



**O impacto das aquisições na *performance* operacional das
empresas portuguesas**

por

Sofia Marisa Ribeiro Gomes

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Economia pela Faculdade
de Economia do Porto

Orientada por:

Professor Doutor Paulo de Freitas Guimarães

Professor Doutor Hélder Manuel Valente da Silva

Julho, 2017

NOTA BIOGRÁFICA

Sofia Marisa Ribeiro Gomes nasceu a 8 de novembro de 1993 em Amarante, uma localidade pertencente ao distrito do Porto.

Em 2012, ingressou na Licenciatura em Gestão na Escola Superior de Tecnologias e Gestão de Bragança. Participou, em 2014, no programa *Erasmus+*, no qual teve a oportunidade de estudar durante 6 meses na *Gdansk School of Banking*, na Polónia. Em 2015, realizou um estágio curricular no Núcleo Administrativo e Financeiro do Instituto da Segurança Social de Bragança e concluiu a licenciatura.

Em setembro de 2015, ingressou no Mestrado em Economia na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, o qual se encontra em fase de conclusão.

Em junho de 2017, iniciou a carreira profissional na empresa *Join The Moment* Transitários, S.A., na qual exerce a função Controlo de Gestão.

AGRADECIMENTOS

A execução desta dissertação só se tornou possível com a orientação, apoio e dedicação daqueles que, a meu lado, trabalharam para que este sonho se tornasse realidade.

Em primeiro lugar, quero agradecer aos meus orientadores, Professor Doutor Paulo de Freitas Guimarães e Professor Doutor Hélder Manuel Valente da Silva, por todo o interesse, atenção e disponibilidade prestada. Foram imprescindíveis na concretização deste trabalho.

Um agradecimento especial à minha família, nomeadamente ao meu pai, mãe e irmã. O meu sentido e sincero obrigada pelo esforço que fizeram para que eu pudesse concluir os estudos. Obrigada por me terem acompanhado em todas as fases da minha vida, pelos valores que me transmitiram e por me terem tornado na pessoa que sou.

Agradeço aos meus amigos pelo apoio incondicional, pela compreensão e pela atenção que me deram na realização deste trabalho e por se mostrarem disponíveis em ajudar-me.

Por último, quero agradecer ao meu Padrinho, que sempre contribuiu para a realização deste sonho e que, infelizmente, hoje não está comigo.

RESUMO

Os objetivos desta dissertação são avaliar, em termos empíricos, o impacto das aquisições na *performance* operacional das empresas portuguesas e analisar se as características dos acordos de aquisição preveem o desempenho pós-aquisição. Esta análise revela-se de particular importância na medida em que os estudos sobre esta temática em Portugal são muito escassos.

De modo a alcançar os objetivos propostos, recolheu-se uma amostra de 263 empresas alvo, com operações de aquisições realizadas entre 2007 e 2014. Os dados recolhidos e tratados a partir das bases de dados *Zephyr*, *Sabi* e Central de Balanços permitiram calcular 2 indicadores de *performance*, o retorno do ativo e retorno das vendas e serviços prestados, ajustados e não ajustados pela tendência da indústria.

Por recurso ao *software Stata 14*, analisou-se a evolução das medidas de *performance* 3 anos antes e 3 anos após as aquisições. Os resultados mostraram que as aquisições não têm um impacto significativo no desempenho das empresas portuguesas. Contudo, numa análise mais pormenorizada, verificou-se que as empresas alvo relativamente grandes, a estratégia de aquisição baseada na relação com a indústria e as aquisições realizadas nos períodos das crises aparentam ter um impacto positivo na *performance* operacional das empresas.

Códigos-JEL: G34, L25, C01

Palavras-chave: Aquisição, *performance* operacional, modelo de regressão linear

ABSTRACT

The main objectives of this dissertation are to evaluate, in empirical terms, the impact of the acquisitions on the operational performance of Portuguese companies and to analyze if the characteristics of the acquisition process predict the post-acquisition performance of the acquiree. This analysis is particularly important given the dearth of studies on this topic, particularly for the Portuguese case.

To reach the proposed objectives, we analyzed a sample of 263 target-companies, with acquisitions made between 2007 and 2014. The information collected and processed using the *Zephyr*, *Sabi* and *Central Balance* databases allowed us to calculate 2 indicators of performance, return on assets and return on sales and services provided, adjusted and unadjusted for the industry trend.

