

## **Rentabilidade e Criação de Valor em F&A: Uma Revisão Sistemática e Agenda para Pesquisas Futuras**

### **Profitability and Value Creation in M&A: A Systematic Review and Agenda for Future Research**

### **Rentabilidad y creación de valor en fusiones y adquisiciones: una revisión sistemática y una agenda para la investigación futura**

**Isabel Tassiane Alves Severino**

Universidade Federal de Lavras – UFLA

**Karina Kelen da Cruz**

Universidade Federal de Lavras

**Francisval de Melo Carvalho**

Universidade Federal de Lavras

#### **Resumo**

Esta pesquisa teve por objetivo conhecer o campo de estudo de fusões e aquisições, que tratam da criação de valor e rentabilidade, por meio das principais produções científicas existentes sobre o tema. Empiricamente, procurou-se analisar o impacto das fusões e aquisições no desempenho das organizações por meio da identificação as principais discussões e descobertas dos trabalhos existentes. Para atingir os objetivos propostos realizou-se uma revisão sistemática dos estudos indexados na base de dados *Web of Science*®. A amostra envolveu 30 artigos registrados entre 1972 a 2021. Os resultados apontaram 5 categorias analíticas: Criação/Destruição de valor; F&A internacionais; Tecnologia; Experiência/Eficiência; e Custos/Riscos. Dentre os periódicos pesquisados, há predominância das áreas de finanças empresariais, negócios, gestão e economia. Os países mais influentes no campo são os Estados Unidos, 57 obras publicadas possuem autores americanos. O Brasil ocupa a 14ª posição, 3 publicações possuem autores brasileiros. Em síntese, percebe-se que as fusões e aquisições estão sendo usadas cada vez mais como uma estratégia de entrada em novos mercados, ganho de sinergia, facilitação no portfólio, diversificação, acesso a ativos tecnológicos e redução de tributação. Porém, como não há um consenso sobre a criação ou destruição de valor ressalta-se a necessidade dos gestores estarem preparados para avaliar os possíveis ganhos sinérgicos dessas operações.

**Palavras-chave:** Fusão e Aquisição; Criação de Valor; Rentabilidade; Redução de Custos.

#### **Abstract**

This research aimed to know the field of study of mergers and acquisitions, which deal with the creation of value and profitability, through the main scientific productions on the subject. Empirically, we sought to analyze the impact of mergers and acquisitions on the performance of organizations through identification the main discussions and discoveries of existing work. To achieve the proposed objectives, a systematic review of indexed studies in the *Web of Science*® database was conducted. The sample involved 30 articles recorded from 1972 to 2021. The results pointed out 5 analytical categories: value creation/destruction; International F&A; Technology; Experience/efficiency; and costs/risks. Among the periodicals surveyed, there is a predominance of business finance, business, management and economics. The most influential countries in the field are the United States, 57 published works have American

authors. Brazil occupies the 14th position, 3 publications have Brazilian authors. In short, it is clear that mergers and acquisitions are increasingly being used as a strategy to enter new markets, synergy gain, portfolio facilitation, diversification, access to technological assets and tax reduction. However, as there is no consensus on the creation or destruction of value, the need for managers to be prepared to evaluate the possible synergistic gains of these operations are emphasized.

**Keywords:** Merger and Acquisition; Value creation; Profitability; Cost Reduction.

### Resumen

Esta investigación tuvo como objetivo conocer el campo de estudio de fusiones y adquisiciones, que se ocupan de la creación de valor y rentabilidad, a través de las principales producciones científicas sobre el tema. Empíricamente, buscamos analizar el impacto de las fusiones y las adquisiciones en el desempeño de las organizaciones a través de la identificación de las principales discusiones y descubrimientos del trabajo existente. Para lograr los objetivos propuestos, se realizó una revisión sistemática de estudios indexados en la base de datos Web of Science®. La muestra incluyó 30 artículos registrados de 1972 a 2021. Los resultados señalaron 5 categorías analíticas: creación/destrucción de valor; F&A internacional; Tecnología; Experiencia/eficiencia; y costos/riesgos. Entre las publicaciones periódicas encuestadas, existe un predominio de financiamiento empresarial, negocios, gestión y economía. Los países más influyentes en el campo son los Estados Unidos, 57 obras publicadas tienen autores estadounidenses. Brasil ocupa el puesto 14, 3 publicaciones tienen autores brasileños. En resumen, está claro que las fusiones y las adquisiciones se utilizan cada vez más como una estrategia para ingresar a nuevos mercados, ganancia de sinergia, facilitación de cartera, diversificación, acceso a activos tecnológicos y reducción de impuestos. Sin embargo, como no hay consenso sobre la creación o destrucción del valor, se enfatiza la necesidad de que los gerentes estén preparados para evaluar las posibles ganancias sinérgicas de estas operaciones.

**Keywords:** Fusión y Adquisición; Creación de valor; Rentabilidad; Reducción de costos.

## 1 Introdução

As operações de fusões e aquisições (F&A) são utilizadas como estratégia para a extensão das firmas, alcance de novos mercados e obtenção de vantagens competitivas. Essas operações são comumente inspiradas pelo desejo de gerar aumento nas receitas, obter uma maior eficiência nos custos e uma consequente melhora no desempenho financeiro (Rahman, Lambkin e Hussain, 2016). Porém, o desempenho pode não ser conforme o esperado, levando até mesmo a destruição de valor das organizações.

Os fatores que motivam as operações de F&A podem influenciar nos resultados posteriores a tais operações. Na literatura existente é possível identificar três fatores que fundamentam os diferentes motivos que levam as organizações a se envolverem nessas operações, que são a sinergia, a agência e a hipótese de *hubris* ou arrogância (Berkovitch e Narayanan, 1993). O motivo da sinergia pressupõe que as organizações entram em operações de fusões e aquisições em busca da maximização de ganhos para a empresa alvo, para o adquirente e também para os acionistas. O motivo da agência sugere que as organizações aderem a essas operações, por interesses próprios da administração do adquirente, não se preocupando com a redução do valor total da empresa combinada disponível para o acionista. Já o motivo da arrogância ou *hubris* sustenta que tais operações são motivadas por erros do gestor no processo de avaliação da firma alvo, não resultando em ganhos de sinergia.

As empresas que se envolvem nas operações de F&A motivadas pela busca de sinergias, de modo geral, buscam a criação de valor para a firma e também para o acionista, por meio da

obtenção de economias de escala e de escopo, do aumento da lucratividade e da rentabilidade das organizações. A criação de valor pode ser definida como o resultado de corporativas que elevam o valor dos bens, dos serviços e dos negócios (AKPAN *et al.*, 2019).

Dentre os motivos que levam as organizações adotarem as F&A, Aggarwal e Garg (2022) destacam a expansão da localização geográfica, a busca por diversificação e a aquisição de clientes ou fornecedores. De modo geral, pode-se entender como a expansão das fronteiras verticais e horizontais da firma. Para estes autores, os motivos podem ser diversos, porém há a necessidade de mensurar o impacto dessas operações na empresa adquirente. Pois, o impacto é um indicador de sucesso ou fracasso das F&A.

É importante estudar as fusões e aquisições para que consiga compreender os motivos que levam as organizações a adotarem tais operações, além de compreender o impacto provocado nas firmas. Na literatura há diversos estudos que tratam da questão da criação de valor, da rentabilidade e do impacto nos custos nas operações de F&A. Pode-se destacar estudos que tratam dos efeitos das F&A na rentabilidade das firmas (Vennet, 1996; Bjorvatn, 2004; Norbäck e Persson, 2007) e da construção ou destruição de valor das operações de F&A (Bahadir, Bharadwaj e Srivastava, 2008; Dos Santos, Errunza e Miller, 2008; Hitt, King, Krishnan, Makri, Schijven, Shimizu e Zhu, 2009; Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008; Du e Boateng, 2015; Rahman e Lambkin, 2015; Rahman, Lambkin e Hussain, 2016; Alexandridis, Antypas e Travlos, 2017; Amewu e Alagidede, 2018). Porém, os estudos que analisam as operações de fusões e aquisições são generalizados e apresentam contradições (Matias & Pasin, 2001). Pois, não há um consenso na literatura existente se as operações de F&A são benéficas ou não para as organizações.

