida foram interrompidas antes de sua conclusão, muito embora inúmeros manuais tenham sido desenvolvidos, conforme pode ser observado tanto nos relatos de gestores quanto nos de docentes e funcionários operacionais entrevistados: “[...]constrói o manual, constrói a regra e no meio do caminho entrava outra prioridade e aquilo deixava de ser prioridade. Aí o manual construído era encostado porque outra prioridade entrou na frente. Aí não chegava até o fim” (Entrevistado 10).

Essa descontinuidade de padronização, segundo os gestores entrevistados, levou à formação de um círculo vicioso no processo. A Organização Alfa, não tendo conseguido executar as economias de escala com as adquiridas, não apresentava ao mercado de capitais os resultados financeiros prometidos. Então, havia maior necessidade de executar novas transações, atribuindo-se um caráter cíclico ao processo de aquisição – novas aquisições, não estruturação dos processos, resultados aquém do esperado, necessidade de novas aquisições.

De acordo com os entrevistados que participaram de diversas fases das aquisições realizadas pela Alfa, a empresa não tinha experiência necessária para conduzir negociações, não tinha um corpo gerencial qualitativa e quantitativamente formado para assumir posições estratégicas nas novas empresas adquiridas e, ainda, não tinha padronizações de processos que viabilizassem a execução de sinergias, embora nessa etapa contasse com apoio de consultorias específicas da área.

Verificou-se, ainda, que embora todas as aquisições da Organização Alfa fossem

relacionadas, a etapa de integração e realização de sinergias não acontecia, e que culminaram, pelo menos em parte, na falha na criação do valor esperado. Nas operações realizadas pela Alfa, aparentemente não houve alinhamento entre o motivo da aquisição e o modelo de integração adotado junto às adquiridas. Ademais, pelos relatos, observa-se que os aspectos financeiros das adquiridas não foram abordados na profundidade necessária, ou foram mesmo negligenciados na *due diligence*, o que resultou na precificação das adquiridas em valor superior ao mercado. Quanto à integração, questões relativas a não concretização de sinergias explicam a não obtenção de economias de escala.

Assim, apesar das doze operações de aquisição realizadas em um período de dois anos, a experiência da Organização Alfa no processo de aquisição parece não ter provocado nenhuma alteração no *modus operandi* da empresa, seja na condução de novos processos, seja na reestruturação da própria organização, como se observa no relato: “[...] *todos eles [processos de aquisição adotado] continuaram exatamente igual durante todos os dois anos e até hoje, algumas delas fizeram algumas chamadas “viradas”, mas na verdade não tem um projeto nosso nas unidades adquiridas, em nenhuma delas*”. (Entrevistado 3).

Os baixos resultados financeiros apresentados pela Organização Alfa ao mercado de capitais provocaram a saída dos principais executivos da empresa. Concomitantemente, assume o controle financeiro da organização uma empresa de fundo de investimento (*private equity*) e é, então, contratado um novo presidente, com experiência em processos de F&A's. Nesse ínterim, inicia-se a *due diligence* para aquisição da Organização Beta pela organização Alfa.

A decisão de comprar a Organização Beta foi definida tendo em vista o salto quantitativo em número de alunos que a operação viabilizaria, aumentando a participação de mercado e buscando, assim, a criação de valor para os acionistas. “[...] *a Beta era realmente a noiva do mercado. Não tem outras empresas com o mesmo tamanho e com um desempenho bom, com uma performance adequada que tinham [outras] disponíveis no mercado*”. (Entrevistado 1).

No processo de aquisição de Beta, a *due diligence* foi conduzida, a priori, tendo em vista os aspectos financeiro, contábil e legal.

4.2 A ORGANIZAÇÃO BETA – HISTÓRICO E SUAS EXPERIÊNCIAS COM AQUISIÇÕES

A Organização Beta foi fundada no final da década de 1980, tendo já iniciado suas atividades no segmento de ensino superior. Em 10 anos de existência, a organização apresentou crescimento de mais de 1.000% no número de alunos matriculados.