Through Stata 14 software, the evolution of performance measures was analyzed 3 years before and 3 years after the acquisitions. The results showed that acquisitions do not have a significant impact on the operational performance of Portuguese companies. However, through a more in depth analysis we found that the big target-companies, the acquisitions strategies based in industry relations and the acquisitions realized in crises times seem to have a positive impact on the company operational performance.

JEL-codes: G34, L25, C01

Key-words: Acquisition, operational performance, linear regression model

ÍNDICE

NOTA BIOGRÁFICA	i
AGRADECIMENTOS	ii
RESUMO.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÍNDICE DE QUADROS	vii
ÍNDICE DE FIGURAS	viii
ÍNDICE DE ANEXOS	ix
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1. FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	3
1.1 Os processos de fusões e aquisições em Portugal	3
1.2 Tipos de fusões e aquisições	4
1.3 História das fusões e aquisições	6
1.4 Motivações para as fusões e aquisições	9
1.4.1 Teorias tendo por base as diferenças de eficiência.....	10
1.4.2 Teorias baseadas no poder de mercado	11
1.4.3 Explicações que têm por base a hipótese da informação ou sinalização.....	12
1.4.4 Teorias baseadas nos problemas de delegação	12
CAPÍTULO 2. <i>PERFORMANCE</i> OPERACIONAL.....	15
2.1 Revisão de literatura dos resultados empíricos	15
2.1.1 Impacto positivo das fusões e aquisições na <i>performance</i> das empresas.....	15
2.1.2 Impacto negativo das fusões e aquisições na <i>performance</i> das empresas.....	16
2.1.3 Impacto insignificante das fusões e aquisições na <i>performance</i> das empresas.....	18
2.2 Definição das hipóteses de investigação	19
2.2.1 Hipótese principal.....	19
2.2.2 Hipóteses secundárias: determinantes da <i>performance</i> operacional pós-aquisição	20
CAPÍTULO 3. DADOS E METODOLOGIA	23
3.1 Definição da amostra.....	23
3.2 Caracterização da amostra.....	25
3.3 Medidas de <i>performance</i> operacional	31

3.4	Definição do <i>benchmark</i> de desempenho.....	33
CAPÍTULO 4. RESULTADOS EMPÍRICOS		35
4.1	Evolução da <i>performance</i> operacional	35
4.2	Significância estatística dos resultados	37
CAPÍTULO 5. DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO DA <i>PERFORMANCE</i> OPERACIONAL.....		39
5.1	Variáveis explicativas.....	39
5.2	Modelo econométrico.....	41
CONCLUSÃO		46
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		48
ANEXOS		52

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 – Fatores em consideração na seleção da amostra	25
Quadro 2 – Percentagem de aquisições por ano e a percentagem de empresas não-financeiras existentes durante o período em análise.	26
Quadro 3 – Percentagem de aquisições e o universo das empresas não-financeiras por distrito	27
Quadro 4 – Distribuição das aquisições e o universo das empresas não-financeiras pela Secção da CAE-Rev.3.....	29
Quadro 5 – Percentagem de aquisições e o universo das empresas não-financeiras por dimensão setorial	30
Quadro 6 – Percentagem de aquisições e o universo das empresas não-financeiras por idade da empresa.....	30
Quadro 7 – Estatísticas descritivas dos indicadores de <i>performance</i> operacional ponderados pelo volume de negócios.	32
Quadro 8 – Estatísticas descritivas dos indicadores de <i>performance</i> operacional ajustados pela mediana das indústrias.	34
Quadro 9 – Evolução da <i>performance</i> operacional	36
Quadro 10 – Teste de significância.....	37
Quadro 11 – Estatística descritiva das variáveis explicativas.....	40
Quadro 12 – Coeficientes de correlação <i>r</i> de <i>Pearson</i>	41
Quadro 13 – Regressão para identificação dos determinantes da <i>performance</i> operacional.	45

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – Número de fusões e aquisições e respetivo valor em Portugal	4
Figura 2 – Número de fusões e aquisições e respetivo valor a nível mundial	6

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1 – Classificação das fusões e aquisições	53
Anexo 2 – Síntese das ondas de fusões e aquisições	54
Anexo 3 – Síntese dos estudos analisados	56

INTRODUÇÃO

Atualmente, a intensa competitividade das empresas tem um papel importante na reestruturação das indústrias e da economia. Para enfrentar os desafios e explorar as oportunidades de mercado, as empresas optam por estratégias de crescimento inorgânico, como as Fusões e Aquisições (F&A) (Kumar & Bansal, 2008).