O presente trabalho possui como objetivo conhecer o campo de estudo de fusões e aquisições, que tratam da criação de valor e rentabilidade, por meio das principais produções científicas existentes sobre o tema. Empiricamente, procura-se analisar o impacto das fusões e aquisições no desempenho das organizações por meio da identificação as principais discussões e descobertas dos trabalhos existentes. Para atingir os objetivos propostos realizou-se uma revisão sistemática dos estudos indexados na base de dados *Web of Science*®.

Este estudo se justifica pelo crescimento de operações de fusões e aquisições nos últimos anos. Segundo dados da KPMG (2021), os anos de 2019 e 2020 apresentaram respectivamente os maiores índices de fusões e aquisições no Brasil. Desse modo, torna-se necessário conhecer melhor o impacto dessas operações.

Como as F&A acarretam em custos substanciais para as empresas, o sucesso ou o fracasso dessas operações possui uma importância vital na gestão dessas organizações (Aggarwal e Garg, 2022). Desse modo, este estudo contribui para a ampliação do conhecimento sobre os processos de F&A, auxiliando os gestores na tomada de decisões, sobre aderir ou não a essas operações. Os resultados evidenciam que a crescente utilização das F&A como forma estratégica, porém como não há um consenso sobre a criação ou destruição de valor ressalta-se a necessidade dos gestores estarem preparados para avaliar os possíveis ganhos sinérgicos dessas operações.

## 2 Revisão da Literatura

As F&A configuram-se decisões estratégicas importantes para as organizações. Pode-se definir fusões e aquisições como a união de direitos e de propriedades de uma ou mais empresa, podendo essa união ser total ou parcial (AKPAN *et al.*, 2018; AKPAN *et al.*, 2020).

O crescimento das operações de F&A foi impulsionado por mudanças econômicas e culturais na sociedade, destacando-se as forças advindas pelas mudanças tecnológicas; pela busca por maior eficiência das organizações ao desejar alcançar a economia de escala e de escopo; pela globalização; pelo livre comércio e pelas mudanças nas organizações industriais

(Weston, Mitchell e Mulherin, 2004). Tais operações consistem em uma forma rápida de ampliação da firma, extensão de mercados, defesa de aquisições indesejadas, busca por oportunidades de investimentos e lucratividade (Camargos e Barbosa, 2003).

As operações de F&A originaram-se entre o fim do século XVIII e início do século XIX, impulsionadas pela revolução industrial, que desencadeou o processo de concentração de capital e reestruturação patrimonial (Camargos e Barbosa, 2003). Ao longo dos anos é perceptível alguns momentos que concentram um maior número de operações de fusões, esses momentos são conhecidos como ondas. Weston, Mitchell e Mulherin (2004) identificam a presença de cinco ondas de F&A, as quais podem ser observadas no Quadro 1.

**Quadro 1. Ondas de Fusões e Aquisições**

Ondas	Principais aspectos
Primeira Onda (1895 a 1904)	Ocorreu na virada do século XX, de 1895 a 1904, predominavam as fusões horizontais. Essa onda de fusões resultou em alta concentração em indústrias, e acompanhou mudanças na infraestrutura e na tecnologia de produção.
Segunda Onda (1922 a 1929)	Iniciou-se com a retomada de atividades de negócio em 1922 e terminou em 1929, com a desaceleração econômica. Os setores mais ativos no processo foram o de serviço público e o bancário, houve o predomínio das fusões verticais.
Terceira Onda (1967 a 1969)	Marcada por fusões de conglomerados, atingindo o seu nível mais alto de 1967 a 1969, período marcado pela expansão econômica. A maior parte dos adquirentes foram pequenas e médias empresas, conhecidas posteriormente por conglomerados, adotaram estratégias de diversificação de suas atividades comerciais, fora das suas áreas de interesses tradicionais.
Quarta Onda (1981 a 1989)	Ocorreu entre 1981 e 1989, essa onda foi associada a inovações no financiamento e à reversão diversificação ocorrida na década de 1960.
Quinta Onda (1992 a 2000)	Marcada por fusões estratégicas, ocorreu entre os anos 1992 a 2000, foram impulsionadas por fatores ambientais, forças tecnológicas, pela globalização e pela desregulamentação.

Fonte: Adaptado de Weston, Mitchell e Mulherin (2004).

Gaughan (2018) identificou uma sexta onda de F&A que ocorreu entre 2004 e 2007. A sexta onda foi marcada pela redução nas taxas de juros, o que estimulou o mercado imobiliário e proporcionou resultados elevados para os acionistas, impulsionando o volume das F&A.

Ao observar as ondas, é possível perceber um movimento flutuante de operações de fusões ao longo dos anos. Consoante Weston, Mitchell e Mulherin (2004), as ondas são associadas a variáveis macroeconômicas. Para estes autores, além de concentrações temporais, os movimentos de fusões também se concentram em setores específicos.

As organizações que aderem às operações de F&A buscam a criação de valor por meio do aumento de escala e redução dos custos, a expansão do mercado, a aquisição de novos clientes, o acesso a novas tecnologias ou novos produtos, a expansão do conhecimento, o aumento da competitividade, a sobrevivência no mercado, dentre outros motivos estratégicos (Tanriverdi e Büilent Uysal, 2015). Segundo a definição de Seth (1990) compreende-se por economia de escala a redução dos custos proporcionada pelo aumento da produção, enquanto a economia de escopo pode ser conceituada como a diversificação da produção, na qual a firma consegue produzir bens diferentes, com um custo inferior do que se produzisse um único bem (Seth, 1990).

De modo geral, entre os principais objetivos das fusões e aquisições estão a busca por tornar o negócio mais rentável e o crescimento da firma. A união de recursos pode proporcionar uma maior eficiência de gestão, aumentando o aproveitamento de recursos e obtenção de técnicas produtivas (Srivastava, 2018). Assim, essas operações podem conduzir as organizações para se tornarem mais lucrativas e rentáveis, melhorando os resultados operacionais e trazendo um maior retorno sobre o capital investido.

Embora um dos principais objetivos das F&A seja melhorar o desempenho das organizações, muitas vezes esse objetivo não é alcançado. Segundo Aggarwal e Garg (2022) os motivos do insucesso das F&A são diversos, como por exemplo, escolha errada do alvo, alto custo de aquisição, diferenças culturais, previsões não realizáveis, dentre outros. O resultado dessas operações pode até mesmo acarretar na destruição de valor.

Diante dessa situação, a questão central dos estudos sobre F&A é sobre em quais situações há a construção ou a destruição de valor das firmas que passam por esses processos. Swaminathan, Murshed e Hulland (2008) sugerem que a construção ou destruição de valor nas F&A será determinada pela ênfase estratégica das firmas envolvidas. Segundo Berkovitch e Narayanan (1993), a sinergia é o principal motivo da criação de valor para a firma e para os acionistas em F&A. Nguyen, Yung e Sun (2012) identificam três motivos principais como destruidores de valor, que são a agência, a arrogância e o *market timing*. Os problemas de agência ocorrem quando os gerentes agem de acordo com os seus próprios interesses, e se auto beneficiam à custa dos acionistas (Nguyen, Yung e Sun, 2012). A arrogância ocorre quando há falhas na avaliação, fazendo com que os gerentes paguem caro por metas, assim as firmas entram em operações de F&A mesmo quando não há a perspectiva de ganhos sinérgicos (Nguyen, Yung e Sun, 2012). O *marketing timing* gera a perda de valor quando os adquirentes sobrevalorizados utilizam ações, para adquirir metas subvalorizadas (Nguyen, Yung e Sun, 2012).

### 3 Metodologia

A presente pesquisa é considerada exploratória e possui abordagem qualitativa. Caracteriza-se como revisão bibliográfica sistemática, que consiste em um método para a avaliação de um conjunto de dados simultaneamente. Esse tipo de pesquisa objetiva reunir, analisar e conduzir uma síntese dos resultados de múltiplos estudos. Os estudos incluídos na revisão são selecionados através de métodos sistemáticos e explícitos para identificar as pesquisas relevantes. Na análise e sumarização dos dados podem ser utilizados métodos estatísticos (metanálise) ou não para a discussão dos resultados (Cordeiro *et al.*, 2007).