No início da década de 2000, com a maturação dos cursos, somada ao aumento da concorrência, percebeu-se a necessidade de reestruturar a empresa. Esta decisão provocou, entre os anos de 2003 e 2007, um processo de mudança na organização, cuja finalidade foi estabelecer uma gestão profissionalizada da empresa, segundo os entrevistados. Nesse processo, parentes do fundador, que ocupavam posições-chave, como Pró-reitoria acadêmica e Pró-reitoria administrativa, por exemplo, foram afastados da operação. Ainda como parte das mudanças planejadas, entre 2005 e 2007, a gestão das diversas faculdades que pertenciam à Organização Beta e que operavam isoladamente, foi centralizada, objetivando-se melhoria nos resultados da companhia, a serem obtidos por meio de execução de sinergias das operações. Foi após esse período de reestruturação, quando foram centralizados e padronizados os processos na área corporativa, que as aquisições realizadas por Beta se iniciaram.

A partir dos relatos, observa-se que houve uma grande mudança na Beta no período chamado internamente de profissionalização. Desenvolveram o planejamento estratégico da organização e adotaram novas práticas e modelos de gestão. Mais acentuadamente e aparecendo com muita relevância em todos os relatos, foi implementada a cultura orçamentária com vistas ao controle rigoroso de receitas e despesas.

As mudanças realizadas visavam à melhoria dos resultados financeiros por meio da execução de sinergias e, também, à padronização de processos da organização que viabilizavam, conseqüentemente, redução do quadro de funcionários. Esse processo de reestruturação e integração das operações foi tratado como “aquisição interna”, em que se buscou a unificação dos processos e dos modelos de gestão em todas as unidades da Organização Beta.

Nesse cenário, com o objetivo de aumentar sua participação no mercado educacional, as aquisições do Grupo Beta foram realizadas no ano de 2008, quando a empresa já tinha

cerca de 35 mil alunos. Motivadas pela consolidação da presença da organização na região de atuação, todas as transações realizadas podem ser caracterizadas como aquisições relacionadas. Um dos entrevistados relata que, por um lado, em razão das limitações financeiras, a organização Beta não tinha condições de investir em empresas de grande porte e, por outro, considerava ser mais ágil e fácil a aquisição e integração de organizações de menor porte que ela.

Na avaliação dos entrevistados, a organização Beta desenvolveu a capacidade de adquirir e integrar empresas de pequeno e médio porte de forma a melhorar os resultados dessas operações, e essa capacidade passa a ser considerada um *“ativo”* da organização. Como relatado por um dos entrevistados: *“A Beta era uma empresa grande com 35 a 40 mil alunos comprando empresas de 2 mil alunos. E, neste caso, aconteceu o que classicamente acontece no processo de integração: uma empresa compradora dominando uma empresa comprada (...) Este é um ativo que a Beta desenvolveu”* (Entrevistado 2), e [...] *“(...) a gente tinha uma capacidade de fazer negócios pequenos serem rentáveis”* (Entrevistado 8).

Nas aquisições realizadas por Beta, uma vez concluída a *due diligence* – estritamente focada nos aspectos financeiros, legais e contábeis da transação – o passo seguinte era a entrada da equipe de integração operacional, constituída pelos representantes das áreas corporativas da adquirente, as quais, ao longo do processo, já haviam definido o planejamento de sua área.

O projeto de integração era planejado para ocorrer em cem dias, quando então se fazia o que era chamado de *“virada de sistemas e processos”* (Entrevistado 8), ou seja, a implantação efetiva do modelo da adquirente, no qual eram prioritários os modelos orçamentário e acadêmico.

Uma questão essencial nessa experiência é que na organização Beta foi constituída uma diretoria especialmente responsável por conduzir a fase de integração das adquiridas e, além disso, durante os processos de integração, descobrir talentos e lideranças nas adquiridas, com vistas ao seu aproveitamento e adesão ao novo modelo de gestão a ser implementado.