As F&A tornaram-se num fenómeno que provoca inúmeras alterações nas empresas e nos mercados em que estão inseridas. São operações que estão a ganhar cada vez mais importância, devido ao aumento da desregulação, privatização, globalização e liberalização que se tem observado em vários países (Gupta, 2012).

De acordo com Kumar & Bansal (2008), as F&A são as estratégias mais utilizadas pelas empresas que pretendem alcançar uma vantagem competitiva no mercado. Na literatura são inúmeros os estudos que procuram explicar a *performance* destas empresas recorrendo à análise de indicadores de *performance* operacional. Contudo, em Portugal esta ainda é uma temática pouco desenvolvida em termos empíricos.

Neste contexto, a relevância do tema desta dissertação surge associada aos poucos estudos que abordam o mercado das F&A em Portugal. Assim, o objetivo deste estudo é analisar o impacto das aquisições na *performance* das empresas alvo. Concretamente, procura-se resposta para a seguinte questão: Em termos empíricos, existem alterações na *performance* operacional das empresas portuguesas que são alvo de processos de aquisição, entre 2007 e 2014? Adicionalmente, será analisado se características específicas dos acordos de aquisição, tais como a dimensão da empresa alvo, a relação entre a indústria da empresa adquirida e adquirente e a crise económica e financeira de 2007 e 2008, ajudam a explicar o desempenho operacional pós-aquisição.

Para esta investigação utilizou-se informação proveniente das seguintes bases de dados: *Zephyr*¹, *Sabi*² e Central de Balanços (CB) do Banco de Portugal³. A amostra final por nós utilizada é composta por 263 empresas alvo, com operações de aquisições concluídas entre 2007 e 2014. Foram calculados 2 indicadores de *performance* operacional, ajustados e não ajustados pela tendência da indústria, para os 3 anos antes [-3;-2;-1] e 3 anos após [+1;+2;+3] as aquisições. Através do *software Stata 14* analisou-se a evolução das medidas de *performance* e estimou-se o modelo de regressão linear que permitiu identificar os fatores determinantes para o sucesso dos acordos de aquisição.

No que concerne à estrutura do presente estudo, este encontra-se dividido em 5 Capítulos. O Capítulo 1 corresponde à revisão de literatura, no qual são apresentados os processos de F&A em Portugal, os diferentes tipos de F&A tendo em conta o mercado geográfico e o mercado do produto, o contexto histórico e os motivos em que assentam estas decisões. Posteriormente, no Capítulo 2 fez-se um levantamento e uma análise dos estudos empíricos relevantes que estão relacionados com a questão sob investigação e formularam-se as hipóteses de investigação principal e secundárias, de acordo com as características dos processos de aquisição. No Capítulo 3 definiu-se e caracterizou-se a amostra, e expuseram-se as medidas de *performance* operacional e o procedimento para a definição do *benchmark*. No Capítulo 4 apresentaram-se e analisaram-se os resultados obtidos. Por último, no Capítulo 5 investigou-se se algumas das características do acordo de aquisição poderiam ajudar a explicar o desempenho pós-aquisição.

¹ A *Zephyr* é uma base de dados da *Bureau Van Dijk* que contém informações, atualizadas a cada hora, sobre negócios e rumores de F&A, *Initial Public Offering*, *Private Equity* e Capital de Risco. É a base de dados mais abrangente de informação empresarial, no que diz respeito a operações de F&A ocorridas a nível mundial (*Zephyr*, 2017).

² A *Sabi* é uma base de dados da *Bureau Van Dijk* que possui informação empresarial de entidades portuguesas e espanholas, com um histórico de contas anuais até 25 anos, cobrindo grande parte das sociedades portuguesas. A informação é reportada de acordo com o formato contabilístico de cada país e contém informação do balanço financeiro, demonstração de resultados, fluxos de caixa, rácios financeiros e de rentabilidade, assim como as tendências e as variações financeiras (*Sabi*, 2017).