Segundo Biolchini *et al.* (2007, p. 136), a revisão bibliográfica sistemática “é o meio pelo qual o pesquisador pode realizar um mapeamento do conhecimento existente e previamente desenvolvido” visando elaborar uma síntese do conhecimento sobre o assunto. De tal modo, buscando analisar e integrar as publicações no campo de pesquisa sobre F&A, este trabalho teve por objetivo verificar e sintetizar as principais discussões realizadas sobre a rentabilidade e criação de valor em F&A realizada por meio do levantamento de *articles* e *reviews* indexados na base de dados *Web of Science da Thomson Reuters*.

As etapas de busca, seleção, organização e análise dos dados para a realização da revisão bibliográfica sistemática seguiu os seguintes estágios descritos no *framework* de pesquisa (Quadro 2).

**Quadro 2. Framework da pesquisa.**

Etapas		Descrição
1	Operacionalização da Pesquisa	1.1 Escolha da(s) base(s) científica(s) ou periódicos;
		1.2 Delimitação dos termos que representam o campo;
		1.3 Delimitação de outros termos para apurar os resultados.
2	Procedimentos de busca (filtros)	2.1 Título e tópico (termos do campo);
		2.2 Uso de caracteres (“*”) e conectores (“or”);
		2.3 Filtro 1: somente <i>article</i> e <i>reviwes</i> ;
		2.4 Filtro 2: todos os anos;

		2.5 Filtro 3: todas as áreas;
		2.6 Filtro 4: todos os idiomas.
3	Procedimentos de seleção (bancos de dados)	3.1 Download das referências - software EndNote;
		3.2 Download das referências em formato planilha eletrônica;
		3.3 Download das referências para utilização no Bibliometrix;
		3.4 Organização das referências no EndNote;
		3.5 Organização de matriz de análise em planilha eletrônica;
		3.6 Importação dos dados para softwares de análise.
4	Adequação e organização dos dados	4.1 Seleção dos artigos mais globalmente citados;
		4.2 Busca dos artigos completos em pdf.
5	Análise de conteúdo qualitativa das produções científicas	5.1 Leitura da introdução, resultados e conclusões;
		5.2 Criação das categorias analíticas;
		5.3 Sínteses dos principais resultados;
		5.4 Construção do quadro com os principais itens.

Fonte: Adaptado de (Prado *et al.*, 2016).

Conforme exposto no Quadro 2, para a realização das buscas utilizou-se os termos no título e tópico e refinou-se o resultado por *article* e *review* em todos os anos, idiomas e áreas do conhecimento disponível na base, compreendendo ao período de 1972 a 2021, totalizando em 116 trabalhos. Os termos utilizados que representam o campo de publicações sobre o tema foram: *Mergers, acquisitions, M&A, value, profitability, cost, scale e scope*. Em português os mesmos termos podem ser traduzidos como: Fusões, Aquisições, F&A, valor, lucratividade, custo, escala e escopo.

A descrição da string de busca utilizada para realizar a pesquisa foi: ((TI=(Merger\* NEAR/1 Acquisition\*)) OR (TI=(“M&A\$”) AND TS=(Merger\* NEAR/1 Acquisition\*))) AND TI=(valu\* OR profit\* OR cost\* OR scal\* OR scop\*). A utilização do “\*” e “\$” em alguns termos se dá em decorrência da necessidade de se incluir as possíveis variações dos termos utilizados. Como conectores booleanos, utilizou-se o “AND” e “OR”, o primeiro com vistas a restringir os dados somente a aqueles com ocorrência obrigatória dos termos *value, profitability, cost, scale e scope*, e o segundo com objetivo de pesquisar variantes e sinônimos dos termos.

Após a realização do levantamento de todos os trabalhos sobre a temática indexados na base, a próxima etapa realizada foi a seleção da subamostra de artigos a serem analisados. Para tal, foi utilizado o pacote Bibliometrix do software RStudio ® desenvolvido por Massimo Aria e Corrado Cuccurullo, no qual permite a classificação e seleção dos artigos mais globalmente citados (Aria & Cuccurullo, 2017), sendo coletados para a análise os 30 artigos mais influentes da amostra. Posteriormente, foram criadas as categorias analíticas para análise de conteúdo qualitativa. E por fim, foi realizada uma síntese dos principais resultados e aspectos dos artigos selecionados, visando sintetizar o estado da arte e tecer insights para novos estudos sobre a temática.

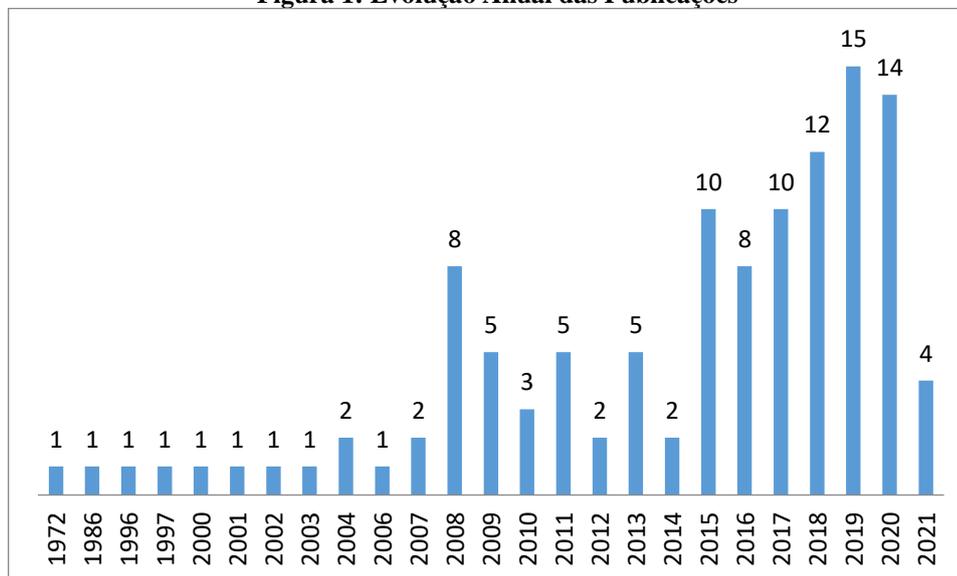
#### 4 Análise e Discussão dos Resultados

Neste tópico, são apresentados os resultados obtidos a partir das buscas realizadas para a construção deste artigo, assim como as discussões a respeito destes. Foi possível observar que, dentre os periódicos pesquisados, há predominância das áreas de finanças empresariais, negócios, gestão e economia. E que os países mais influentes no campo, são os Estados Unidos, em 57 obras publicadas foram identificados autores americanos, seguido pelo Reino Unido com 29, China com 26, Alemanha com 11, Coreia do Sul e Espanha com 10. O Brasil ocupa a 14ª

posição, 3 publicações possuem autores brasileiros. É importante mencionar que em uma mesma obra pode ter a presença de autores de diferentes nacionalidades. Desse modo, o número total de publicação dos países é superior ao número de artigos encontrados na pesquisa.

Na Figura 1 é possível observar a distribuição das 116 publicações ao longo dos anos, de 1972 a 2021.

**Figura 1: Evolução Anual das Publicações**



Fonte: Dados da pesquisa 2021.

Observando a figura a distribuição das publicações ao longo dos anos é possível perceber um crescimento no volume de publicações nos últimos anos. Os anos com maior volume de publicação foram 2019, 2020 e 2018 sequencialmente. É importante mencionar que o número de publicações no ano de 2021 pode ser ainda maior, pois, o período de coleta dos dados ocorreu em junho do mesmo ano, não compreendendo o ano completo.

Percebe-se também que os anos de 2008 e 2015 foram os que apresentaram um maior salto no crescimento de publicações. O crescimento de 2008 pode ser explicado pela crise econômica que impulsionou as F&A e também pela sexta onda identificada por Gaughan (2018). Nesse período, os autores preocuparam-se em desenvolver estudos um maior volume de estudos analisando a criação de valor nas F&A.