Os entrevistados relatam que, após realizar duas aquisições, algumas das dificuldades encontradas pela adquirente para integrar unidades adquiridas foram corrigidas, e o processo

“*otimizado*” foi utilizado em sete outras aquisições que se sucederam. Os relatos sugerem que novos modelos e práticas foram desenvolvidos, evidenciando-se, assim, a aprendizagem a partir da experiência acumulada com as novas aquisições.

Embora as fases de diligência e integração seguissem uma metodologia, cada organização comprada tinha sua particularidade, demandando, de acordo com os relatos, alguns ajustes pontuais em cada aquisição, o que sugere que a adquirente conseguia discriminar as experiências e adaptar seu modelo de integração ao contexto da aquisição em pauta. O relato de um dos entrevistados é esclarecedor quando menciona que: “*(...) nove aquisições a gente colocou para dentro no espaço de um ano. E aí na primeira e na segunda a gente tropeçou um pouquinho e aí depois a gente já tinha claro quais eram os processos, quais eram os projetos, quais eram os perfis que a gente tinha que colocar como gestores destes projetos, como controlar, como cuidar disto, de maneira que a gente fizesse a integração o mais rápido possível*” (Entrevistado 8).

Em relação à venda de Beta para Alfa, o objetivo inicial era a venda integral de Beta, de forma a gerar valor para os acionistas e então investirem em negócios de outro segmento. O relato do então presidente da Organização Beta, que posteriormente assume a vice-presidência da Organização Alfa, é elucidativo: “*Aí, em 2008, nós decidimos que iríamos para um processo de M&A, abrimos um processo competitivo com participação de grupos nacionais e internacionais e o grupo Alfa foi o grupo que a gente sentiu o maior conforto de fazer uma operação... originalmente não seria uma fusão. Seria uma venda. O acionista tinha interesse de sair do ensino superior, se monetizar para outros projetos e seria uma venda integral. Depois que a gente decidiu qual o caminho seguir.*” (Entrevistado 2).

4.3 ALFA ADQUIRE BETA: A INFLUÊNCIA DO HISTÓRICO DAS AQUISIÇÕES EM UM PROCESSO DE “AQUISIÇÃO ENTRE IGUAIS”

Ao se analisarem as razões que levaram a organização Alfa a concretizar a aquisição e a organização Beta a realizar a venda, observa-se que o principal motivo da adquirente, por um lado, foi o aumento de sua participação no mercado educacional, tendo em vista o tamanho da adquirida em número de alunos e a rentabilidade que a empresa-alvo apresentava em suas operações e, de outro, a motivação da adquirida era gerar valor para o acionista.

Pelos relatos, essa transação permitiria à organização Alfa “um salto” significativo no ranking de IES brasileiras, uma vez que ambas as organizações eram do mesmo porte considerando-se o número de alunos. Também foram considerados na aquisição os benefícios decorrentes de sinergias e execução de processos em escala, verificando-se que poderiam contribuir para melhoria dos resultados financeiros da Alfa.

A diligência conduzida teve como focos prioritários as avaliações de ordem financeira, contábil e legal. Entretanto, em meio às análises financeiras, identificou-se que o modelo de negócio da adquirida juntamente com a capacidade de realizar integração de suas adquiridas eram os aspectos críticos para a geração dos resultados que a adquirida apresentava. A partir dessa constatação, realizou-se, então, a identificação dos principais processos e sistemas envolvidos no modelo de negócio. Os entrevistados do nível estratégico relatam que não houve análises minuciosas, dado o prazo que eles tinham para concretizar e finalizar a transação. Mas, aqueles que participaram do processo apontam que as análises foram suficientes para definir o objetivo do projeto de integração a ser conduzido na fase seguinte. Assim, mediante as análises preliminares conduzidas, consideraram que as informações foram suficientes para terem uma visão das possíveis sinergias e, também, de que o modelo de negócio da adquirida era uma capacidade que poderia contribuir para a melhoria dos resultados financeiros e operacionais da adquirente.

Na perspectiva da adquirida, considerando-se os relatos dos entrevistados que participaram da fase de diligência, o foco da avaliação teve ênfase especial no “*modelo de gestão, (...) estrutura de gestão*” (Entrevistado 2), de forma a se conhecer com acuidade como os processos organizacionais eram estruturados na empresa-alvo.