³ A CB do Banco de Portugal é uma base de dados de informação económica e financeira sobre as empresas não-financeiras portuguesas e é atualizada, desde 2006, com os dados recolhidos pela Informação Empresarial Simplificada (IES) (Banco de Portugal, 2017).

CAPÍTULO 1. FUSÕES E AQUISIÇÕES

Neste Capítulo efetua-se uma revisão de literatura dos processos de F&A, que se inicia com um breve descrição das atividades de F&A em Portugal. De seguida são apresentados os diferentes tipos de F&A, tendo em conta o mercado geográfico e o mercado do produto. O terceiro tópico patenteia a história destas operações a nível mundial, caracterizando individualmente cada onda de F&A. O último tópico explica os motivos em que assentam as decisões das F&A.

1.1 Os processos de fusões e aquisições em Portugal

As F&A desempenham um papel importante na reestruturação dos setores industriais mais relevantes das economias modernas (Valente, 2005). São estratégias de crescimento adotadas pelas empresas com o objetivo de enfrentarem o avanço da tecnologia e o ambiente globalizado (Kumar & Rajib, 2007).

De acordo com o art.º 97 do Código das Sociedades Comerciais, uma fusão consiste numa operação em que duas ou mais empresas, ainda que de diversos tipos, se integram e constituem uma nova empresa (Rocha *et al.*, 2009). Triches (1996) definiu uma aquisição como sendo uma operação estratégica que ocorre quando uma empresa ou um conjunto de investidores adquire, de forma parcial ou total, o controlo acionista ou o património de outra empresa.

As empresas, ao longo do seu ciclo de vida, são confrontadas com negócios que podem ser essenciais para a sua sobrevivência. Na perspetiva de Parenteau e Weston (2003) para que a probabilidade de sucesso das operações de F&A seja superior, estas devem integrar várias fases, tais como: a) traçar a estratégia de F&A; b) selecionar no mercado as empresas alvo que preencham os requisitos definidos; c) investigar as oportunidades de negócio e executá-lo; e d) realizar a integração das empresas selecionadas.

Em Portugal verificou-se um grande crescimento dos processos de F&A. Segundo dados do *Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)*, em 2000 realizaram-se 293 transações, no valor monetário total superior a 27 biliões de euros. Mais

recentemente, em 2016, registaram-se 132 operações, no valor de aproximadamente 3,9 bilhões de euros (ver Figura 1).