Foram selecionados e analisados os 30 artigos mais influentes da amostra, criando categorias analíticas. Os resultados revelaram que o trabalho de Bahadir, Bharadwaj e Srivastava (2008), intitulado *Financial Value of Brands in Mergers and Acquisitions: Is Value in the Eye of the Beholder?* É o trabalho mais citado da amostra. Esse resultado demonstra a preocupação e o interesse de outros pesquisadores em compreender o impacto das características da empresa alvo e da adquirente no valor atribuído ao portfólio da marca da empresa alvo em F&A. Na criação das categorias, após análise dos artigos, foi possível extrair os conteúdos relevantes e similaridades entre eles, resultando em 5 categorias analíticas (Quadro 3).

**Quadro3. Categorias analisadas**

<b>Categorias analíticas</b>	<b>Elementos essenciais discutidos pelos autores</b>
F&A Internacionais	Desafios e estratégias de criação de valor em F&A internacionais (Zhu, Xia & Makino, 2015); Integração econômica e rentabilidade de F&A internacionais (Bjorvatn, 2004); Riscos em F&A internacionais (Norbäck & Persson, 2008); Importância do transporte em F&A internacionais (Andreou, Louca & Panayides, 2012);

	Fatores influentes no processo de F&A internacionais (Ahhammad <i>et al.</i> , 2017).
Criação e Destruição de valor	<p>Construção de valor (Bahadir, Bharadwaj e Srivastava, 2008; Du e Boateng, 2015; e Dos Santos, Errunza e Miller, 2008).</p> <p>Destruição de valor (Becker-Blease, Goldberg e Kaen, 2007; Rahman e Lambkin, 2015; e Rahman, Lambkin, e Hussain, 2016).</p> <p>Criação de valor para o acionista (Alexandridis, Antypas e Travlos, 2017; Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008; Alexandridis, Antypas e Travlos, 2017; Cho e Ahn, 2017).</p> <p>Dependência de fatores (Hitt, <i>et al.</i>, 2009; Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008; Amewu e Alagidede, 2018; Cho e Ahn, 2017).</p> <p>Mensuração do valor (Breitzman e Thomas, 2002; e Massa e Xu, 2013).</p>
Tecnologia	<p>F&amp;A tecnológicas vistas como resposta a novas exigências e condições de mercado (Rhéaume &amp; Bhabra, 2008);</p> <p>Efeito dos gastos com P&amp;D sobre seu valor de mercado atual e lucratividade futura por meio de fusões e aquisições voltadas para a tecnologia. (Kallunki, Pyykkö &amp; Laamanen, 2009);</p> <p>Impacto das F&amp;A tecnológicas (Wilcox, Chang &amp; Grover, 2001);</p> <p>Criação de valor em F&amp;A tecnológicas (Tanriverdi &amp; Uysal, 2015).</p>
Experiência e Eficiência	<p>Efeitos da eficiência das F&amp;A entre instituições de crédito (Vennet, 1996);</p> <p>Impacto das fusões e aquisições na eficiência técnica do setor bancário da Malásia (Sufian &amp; Habibullah, 2009);</p> <p>O papel da experiência anterior à aprendizagem experimental e vivencial em F&amp;A (Cuypers, Cuypers &amp; Martin, 2016).</p>
Custos e Risco	<p>Custos de contratação da realização de F&amp;A (Boeh, 2011);</p> <p>Riscos e os diferentes tipos de vazamento de valor para o acionista (Meyer, 2008);</p> <p>Riscos e os papéis contingentes da incerteza comercial em F&amp;A (Lee, 2013);</p> <p>O papel dos custos de comércio na explicação de fronteira F&amp;A (Hijzen, Görg &amp; Manchin, 2008).</p>

Fonte: Dados da pesquisa, 2021.

Apoiando-se no Quadro 3, as sessões seguintes expõem uma síntese dos principais resultados e aspectos dos artigos selecionados, visando sintetizar e tecer insights para novos estudos sobre a temática.

## 4.1 Síntese do Conhecimento Existente Sobre o Assunto

### 4.1.1 Criação e Destruição de Valor

Várias teorias explicam a criação ou a destruição de valor para as empresas em F&A. Na literatura é possível identificar que a teoria da visão baseada em recursos é utilizada como referência nos trabalhos de Bahadir, Bharadwaj e Srivastava (2008); Swaminathan, Murshed e Hulland (2008); a teoria institucional é identificada no trabalho de Du e Boateng (2015); e a teoria da agência em Cho e Ahn (2017). Independente da teoria utilizada para a análise percebe-se que as F&A comumente são inspiradas pelo desejo de aumento das receitas, maior eficiência nos custos, aumento dos lucros, expansão do mercado, ampliação da linha de produtos e um consequente crescimento financeiro das organizações (Rahman e Lambkin, 2015; Rahman, Lambkin e Hussain, 2016). Assim, um dos principais objetivos das fusões e aquisições é a criação de valor.

Ela pode ser alcançada de diversas formas, operando no mesmo mercado pode obter diferentes economia de escala (Bahadir, Bharadwaj e Srivastava, 2008), eliminar gestão com baixa eficiência, alcançar maior influência de distribuição, maior variedade de produtos,

redução da competitividade, maior eficiência dos custos, combinação de recursos semelhantes (Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008). Quando há a diversificação de mercados pode-se obter economia de escopo (Swaminathan, Murshed e Hulland, 2008).

A criação de valor é evidenciada nos trabalhos de Bahadir, Bharadwaj e Srivastava (2008); Du e Boateng, (2015); e Dos Santos, Errunza e Miller (2008). Dos Santos, Errunza e Miller (2008) estudaram as fusões internacionais e constataram que não há evidências que as F&A internacionais provocam a destruição de valor. A destruição de valor é evidenciada em alguns trabalhos como o de Becker-Blease, Goldberg e Kaen, (2007); Rahman e Lambkin (2015); e Rahman, Lambkin, e Hussain (2016). Becker-Blease, Goldberg e Kaen, (2007) em seus estudos constataram que não há evidências que para investidor totalmente diversificado as F&A gerem valor no longo prazo. Nos estudos de Rahman e Lambkin (2015), os autores identificaram que as F&A horizontais provocam melhora no desempenho de marketing, porém a economia de custos em marketing não é suficiente para compensar as deseconomias de custos de outras áreas. Rahman, Lambkin e Hussain (2016) constataram que a eficiência do marketing das empresas que passaram por processo de F&A apresenta uma melhoria mínima comparada ao período anterior a tais operações.

Outros estudos evidenciam que a construção ou destruição de valor é afetada por determinada por diversos fatores. Hitt, *et al.* (2009) destacam que nem sempre as F&A são construtoras de valor. As fusões e aquisições podem ser muito eficazes desde que a estratégia seja projetada e implementada cuidadosamente Hitt, *et al.* (2009). Para Hitt, *et al.* (2009), quando as empresas possuem capacidades complementares e há mecanismo de compartilhamento de aprendizagem com a empresa adquirida, há uma maior probabilidade de melhorar a posição no mercado, ou seja, haverá uma maior chance de construção de valor. Hitt, *et al.* (2009) destaca a importância de selecionar cuidadosamente o alvo de aquisições e a necessidade de evitar pagar prêmio muito alto, como forma de reduzir a probabilidade de falhas.

Swaminathan, Murshed e Hulland (2008) sugerem que o alinhamento da ênfase estratégica das empresas envolvidas no processo de fusão é que determinará os seus resultados. Segundo Swaminathan, Murshed, Hulland (2008) se as empresas que se fundem possuem baixo alinhamento estratégico, a fusão por diversificação é mais vantajosa, criando mais valor, entretanto, se as empresas que se fundem possuem alto alinhamento estratégico, a fusão por consolidação torna-se mais benéfica para a criação de valor. Nos estudos de Amewu e Alagidede (2018) realizados em países emergentes, é possível perceber que a assimetria de informações, o tipo de indústria, a forma de pagamento e a natureza da aquisição podem influenciar nos retornos das operações de F&A. Quando se opta por pagar as ações na aquisição, a probabilidade de ganhos sinérgicos em F&A internacionais é maior quando a empresa alvo estrangeira localiza-se em ambiente institucional menos desenvolvido ou que possuem grandes diferenças culturais (Cho e Ahn, 2017).