É possível inferir, assim, que não foram apenas os resultados financeiros da Beta que influenciaram na sua aquisição, mas todo o processo e, em especial, o modelo de negócio consolidado que passou a chamar a atenção da adquirente, como será detalhado mais adiante. Pelo lado da adquirida, quando se perguntou ao seu antigo presidente o que levou a empresa Alfa a fazer a aquisição, as razões são as mesmas daquelas já relatadas na perspectiva da adquirente e, novamente, a ênfase recai no modelo de negócio da Beta, o qual teve elevada relevância na transação, “*chegando mesmo a fazer parte da precificação final*” (Entrevistado 1 – Presidente da Alfa).

Os entrevistados observam que, quando comparadas certas características das duas empresas, como as práticas organizacionais, o controle de informações, a definição de processos, a integração das unidades anteriormente adquiridas e a presença de gestores com longa trajetória no setor educacional, a adquirida “(...) *apresentava uma operação bem mais estável do que a da adquirente*” (Entrevistado 1 – Presidente da Alfa) com processos padronizados e centralizados.

O modelo de integração foi definido considerando-se, então, a execução de possíveis sinergias e oportunidades de criação de valor com a transação, tendo sido tratado internamente, conforme divulgação em documentos, como uma fusão de iguais, considerando que ambas as organizações tinham o mesmo número de alunos, estando ambas posicionadas entre as dez maiores IES do país.

Como forma de corroborar essa perspectiva, entrevistados acrescentam que, tendo-se analisado, na fase da diligência, os modelos de gestão da adquirida, como abordado anteriormente, a estratégia de integração não poderia ser diferente. Isso porque as práticas e o modelo de gestão da Beta chegaram a influenciar o preço final da transação, permitindo que se anteviessem oportunidades de criação de valor com a operação, não se justificando, portanto, a adoção de um modelo de integração que não considerasse as práticas e processos da adquirida.

As narrativas apontam que, ao longo do processo de aquisição, cujo objetivo inicial era a compra integral da organização Beta, outros fatores interferiram na configuração final da transação. O resultado da negociação faz do fundador da adquirida o sócio minoritário da adquirente e membro com participação no Conselho de Administração de Alfa. Além disso, o presidente da adquirida assumiu a Vice-Presidência da adquirente e os processos da adquirida – modelo acadêmico, modelo financeiro, entre outros - foram implementados na adquirente seguindo a metodologia da adquirida.

A implantação dos modelos de gestão da adquirida na adquirente provocou grandes mudanças na organização Alfa. À frente dos principais cargos da Alfa foram escalados os gestores da adquirida, enquanto os gestores da adquirente foram desligados. Por fim, os modelos de gestão - acadêmico e *backoffice* da adquirida, quando implementados na adquirente, viabilizaram a realização de economias de escala, resultando em melhorias nos

resultados financeiros da adquirente.

5 DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

Diferentemente da maioria das aquisições relacionadas, em que ocorre a assimilação dos processos e práticas da adquirente pela adquirida, a análise realizada revela que no caso pesquisado a adquirente optou pela preservação das capacidades originárias da empresa adquirida, potencializando-se a possibilidade de criação de valor com a operação (HASPELAGH; JEMISON, 1991, 1987).

A pesquisa sugere que as variáveis (i) desempenho financeiro prévio de ambas, (ii) modelos de gestão e (iii) experiência anterior com outras aquisições no que tange à criação de valor interferiram na definição do modelo de integração. Dessa feita, tanto o modelo de gestão quanto a experiência cristalizada em realizar aquisições gerando valor estabelecem a posição de vanguarda da adquirida. Conforme apresentado na análise de dados, embora ambas as organizações sejam de mesmo porte, o desempenho prévio de Alfa é muito aquém de Beta. Adicionalmente, a adquirida já havia definido, ao longo de sua trajetória, manuais e processos de integração que eram seguidos nas aquisições subsequentes, diferentemente de Alfa, a adquirente, que apresentava tentativas sucessivas e não concluídas de definição dos processos de trabalho. Por fim, como relatado pelos entrevistados, todas as aquisições realizadas anteriormente por Alfa não haviam sido integradas e apresentavam desempenho abaixo do esperado, não tendo sido realizadas as sinergias então almejadas. Opostamente, Beta, em suas aquisições, havia integrado as novas operações e executado as sinergias. Isso é convergente com a literatura ao ressaltar que, se caso esses fatores não sejam considerados na fase de integração das unidades envolvidas, eles podem influenciar negativamente o resultado das aquisições (CARTWRIGHT, 2005; ELLIS; LAMONT, 2004; LARSSON; LUBATKIN, 2001; NAPIER, 1989). Ou seja, a criação de valor, no caso das aquisições horizontais, entre outros, é alcançada pelo ganho de sinergias entre as operações, o que demanda maior integração entre elas (SARFATI; SHWARTZBAUM, 2013).

Ainda, conforme a literatura apresentada e em consonância com esta pesquisa, mudanças na alta liderança podem ocorrer quando a adquirente apresenta fraco desempenho nas transações já realizadas. A substituição da alta liderança da empresa Alfa, motivada pelos baixos desempenhos das aquisições ocorridas antes da compra de Beta, propicia a alteração

na condução do processo de aquisição em questão, de forma que na operação pesquisada são identificadas as capacidades da adquirida no momento da *due diligence* (HALEBLIAN; KIM; RAJAGOPALAN, 2006).

Dessa forma, embora ambas as empresas fossem praticamente do mesmo tamanho, levando-se em conta o número de alunos, a adquirida apresentava resultados financeiros significativamente melhores que os da adquirente, e esses resultados eram associados aos processos, práticas e modelos de gestão da adquirida. Em relação à experiência com aquisições, Beta apresentava um modelo de integração estruturado que viabilizava a assimilação da empresa comprada, não tendo sido essa capacidade identificada na empresa Alfa. Ainda sobre a experiência com aquisições, os dados relacionados à capacidade de aprender com a experiência convergem com outros resultados da literatura sobre a existência de relação positiva entre a vivência prévia em processos de aquisição e o desempenho superior em novas transações caso a organização aprenda com a experiência (TRICHTERBORN; KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2016, BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; HALEBLIAN; FINKELSTEIN, 1999; BRUTON; OVIATT; WHITE, 1994). Aqui, verificaram-se comportamentos distintos entre a Alfa e a Beta. Na primeira, a adquirente, evidenciou-se a ausência de criação de valor com as aquisições realizadas e a concomitante manutenção dos modelos internos de gestão, o que demonstrou baixa aprendizagem da Alfa com a experiência em aquisições. Um fator que contribui para essa conclusão refere-se à ausência de mudança tanto dos modelos de gestão quanto da forma de integrar as operações então adquiridas. Em Beta, embora a reestruturação de processos e práticas já tivesse ocorrido, verificou-se uma relação positiva entre a experiência com aquisições e as novas transações, evidenciando-se, nos relatos, essa aprendizagem, quando afirmam que embora houvesse um padrão de integração, cada nova aquisição era tratada em sua particularidade.

Além disso, a organização Beta possuía uma gerência de integração, diferentemente da organização Alfa, o que está relacionado positivamente com a capacidade da organização de aprender (TRICHTERBORN; KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2016). Ainda em relação à Organização Alfa, percebe-se que o número de aquisições num curto período de tempo (12 aquisições em dois anos) não influenciou sua capacidade de aprender, demonstrado pela ausência de decodificação da experiência, por meio de manuais e outros artefatos (HUTZSCHENREUTER; KLEINDIENST; SCHMITT, 2014, ZOLLO, LESHCHINSKII, DE, 2013). Dessa

forma, parece que a experiência da adquirida em realizar aquisições, em desenvolver a integração das adquiridas e o modelo de gestão influenciaram no formato da conclusão da operação e na manutenção da diretoria da adquirida na direção da adquirente. Inclusive, e mais relevante, a experiência da adquirida em realizar a criação de valor influenciou no valor pago pela adquirida (CUYPERS; CUYPERS; MARTIN, 2017).