Na literatura de finanças corporativas é comum o questionamento que as F&A frequentemente destroem mais valor do que criam para os acionistas (Alexandridis, Antypas e Travlos, 2017). Na criação de valor para o acionista Swaminathan, Murshed e Hulland (2008) mostram que as ações de marketing, como por exemplo, as consolidações de mercados e de produtos podem impactar positivamente no valor do acionista. As descobertas de Alexandridis, Antypas e Travlos (2017) evidenciam que as aquisições públicas após 2009 passaram a criar valor perceptível para o acionista. Tal mudança os autores atribuem a união de negócios com ajuste estratégico superior, ou seja, grande parte das F&A passou a ser motivadas por ganhos estratégicos, indicando a criação de valor geral das F&A.

Com a preocupação de buscar fusões e aquisições estratégicas, que haja a geração de valor, são desenvolvidos diferentes métodos de avaliação dos candidatos à alvo. Breitzman e Thomas (2002) propõem a análise das patentes, por considerar ser um instrumento eficaz para avaliar o potencial de fusões e aquisições de indústrias com patentes tecnológicas. As patentes

podem ser utilizadas como instrumento para verificar a possibilidade de criação de valor dos candidatos à aquisição. A análise de patente pode ser utilizada de quatro maneiras para verificar se a fusão ou a aquisição é vantajosa no ponto de vista de P&D ou tecnologia, pode ser utilizada na segmentação, na due-diligência, na verificação de compatibilidade tecnológica e na avaliação. Massa e Xu (2013) abordam em seu estudo a mensuração da criação de valor em F&A através do valor da liquidez do estoque. Eles mostram que a liquidez da empresa alvo impacta na transação e no resultado da fusão entre as entidades.

Nos estudos identificados é perceptível a preocupação e com a construção e destruição de valor são predominantemente da área de finanças, porém, percebe-se que a área de marketing nos últimos anos passou a dar uma maior atenção ao assunto. Apesar do grande corpo da literatura sobre o tema, não é possível tirar uma conclusão definitiva sobre os efeitos das F&A no desempenho financeiro das empresas (Rahman, Lambkin e Hussain, 2016). Nota-se também que o desempenho financeiro gerado pelo desempenho do marketing pós F&A é uma área pouco explorada (Rahman, Lambkin e Hussain, 2016).

#### **4.1.2 F&A Internacionais**

A década de 90 testemunhou um forte aumento das fusões e aquisições internacionais. Com as empresas se envolvendo cada vez mais em F&A transfronteiriças, despertou interesse dos pesquisadores de finanças e estratégia em identificar os determinantes de tais F&A, como por exemplo, o aumento de escala e escopo, eficiência e maior poder de mercado. Gerenciar empresas estrangeiras adquiridas é uma tarefa desafiadora para as empresas adquirentes. Isso porque há vários fatores que influenciam o processo, como, diferenças culturais, distância institucional, diferenças linguísticas e relações diplomáticas entre os países (Zhu, Xia & Makino, 2015).

Assim, uma questão central abordada na literatura de F&A é se as aquisições internacionais criam valor. Nesse sentido Zhu, Xia, Makino (2015), exploraram em seu trabalho uma estratégia de criação de valor por meio de uma visão teórica sobre o dilema pós-aquisição entre integração e autonomia de F&A internacionais. Entre seus resultados, os autores encontraram que, aquisições entre empresas de serviços são mais propensas a criar valor do que entre firmas de manufatura. Isto porque as empresas de manufatura costumam buscar a integração com os alvos, a fim de adquirir recursos-chave e alcançar economias de escala e escopo. A integração com alvo em F&A internacionais é algo complexo e gera custos, pois a organização que está em um país com regras institucionais muito diferentes, idioma e uma cultura diferente se torna um desafio para a empresa adquirente em gerir essas diferenças. Assim, os autores apontam que o sucesso da aquisição é dependente da distância institucional, diferenças de idioma e as relações diplomáticas entre os países de origem e de acolhimento, e como as empresas participantes gerenciam esses fatores (Zhu, Xia & Makino, 2015).

Com relação ao grande aumento de F&A ocorrido na década de 90, Bjorvatn (2004) expõe que juntamente com este aumento dramático nas aquisições internacionais, o período experienciou uma liberalização do comércio internacional e maior integração regional. Como exemplo tem-se a conclusão da Rodada Uruguai e o estabelecimento do mercado único na Comunidade Europeia. O autor aponta que muitos estudiosos se referem à integração econômica como uma razão importante para a expansão das fusões e aquisições internacionais. Assim, buscando explorar mais sobre a questão, Bjorvatn (2004) investiga em seu trabalho a relação entre integração econômica e rentabilidade de fusões e aquisições internacionais. E demonstra que o aumento da concorrência após um processo de integração econômica pode aumentar a lucratividade das aquisições internacionais. Além disso, aponta que a integração econômica pode desencadear aquisições, reduzindo o efeito de roubo de negócios, do preço de reserva da empresa-alvo e dos custos comerciais (Bjorvatn, 2004).

Com relação a tais fatores, resultante das particularidades de cada país, Norbäck & Persson (2008) apresentam que as empresas que sabem gerir esses fatores ao entrar em um mercado diferente por meio de uma F&A, a multinacional evita o risco da planta individual de entrada por greenfield. E que aquisições de fronteira e novas entradas (greenfield) por empresas multinacionais nacionais em países em desenvolvimento desempenham um papel muito importante para os lucros futuros dessas empresas (Norbäck & Persson, 2008).

Outro fator apontado pela literatura que influencia os efeitos de avaliação de F&A é o transporte. Com relação a tal fator, Andreou, Louca & Panayides (2012) investiga os efeitos da avaliação de fusões e aquisições em indústrias de transporte de cargas. Os autores apresentam que o transporte de cargas facilita o comércio internacional e contribui para a criação de valor na economia mundial. Durante as últimas décadas, F&A apresentaram destaque em todo o setor de transporte marítimo, ferroviário de carga, dentre as razões para a proliferação desse tipo de fusões, tem-se: (i) a desregulamentação e a introdução da indústria ferroviária dos Estados Unidos; (ii) mudanças no sistema de conferência marítima; (iii) mudanças no ambiente regulatório do transporte rodoviário; (iv) a necessidade de sinergias geográficas, econômicas e operacionais no contexto da logística de terceiros; e (v) o potencial de criação de riqueza de mercado e outros ganhos econômicos. Assim, em síntese, os autores apresentaram que as fusões no transporte de carga são consideradas como maximizadoras de valor para os acionistas das empresas licitantes (Andreou, Louca & Panayides, 2012).

Ainda com relação aos fatores influentes no processo, Ahammad *et al.* (2017) investigam os fatores que influenciam a participação acionária buscada em fusões e aquisições transfronteiriças, baseados na teoria das opções reais e na economia de custos de transação. Fatores tais como: distância cultural, riscos do país, nível da atividade, coletivismos, evasão, dentre outros foram analisados. Dentre os resultados encontrados, os autores apresentaram que as multinacionais britânicas são mais propensas a buscar uma aquisição parcial em uma empresa estrangeira alvo quando essas empresas estrangeiras são de países culturalmente distantes. Além disso, os resultados apoiaram a visão de que o alto custo de separação de ativos desejados e não desejados motiva as empresas a fazer uma aquisição parcial em vez de adquirir o alvo completamente.

Em síntese, percebe-se que as fusões e aquisições internacionais estão sendo usadas cada vez mais como uma estratégia de entrada no mercado estrangeiro por empresas multinacionais na busca por novos mercados, ganho de sinergia, facilitação no portfólio diversificação, acesso a ativos tecnológicos e redução de tributação.

### 4.1.3 Tecnologia

Dentre as ondas de F&A destaca-se a quarta onda na década de 1990, impulsionada por fatores tecnológicos. Rhéaume e Bhabra (2008) observam que as F&A são apresentadas na literatura como uma resposta a novas tecnologias e condições de mercado. Poder de mercado, sinergia, arrogância gerencial, realinhamento estratégico, entre outros, foram alguns dentre os motivos frequentemente apontados como causa de as empresas adotarem uma estratégia de aquisição. Nesse sentido Rhéaume e Bhabra (2008) investigando o impacto das fusões e aquisições tecnológicas na criação de valor dentro e entre esses setores, e descobriram que a maioria dos adquirentes que receberam um alvo dentro do mesmo setor ou indústria e que as estratégias de aquisição relacionadas trouxeram ganhos sinérgicos resultando em mudança positiva de riqueza para os acionistas da empresa adquirente (Rhéaume & Bhabra, 2008).