Adicionalmente, Zollo, Leshchinskiie De (2013) reconhecem a importância de localizarem, nas adquiridas, as lideranças-chave que deveriam ser mantidas nas operações realizadas, o que se observa nas aquisições realizadas pela adquirida ao longo de sua trajetória. Na aquisição de Beta identificou-se como relevante a permanência de seu então presidente na posição de vice-presidente na organização Alfa, pois sua substituição poderia influenciar negativamente a operação, corroborando esses autores.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os achados desta pesquisa contribuem para uma melhor compreensão de como organizações que passaram por experiências consecutivas de aquisições tiveram comportamentos distintos no que diz respeito a aprenderem, ou não, com as operações.

Esse trabalho pesquisou tanto a adquirente quanto a adquirida, diferentemente das demais pesquisas referenciadas pelos autores, em que se analisa, comumente, a empresa-mãe. Como este trabalho analisou tanto a adquirente quanto a empresa-alvo, tem-se uma análise das operações sob duas perspectivas. Dessa forma, parece ser procedente afirmar que este trabalho tem uma contribuição significativa, em duas direções. Primeiro, do ponto de vista metodológico, pois analisaram-se as duas organizações envolvidas no processo de aquisição, o que permitiu confrontar pontos de vista e iluminar as particularidades da operação e suas consequências. Conforme mencionado anteriormente, as pesquisas em F&A têm negligenciado essa perspectiva diádica (CUYPERS; CUYPERS; MARTIN, 2017).

Noutra direção, do ponto de vista teórico e empírico, foi possível avaliar as afirmações de que a experiência em adquirir, a elaboração de manuais de aquisição, (ZOLLO; LESHCHINSKII; DE, 2013) os procedimentos de integração, e a definição de uma estrutura para operar novas aquisições, realizando a integração das adquiridas, (TRICHTERBORN; KNYPHAUSEN-AUFSEß; SCHWEIZER, 2016) têm particular relevância em F&A. Além disso, os

achados desse trabalho apontam para o que se denomina integração reversa, pois a aprendizagem verificada em Beta, a empresa adquirida, interferiu na configuração, tradicionalmente encontrada nos processos de F&A, denominada como a “síndrome do vencedor” (BARKEMA; SCHIJVEN, 2008; CARTWRIGHT, 2005), tratando-se, assim, de uma integração que se poderia chamar reversa, na perspectiva de Marks e Mirvis (2001).

Os resultados deste trabalho devem ser vistos com cautela, pois analisou-se apenas um caso de aquisição, não sendo possível a realização de generalizações, principalmente ao se olhar para o resultado da aquisição, pois houve integração reversa (MARKIS; MIRVIS, 2001). Além disso, o estudo não contemplou as aquisições realizadas posteriormente por Alfa, o que não permite constatar a efetiva adoção, por Alfa, dos processos da adquirida.

Sugere-se, como pesquisas futuras, a investigação de F&A por meio de estudos de casos comparativos ou estudos de casos múltiplos (YIN, 2001). Dessa forma seria possível realizar generalizações analíticas (YIN, 2001). Permitiria, ainda, buscar similaridades e diferenças entre os casos analisados (EISENHARDT, 1989).

REFERÊNCIAS

AIELLO, R. J; WATKINS, M. D. The fine art of friendly acquisition. **Harvard Business Review**, v. 78, n. 6, p. 100-107, Nov./Dec. 2000.

BARKEMA, H. G; SCHIJVEN, M. Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. **Academy of Management Journal**, v. 51, n. 4, p. 696-722, 2008.

BASUIL, D. A.; DATTA, D. K. Effects of Industry- and Region-Specific Acquisition Experience on Value Creation in Cross-Border Acquisitions: The Moderating Role of Cultural Similarity, **Journal of Management Studies**, v. 52, n. 6, 2015.

BOEKER, W. Strategic change: The effects of founding and history. **Academy of Management Journal**, v. 32, n. 3, p. 489-515, 1989.