Em concordância, Kallunki, Pyykkö e Laamanen (2009) apontaram que os estudos contábeis amplamente apresentaram que os gastos com P&D de uma empresa estão positivamente relacionados ao seu valor de mercado e lucratividade. Como consequência, pesquisadores têm sido motivados a explorar se as empresas podem utilizar F&A como uma

estratégia para obtenção de tecnologia e de melhoramento das suas atividades de P&D. Estudos anteriores de F&A de tecnologia sustentam que muitas vezes tal estratégia tem como objetivo auxiliar os adquirentes de tecnologia a expandirem suas atividades de P&D existentes e a buscarem inovações (Higgins & Rodriguez, 2006). No entanto, Kallunki, Pyykkö e Laamanen (2009) apresentam que são as características da empresa adquirente que determinam como a aquisição de uma empresa de tecnologia afeta suas atividades de P&D. Isso porque, uma empresa de tecnologia necessita ter a capacidade de absorver com sucesso a P&D adquirida para utilizá-la em suas atividades atuais de P&D, um adquirente que não seja de tecnologia pode não ter essa capacidade.

De tal modo, Kallunki, Pyykkö e Laamanen (2009), investigam se uma empresa pode aumentar o efeito de seus gastos com P&D sobre seu valor de mercado atual e lucratividade futura por meio de fusões e aquisições voltadas para a tecnologia. Para isso, os autores analisaram 1.879 fusões e aquisições com empresas norte-americanas de tecnologia durante 1993–2006. Como resultado, descobriram que, quando uma empresa de tecnologia adquire outra empresa de tecnologia, a magnitude da resposta do preço das ações aos gastos com P&D de uma adquirente aumenta em 107% no ano de F&A, resultado esse que não foi encontrado também em empresas que não eram de tecnologia. Os resultados apontaram ainda que os adquirentes dessa tecnologia têm mais sucesso em converter seus gastos com P&D em lucratividade futura positiva do que os adquirentes não tecnológicos (Kallunki, Pyykkö & Laamanen, 2009).

Outro fator importante apontado pelos autores em análise são as alianças. No incerto ambiente tecnológico que permeia a indústria de tecnologias, as alianças são vistas como uma importante estratégia. As alianças tecnológicas normalmente envolvem atividades, como P&D, engenharia e manufatura, buscando a criação de valor por meio de sinergia (Wilcox, Chang & Grover, 2001). Assim, com base na importância de se investigar as incertezas envolvidas no setor tecnológico, Wilcox, Chang e Grover (2001), investigaram o impacto dessas atividades (tecnológicas) sobre a avaliação de mercado das empresas envolvidas. Segundo os autores, há evidências de que durante o período do estudo, anúncios de fusões de telecomunicações e atividades de aquisição resultaram em significativos aumentos nos valores de mercado das empresas afetadas. Assim, F&A envolvendo parceiros em negócios relacionados superam aqueles que envolvem parceiros em negócios não relacionados. Foi encontrado também que os aumentos do valor de mercado para empresas maiores são semelhantes para empresas menores em atividades de F&A. E ainda, que a aliança que envolve uma empresa maior e uma menor, a empresa menor colhe mais benefício de avaliação do que a empresa maior (Wilcox, Chang & Grover, 2001).

Apesar dos benefícios das aquisições tecnológicas apontados, um importante fator que deve ser analisado é a questão da integração da tecnologia entre os participantes. Para Tanriverdi e Uysal (2011), mesmo as empresas que operam na mesma indústria estão sujeitas a enfrentarem problemas de incompatibilidade tecnológica. Se os investimentos em TI não forem coordenados, pode haver divergências na infraestrutura. Os autores apontam que a exploração de sinergia entre negócios requer integração organizacional e compartilhamento de recursos entre as empresas (Tanriverdi & Uysal, 2011).

Assim, embasados no argumento de que em fusões e aquisições tecnológicas o objetivo principal do adquirente é integrar os recursos de TI do destino com os seus próprios, posteriormente os autores questionaram essa suposição e argumentaram que a integração das F&A de TI nem sempre levam a uma maior criação de valor (Tanriverdi & Uysal, 2015). Segundo os autores, os resultados encontrados em seu trabalho apresentaram que, em média, os mercados de capitais reagem negativamente aos anúncios de F&A de adquirentes cujas capacidades de TI são superiores em relação àquelas dos alvos. E que a superioridade dos recursos de TI do adquirente sinaliza que o adquirente provavelmente eliminará e substituirá os

recursos de TI do alvo. Assim, os mercados de capitais levam esses riscos em consideração e reduzem o preço das ações do adquirente. Em síntese, os autores apontam que a integração de F&A de TI nem sempre cria riquezas aos acionistas (Tanriverdi & Uysal, 2015).

#### 4.1.4 Experiência e Eficiência

A globalização afeta não apenas a concorrência das instituições, mas também a natureza do negócio. As organizações buscando serem mais competitivas traçam estratégias para garantir a sua viabilidade e força frente ao mercado. Fusões e aquisições podem ser citadas como estratégias integrantes desta dinâmica de mercado. Nesse sentido, buscando examinar se esse tipo de estratégia é um aliado eficiente que auxilia as instituições de crédito a enfrentarem esse ambiente dinâmico e competitivo, Vennet (1996) em seu trabalho investiga os efeitos da eficiência das aquisições e fusões entre instituições de crédito.

Segundo Vennet (1996), na década de 90 os EUA presenciou um ritmo acelerado de aquisições no setor bancário buscando maior eficiência operacional, fenômeno que ficou conhecido como “efeito 1992”. No entanto, o autor explana que tal eficiência vinha sendo questionada por pesquisadores, argumentando que os benefícios de eficiência das fusões são muitas vezes ilusórios. Bancos e seus gestores podem buscar aumentar o tamanho das instituições sob seu controle por razões erradas, como por exemplo, para aumentar seus privilégios, prestígio e níveis salariais. Ação essa que seria socialmente indesejável porque pode acarretar em ineficiência de custos e comportamento de risco excessivo. O estudo de Vennet (1996) é o pioneiro em analisar as atividades de fusões horizontais de bancos dos EUA, e como resultado o autor encontra que fusões domésticas entre parceiros de mesmo tamanho aumentam significativamente o desempenho dos bancos fundidos. A eficiência de custos também é encontrada nas aquisições internacionais. Por outro lado, aquisições domésticas são influenciadas predominantemente por processos defensivos e gerenciais, como a maximização do tamanho (Vennet, 1996).

Concomitante com Vennet (1996), Sufian & Habibullah (2009) examinaram o impacto das F&A na eficiência técnica do setor bancário da Malásia, investigando as mudanças na eficiência do setor durante os períodos de pré e pós-fusão, através de uma série de parâmetros e testes não-paramétricos univariados, o *Data Envelopment Analysis (DEA)*. Como resultado, os autores encontraram que as fusões resultaram na melhoria da eficiência técnica dos bancos malaios durante o período pós-fusão. Os bancos da Malásia exibiram uma eficiência técnica média de 90,2% durante o período pós-fusão, maior do que o 57,4% registrado durante o período anterior à fusão. Além disso, os resultados empíricos apontaram ainda que os adquirentes são relativamente mais eficientes em comparação aos alvos. Assim, os resultados sugerem ainda que as fusões bem sucedidas são eficientes na eliminação de redundâncias no sistema bancário, resultando em um sistema mais eficiente em termos de gestão à medida que os bancos aumentam de tamanho (Sufian & Habibullah, 2009).

Entre os principais temas de pesquisa sobre fusões e aquisições, o papel da experiência anterior à aprendizagem experimental e vivencial tem se caracterizado como um tema crucial, sondando quando e como a experiência contribui para a criação de valor ou melhoria no desempenho de aquisição. Os negócios de fusão e aquisição envolvem decisões sobre uma série de questões, não apenas o preço, mas também a retenção de recursos, incluindo gerentes de topo e suas funções, sede alvo residual ou nome da empresa e planos de reestruturação, dentre outras questões. Desta forma, a experiência de aquisição anterior afeta não apenas o potencial de criação de valor, mas também a forma como o valor é distribuído e os acordos são negociados (Cuypers, Cuypers & Martin, 2016).