BRANDER, J. A.; EGAN, E. J. The winner’s curse in acquisitions of privately-held firms, **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 65, p. 249-262, 2017.

BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Financial management: theory and practice**. Estados Unidos: Thomson South-Western, 2005.

BRUTON, G. D; OVIATT, B. M; WHITE, M. A. Performance of acquisitions of distressed firms. **Academy of Management Journal**. v. 37, n. 4, p. 972-989, 1994.

BUONO, A. F; BOWDITCH, J. L; LEWIS III, J. W. When cultures collide: The anatomy of a merger. **Human Relations**, v. 38, n. 5, p. 477-500, May 1985.

CAPRON, L. The long-term performance of horizontal acquisitions. **Strategic Management Journal**, v. 20, n. 11, p. 987-1018, 1999.

CARTWRIGHT, S. Mergers and acquisitions: An update and appraisal. In: HODGKINSON, G. P; FORD, J. K. (Ed.), **International Review of Industrial and Organizational Psychology**. v. 20, 2005. Cap. 1, p. 1-38.

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

CARTWRIGHT, S.; COOPER, C. L. The role of culture compatibility in successful organizational marriage. **Academy of Management Executive**, v. 7, n. 2, p. 57-70, May 1993.

CARTWRIGHT, S; SCHOENBERG. 30 years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities. **British Journal of Management**, v. 17, Supplement, p. s1-s5, 2006.

CHATTERJEE, S. et al. Cultural differences and shareholder value in related mergers: Linking equity. **Strategic Management Journal**, v. 13, n. 5, p. 319-334, 1992.

CUYPERS, I. R. P.; CUYPERS, Y.; MARTIN, X. When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions, **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 3, p.609-625, 2017.

DATTA, D. K. Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration, **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 4, p. 281-297, May 1991.

EISENHARDT, K. Building theories from case study research. **Academy of Management Review**. v. 14, n. 4, p. 532-550, Oct. 1989.

ELLIS, K. M; LAMONT, B. T. "Ideal" acquisition integration approaches in related acquisitions of equals: A test of long-held beliefs. In: COOPER, C. L; FINKELSTEIN, S. (Ed.) **Advances in Mergers and Acquisitions**, v. 3, p. 81-102, 2004.

GRAEBNER, M. E. Caveat venditor: trust asymmetries in acquisitions of entrepreneurial firms, **Academy of Management Journal**, v. 52, n. 3, p. 435-472, 2009.

GUBBI, S. R.; ELANGO, B. Resource deepening vs. resource extension: Impact on asset-seeking acquisition performance. **Management International Review**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 2016.

HALEBLIAN, J.; FINKELSTEIN, S. The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective, **Administrative Science Quarterly**, v. 44, n. 1, p. 29-56, 1999.

- HALEBLIAN, J.; KIM, Ji-Yub; RAJAGOPALAN, N. The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the U.S. commercial banking industry. **Academy of Management Journal**, v.49, n. 2, p. 357-370, Apr. 2006.
- HARDING, D.; ROVIT, S. **Garantindo o sucesso em fusões e aquisições**: Quatro decisões-chave para a sua próxima negociação. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- HARRISON, J.S et al. Synergies and post-acquisition performance: differences versus similarities in resource allocations, **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 173-190, 1991.
- HASPESLAGH, P. C.; JEMISON, D. B. Acquisitions: Myths and reality, **Sloan Management Review**, v. 28, n. 2, p. 53-58, Winter 1987.
- HASPESLAGH, P. C; JEMISON, D. B. The challenge of renewal through acquisitions. **Planning Review**, v. 19, n. 2, p. 27-30, Mar./Apr. 1991.
- HAYWARD, M. L. A. When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990–1995. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 1, p. 21-39, 2002.
- HOFFMANN, V. E.; VIEIRA, D. P.; MENEZES, K. C. M. Tipos, setores, nacionalidade e experiência: o que importa para o sucesso das estratégias de fusão e aquisição? **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 16, n. 1, p. 22-37, 2017.
- HUTZSCHENREUTER, T.; KLEINDIENST, I.; SCHMITT, M. How mindfulness and acquisition experience affect acquisition performance. **Management Decision**, v. 52, n. 6, p. 1116-1147, 2014.
- JEMISON, D. B; SITKIN, S. B. Acquisitions: the process can be a problem. **Harvard Business Review**, v. 64, n. 2, p. 107-116, Mar./Apr. 1986a.
- JEMISON, D. B; SITKIN, S. B. Corporate Acquisitions: A Process Perspective. **Academy of Management Review**, v. 11, n. 1, p. 145-163, 1986b.
- JICK, T. D. Mixing qualitative and quantitative methods: triangulation in action. **Administrative Science Quarterly**. v. 24, n. 4, p. 602-11, Dez. 1979.
- KING, D. R. et al. Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of - unidentified moderators, **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 2, p. 187-200, February 2004
- LARSSON, R; LUBATKIN, M. Achieving acculturation in mergers and acquisitions: An international case survey. **Human Relations**, v. 54, n. 12, p. 1573–1608, 2001.
- LUBATKIN, M. Mergers and the performance of the acquiring firm. **Academy of Management Review**, v. 8, n. 2, p. 218-225, Apr. 1983.
- LUBATKIN, M. Value-creating mergers: fact or folklore? **Academy of Management Executive**, v. II, n. 4, p. 295-302, 1988.