Apesar do crescente número de pesquisas sobre o tema, Cuypers, Cuypers e Martin (2016) argumentam que pouco se sabe sobre como o valor criado em um negócio de F&A é

compartilhado entre o adquirente e alvo. Assim, buscando entender o efeito da experiência nos resultados de aquisições, os autores examinaram como o diferencial na experiência anterior em F&A entre o alvo e o adquirente afeta o valor que eles, respectivamente, obtêm quando o adquirente assume o alvo. Os resultados apontaram a experiência como um diferencial e um determinante chave na obtenção de valor. Em que o impacto da experiência é dependente do nível da assimetria de informação imposta pelo alvo, e ao potencial de acordo entre as organizações.

#### 4.1.5 Custos e Riscos

Fusões e aquisições representam uma escolha estratégica importante e crescente às organizações. No entanto, tal estratégia incorre em custos e riscos às empresas, como os custos de contratação. Os custos de contratação é um dentre os custos e riscos mais importantes e explorados por pesquisadores, isso porque eles incluem honorários em dinheiro para consultores, portanto, esses custos são tão importantes já que as ações retornam de F&A (Boeh, 2011). Nesse sentido Boeh (2011) explora os custos de contratação da realização de fusões e aquisições, e cria um modelo teórico da assimetria de informação envolvida no processo mostrando como as firmas compradoras empregam vários mecanismos para reduzir essa assimetria. O artigo examina esses custos em ambientes domésticos e internacionais. Segundo o autor, na última década, aproximadamente metade dos negócios globais de F&A foram internacionais, o que sugere a importância de se estudar os custos de contratação (Boeh, 2011).

Um fator apontado que acarreta maiores custos às empresas integrantes é a assimetria de informação. A assimetria de informação é a diferença de informação entre o comprador e o vendedor, existente em todos os negócios e é particularmente mais elevada em F&A internacionais. Assim, para Boeh (2011), as empresas devem empregar mecanismos buscando reduzir a assimetria de informação entre os integrantes. E sugere em seu trabalho como mecanismos de redução às empresas: a) buscar primeiramente conhecer o vendedor; b) obter maior integração humana. O sucesso da integração de aquisição depende da integração humana e de tarefas, que dependem de familiaridade, confiança e relacionamentos entre as duas empresas; c) comprar indústria relacionada. Estar em um setor relacionado reduz as taxas do comprador e afeta o valor criado pela redução de informações assimétricas; e d) adquirir informações privadas de conselheiros para avaliar corretamente.

O potencial para criar valor em fusões e aquisições repousa na premissa de que uma empresa pode complementar suas habilidades e recursos essenciais por meio de sinergia ou criação de valor se combinando a outras empresas. Entretanto, tal operação acarreta em riscos. Nesse sentido, Meyer (2008), sob a evidência agregada do desempenho de fusões e aquisições, sugere que, em média, os acionistas das empresas adquirentes não se beneficiam. E apresenta que uma explicação para esses resultados decepcionantes são o vazamento de valor para o acionista no processo de integração pós-fusão. Para Meyer (2008), identificar os diferentes tipos de vazamento de valor para o acionista é apenas o primeiro passo. Assim, o desafio para os gestores é encontrar a melhor maneira de gerenciar esses obstáculos.

Lee (2013) examina o problema dos riscos relacionais entre parceiros de troca repetidos e os papéis contingentes da incerteza comercial e as perspectivas de troca futura moderando os efeitos potencialmente conflitantes das trocas. Estudos apontam que frequentemente os atores transacionam com os mesmos atores em trocas de mercado, na busca por redução de assimetria de informação e de oportunismo. No entanto, segundo o autor, evidências crescentes indicam que interações repetidas não necessariamente dão origem à confiança ou aos benefícios presumidos acessos de relacionamentos preferenciais. Assim, Lee (2013) examina os fatores, incerteza comercial e a expectativa de futuras trocas, que interagem com trocas repetidas para moldar o desempenho econômico dos atores. Como resultado, o autor apresenta que as

empresas que contratam repetidamente os mesmos bancos de investimento do setor financeiro, os consultores tendem a pagar a mais por alvos de aquisição, comprovando que os mecanismos de contingência moldam o valor de um relacionamento repetido nas trocas de mercado (Lee, 2013).

No entanto, os custos também podem ser vistos como incentivadores às operações de F&A, assim, outro custo comumente explorado pela literatura é o custo comercial. Hijzen, Görg e Manchin (2008) analisam empiricamente o papel dos custos de comércio na explicação de fronteira F&A. E explanam que à medida que os custos comerciais aumentam e exportar torna-se mais caro, as empresas são mais propensas a escolher investir no exterior, o que justifica o dramático aumento das F&A internacionais. Além disso, altos custos comerciais não apenas encoraja fusões que aumentam as tarifas, mas também aumentam os incentivos para fusões domésticas. Pois, reduzem o grau de competição no mercado interno, aumentando assim o preço de aquisição (Hijzen, Görg & Manchin, 2008). Em linhas gerais os autores apresentaram que as fusões são afetadas positivamente pelo tamanho dos mercados financeiros em ambos os países, dentre os 23 países analisados. Um importante resultado encontrado foi que o efeito dos custos comerciais difere dependendo se as fusões são horizontais, isto é, com adquirente e alvo na mesma indústria, ou se abrangem indústrias diferentes (Hijzen, Görg & Manchin, 2008).

## 5 Conclusão

Este trabalho teve como objetivo conhecer o campo de estudo de fusões e aquisições, que tratam da criação de valor e rentabilidade, das principais produções científicas existentes sobre o tema. Assim, procurou-se analisar o impacto das fusões e aquisições no desempenho das organizações por meio da identificação as principais discussões e descobertas dos trabalhos existentes. Para tanto, realizou-se uma revisão sistemática dos estudos indexados na base de dados *Web of Science*®.

Foi possível observar um emaranhado de trabalhos desenvolvidos sobre a temática ao longo dos anos as quais abordaram diversos aspectos sobre as F&A e que podem ser agrupados em cinco categorias de análise que são: a criação e a destruição de valor; as F&A internacionais; a tecnologia; a experiência e a eficiência; e os custos e o risco. Essas categorias se relacionam com os motivos que levam as organizações a aderirem essas operações e que impactam diretamente nos resultados.

Com este estudo foi possível perceber que as fusões e aquisições representam uma escolha estratégica importante e crescente nas organizações. O interesse crescente por estudar as F&A pode ser justificado pelo aumento dessas operações nos últimos anos. Outro aspecto observado foi que a área de estudos que mais se preocupa com a construção ou destruição de valor é a de finanças. Porém, a área de marketing tem apresentado um crescimento de estudos. Apesar de ter muitos estudos que analisam a criação e a destruição de valor nas operações de fusões e aquisições, não é possível chegar a uma conclusão generalizável se tais operações geram ou destroem valor, tanto para a empresa quanto para os acionistas, o que é condizente com o estudo de Rahman, Lambkin e Hussain (2016).

É possível perceber que as fusões e aquisições estão sendo usadas cada vez mais como uma estratégia de entrada em novos mercados, ganho de sinergia, facilitação no portfólio, diversificação, acesso a ativos tecnológicos e redução de tributação. Como não há um consenso se as F&A geram ou destroem valor, e que os resultados são dependentes de diversos fatores, ressalta-se a importância dos gestores de estarem preparados para fazer uma análise cuidadosa dos possíveis ganhos sinérgicos antes de aderirem a tais operações.

Através das análises é possível identificar algumas lacunas. Ao analisar a literatura existente foi possível perceber que há a predominância de estudos em países desenvolvidos,

possibilitando identificar a necessidade de desenvolver mais trabalhos em países emergentes. E o desempenho financeiro do marketing pós fusão e aquisição foi pouco explorado.

Desse modo, este estudo contribuiu para a ampliação do conhecimento do campo e possibilitou identificar lacunas deixadas pelas pesquisas existentes. Uma limitação deste trabalho foi analisar apenas os estudos da *Web of Science* e ter realizado a revisão sistemática de um número restrito de trabalhos. Para pesquisas futuras sugere-se a inclusão de outras bases de dados na análise e a realização da revisão sistemática de todos os estudos encontrados.

## 6 Referências

Aggarwal, P., & Garg, S. (2022). Impact of Mergers and Acquisitions on Accounting-based Performance of Acquiring Firms in India. *Global Business Review*, 23(1), 218–236.

Ahammad, M. F., Leone, V., Tarba, S. Y., Glaister, K. W., & Arslan, A. (2017). Equity Ownership in Cross-border Mergers and Acquisitions by British Firms: An Analysis of Real Options and Transaction Cost Factors. *British Journal of Management*, 28(2), 180-196.

Akpan, M. N. U. et al. (2018). Exploring the long-term trade-off between efficiency and value creation in horizontal M&As. *African Journal of Economic and Management Studies*, 9 (2), 130-147.

Akpan, M. N. U. et. al. (2019). Unveiling the Endogenous Relationship Between Technical Efficiency and Value Creation in Mergers and Acquisitions in Nigeria. *South African Journal of Economics*, 88(1), 40-70.

Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.

Amewu, G., & Alagidede, P. (2018). Do mergers and acquisitions announcements create value for acquirer shareholders in Africa. *International Journal of Finance & Economics*.

Andreou, P. C., Louca, C., & Panayides, P. M. (2012). Valuation effects of mergers and acquisitions in freight transportation. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 48(6), 1221-1234.

Aria, M. & Cuccurullo, C. (2017). Bibliometrix: An R-tool for comprehensive science mapping analysis. *Journal of Informetrics*, 11(4), 959-975, Elsevier.

Bahadir, S. C., Bharadwaj, S. G., & Srivastava, R. K. (2008). Financial Value of Brands in Mergers and Acquisitions: Is Value in the Eye of the Beholder? *Journal of Marketing*, 72(6), 49–64.

Becker-Blease, J. R., Goldberg, L. G., & Kaen, F. R. (2007). Mergers and acquisitions as a response to the deregulation of the electric power industry: value creation or value destruction? *Journal of Regulatory Economics*, 33(1), 21-53.

Berkovitch, E., & Narayanan, M. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362.

- Biolchini, J. C. A. *et al.* Scientific research ontology to support systematic review in software engineering (2007). *Advanced Engineering Informatics*, 21(2), 133-151.
- Bjorvatn, K. (2004). Economic integration and the profitability of cross-border mergers and acquisitions. *European Economic Review*, 48(6), 1211-1226.
- Boeh, K. K. (2011). Contracting Costs and Information Asymmetry Reduction in Cross-Border M&A. *Journal of Management Studies*, 48(3), 568-590.
- Breizman, A., & Thomas, P. (2002). Using Patent Citation Analysis to Target/Value M&A Candidates. *Research-Technology Management*, 45(5), 28-36.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V.. (2003). Fusões, aquisições e takeovers: Um levantamento teórico dos motivos, hipóteses testáveis e evidências empíricas. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(2), 17-38.
- Cho, H., & Ahn, H. S. (2017). Stock payment and the effects of institutional and cultural differences: A study of shareholder value creation in cross-border M&As. *International Business Review*, 26(3), 461-475.
- Cordeiro, A. M., Oliveira, G. M., Rentería, J. M., & Guimarães, C. A. (2007). Revisão sistemática: uma revisão narrativa. *Revista do Colégio Brasileiro de Cirurgiões*, 34(6), 428-431.
- Cuyppers, I. R.P., Cuyppers, Y., & Martin, X. (2016). When the target may know better: Effects of experience and information asymmetries on value from mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*.
- Dos Santos, M. B., Errunza, V. R., & Miller, D. P. (2008). Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2716-2724.
- Du, M., & Boateng, A. (2015). State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. *International Business Review*, 24(3), 430-442.
- Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, acquisitions and corporate restructurings (7)*. New Jersey: J. Wiley.
- Higgins, M. J., & Rodriguez, D. (2006), 'The Outsourcing of R&D through Acquisitions in the Pharmaceutical Industry', *Journal of Financial Economics*, 80(2), 351-83.
- Hijzen, A., Görg, H., & Manchin, M. (2008). Cross-border mergers and acquisitions and the role of trade costs. *European Economic Review* 52 (5) 849-866.
- Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value. *Business Horizons*, 52(6), 523-529.

Kallunki, J. P., Pyykkö, E., Laamanen, T. (2009). Stock Market Valuation, Profitability and R&D Spending of the Firm: The Effect of Technology Mergers and Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), 838-862.

KPMG (2021). Fusões e Aquisições 2020 - 4º trimestre. São Paulo, 2021. Recuperado de: <https://home.kpmg/br/pt/home/insights/2021/05/fusoes-e-aquisicoes-brasil-2020.html>.

Lee, J. J. (2013). Dancing with the Enemy? Relational Hazards and the Contingent Value of Repeat Exchanges in M&A Markets. *Organization Science*, 24(4), 1237-1256.

Massa, M., & Xu, M. (2013). The Value of (Stock) Liquidity in the M&A Market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(05), 1463-1497.

Matias, A. B., & Pasin, R. M. (2001). A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. *RAUSP Management Journal*, 36(1), 5-13.

Meyer, C. B. (2008). Value Leakages in Mergers and Acquisitions: Why they occur and how they can be addressed. *Long Range Planning* 41 (2) 197-224.

Nguyen, H. T., Yung, K., & Sun, Q. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), 1357-1375. doi:10.1111/jbfa.12000

Norbäck, P. J., & Persson, L. (2007). Globalization and profitability of cross-border mergers and acquisitions. *Economic Theory*, 35(2), 241-266.

Prado, J. W. et al. (2016). Multivariate analysis of credit risk and bankruptcy research data: a bibliometric study involving different knowledge fields (1968-2014). *Scientometrics*, 106 (3), 1007-1029.

Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*, 46, 24-35.

Rahman, M., Lambkin, M., & Hussain, D. (2016). Value creation and appropriation following M&A: A data envelopment analysis. *Journal of Business Research*, 69(12), 5628-5635.

Rhéaume, L., Bhabra, H. S. (2008). Value creation in information-based industries through convergence: A study of U.S. mergers and acquisitions between 1993 and 2005. *Information & Management*, 45(5), 304-311.

Srivastava, R. K.. (2018). Managing mergers and acquisitions in health care: A case study in the pharmaceutical sector. *International Journal Of Healthcare Management*, 13(1), 61-73.

Sufian, F. & Habibullah, S. M. (2009). Do mergers and acquisitions leads to a higher technical and scale efficiency? A counter evidence from Malaysia. *African Journal of Business Management* 3(8), 340-349.

Swaminathan, V., Murshed, F., & Hulland, J. (2008). Value Creation Following Merger and Acquisition Announcements: The Role of Strategic Emphasis Alignment. *Journal of Marketing Research*, 45(1), 33-47.

Tanriverdi, H., & Bülent Uysal, V. (2015). When IT capabilities are not scale-free in merger and acquisition integrations: how do capital markets react to IT capability asymmetries between acquirer and target? *European Journal of Information Systems*, 24(2), 145-158.

Tanriverdi, H., Uysal, V. B. (2011). Cross-Business Information Technology Integration and Acquirer Value Creation in Corporate Mergers and Acquisitions. *Information Systems Research*, 22(4), 703-720.

Vennet, R. V. (1996). The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions. *Journal of Banking & Finance*, 20(9), 1531-1558.

Weston, J., Mitchell, Mark L, & Mulherin, John Harold. (2004). *Takeovers, restructuring, and corporate governance* (4th ed., Prentice Hall finance series). Upper Saddle River: Pearson Education.

Wilcox, H. D., Chang, K. C., Grover, V. (2001). Valuation of mergers and acquisitions in the telecommunications industry: a study on diversification and firm size. *Information & Management*, 38(7), 459-471.

Zhu, H., Xia, J. & Makino, S. (2015). How do high-technology firms create value in international M&A? Integration, autonomy and cross-border contingencies. *Journal of World Business*, 50(4), 718-728.