MARKS, M. L.; MIRVIS, P. H. Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. **Academy of Management Executive**, v. 15, n. 2, p. 80-92, May. 2001.

MILES, M. B.; HUBERMAN, A. M. **Qualitative data analysis: An Expanded Sourcebook**. London: Sage, 1994.

NADOLSKA, A.; BARKEMA, H. G. Good learners: how top management teams affect the success and frequency of acquisitions, **Strategic Management Journal**, v. 35, n. 10, p. 1483–507, 2014.

NAHAVANDI, A.; MALEKZADEH, A. R. Acculturation in Mergers and Acquisitions. **Academy of Management Review**. v. 13, n. 1, p. 79-90, 1988.

NAPIER, N. K. Mergers and acquisitions, human resource issues and outcomes: a review and suggested typology. **Journal of Management Studies**, v. 26, n. 3, p. 271-289, May 1989.

POPLI, M. et al. Reconceptualizing cultural distance: The role of cultural experience reserve in cross-border acquisitions. **Journal of World Business**, v. 51, n. 3, p. 404-412, 2016.

POPLI, M.; LADKANI, R. M.; GAUR, A. S. Business group affiliation and post-acquisition performance: An extended resource-based view, **Journal of Business Research**, v. 81, p. 21-30, 2017.

PWC – PriceWaterhouseCoopers. Fusões e Aquisições no Brasil - Janeiro de 2017. Disponível em:<[http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/](http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/fusoes-aquisicoes/2017/pwc-fusoes-aquisicoes-janeiro-2017.pdf)

2017/pwc-fusoes-aquisicoes-janeiro-2017.pdf> Acesso em: 29 abr. 2017

SARFATI, G.; SHWARTZBAUM, A. Sinergias nas fusões e aquisições do setor de educação superior no Brasil, **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração - RPCA**, v. 7, n. 4, p. 1-23, out./dez. 2013.

SHELTON, L. M. Strategic business fits and corporate acquisition: empirical evidence, **Strategic Management Journal**, v. 9, n. 3, p. 279-287, 1988.

TANURE, B. et al. The role of national culture in mergers and acquisitions. **Latin American Business Review**, v. 10, n. 2/3, p. 135-159, Apr./Sep. 2009.

TRICHTERBORN, A.; KNYPHAUSEN-AUFSEß, D. Z.; SCHWEIZER, L. How to improve acquisition performance: the role of a dedicated M&A function, M&A learning process, and M&A capability, **Strategic Management Journal**, v. 37, p. 763–773, 2016.

YIN, R. **Estudo de caso – Planejamento e métodos**, Porto Alegre: Bookman. 2001.

ZOLLO, M.; LESHCHINSKII, D.; DE, S. Can firms learn to acquire? **The International Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 7709-7738, 2013.