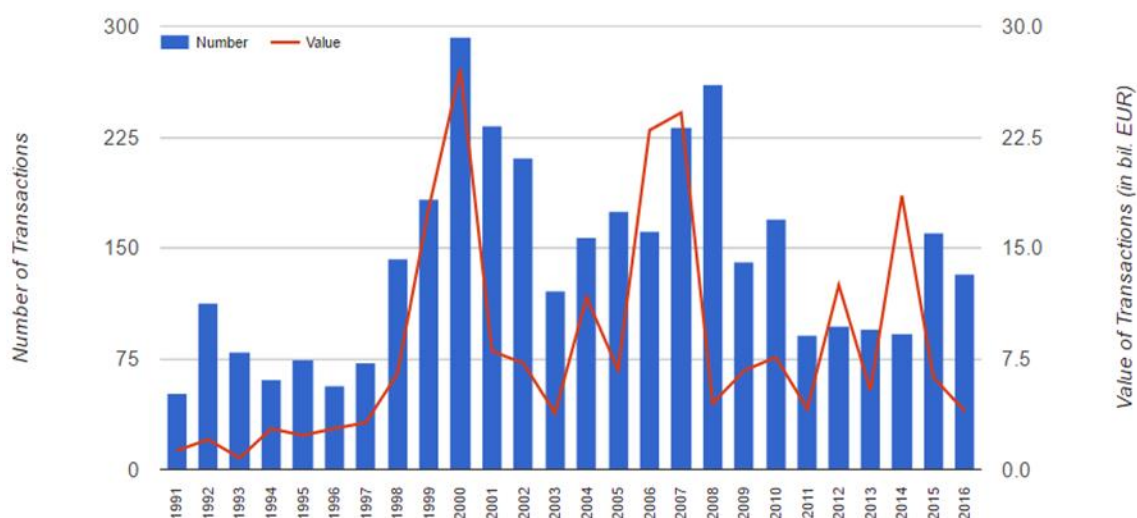


Figura 1 – Número de fusões e aquisições e respetivo valor em Portugal

Fonte: IMAA

Como se pode verificar, o fenómeno das F&A adquiriu um elevado nível de relevância, sobretudo a partir de 2000, ano em que as empresas registaram o maior número de operações. Estes negócios podem ocorrer entre empresas que atuam, ou não, no mesmo mercado geográfico e no mesmo mercado do produto. Desta forma, as operações podem assumir diversos tipos, como são apresentados no tópico seguinte.

1.2 Tipos de fusões e aquisições

Na literatura é usual distinguir vários tipos de F&A. Esta distinção é importante, tanto na ótica de estratégia, como na perspetiva das motivações das F&A, como será abordado mais à frente (Valente, 2005).

De acordo com Matos e Rodrigues (2000), as F&A horizontais dizem respeito a transações entre empresas que operam ou no mesmo mercado geográfico ou no mesmo mercado do produto. Aproximadamente 70% das F&A anunciadas entre 1996 e 2000 são deste tipo e foram justificadas por aumentos de dimensão e de massa crítica e por economias de escala. São operações que tiveram lugar em setores em fase de maturidade e entre empresas posicionadas em indústrias altamente competitivas, em particular, em

situações pós-desregulamentação. São exemplos as fusões PT/OI e Optimus/ZON no setor das telecomunicações e a fusão BNP/Paribas no setor bancário. São combinações que surgem com o objetivo de: a) melhorar a eficiência; b) aumentar o poder de mercado por expectativas de crescimento; e c) reconfiguração, racionalização e melhoria na utilização das competências fundamentais e dos recursos (Ferreira, 2002).

As chamadas F&A verticais, na perspetiva de Ferreira (2002), são combinações caracterizadas pelo facto de as empresas contratantes operarem na mesma indústria, apesar de estarem envolvidas em diferentes estádios de produção. São várias as razões que conduzem a este tipo de combinações, entre as quais: a) obtenção de economias de ordem tecnológica; b) eliminação ou redução de custos de pesquisa, publicidade, comunicação, coordenação da produção, de cobrança e outros custos de transação; c) melhoria no planeamento de inventários e de produção, devido a fluxos de informação mais eficientes no seio de uma só entidade; d) redução dos aspetos cíclicos ou sazonais e com a incerteza na procura; e) acesso assegurado aos mercados; f) redução do perigo de falhas no mercado com influência na empresa; g) atuação em estádios com maior valor acrescentado; e h) maior proximidade dos verdadeiros clientes. O autor destaca ainda que as F&A verticais puras correspondem a cerca de 10% do total, mas a percentagem de insucessos é superior a 75%.

As designadas por F&A de conglomerado correspondem a transações entre empresas que operam em mercados que não estão relacionados diretamente (Valente, 2005). Matos e Rodrigues (2000) defenderam que é possível classificar as F&A de conglomerado em: a) F&A de conglomerado puro, que correspondem a F&A entre empresas que operam em mercados absolutamente distintos; b) F&A classificadas como extensão de linha de produtos, que dizem respeito a F&A entre empresas em que os produtos, apesar de serem diferentes, estão relacionados no processo produtivo ou na comercialização; e c) F&A classificadas como extensão de mercado, que são F&A entre empresas que apesar de poderem operar no mesmo mercado do produto, atuam em mercados geográficos diferentes e não comunicáveis.

O Anexo 1 apresenta, em síntese, os diferentes tipos de F&A aqui analisados. Na literatura, a maioria dos investigadores defende que as F&A são processos que ocorrem por ciclos. Nesse sentido, e tendo em conta a existência de altos e baixos períodos de atividade, no tópico seguinte apresenta-se a história destas operações.

1.3 História das fusões e aquisições

Formas radicais de reestruturação, tais como as F&A, são bastante frequentes no universo das empresas. Apesar de o sucesso destes negócios não estar garantido, verifica-se um aumento do número de operações e dos montantes transacionados (Schuler & Jackson, 2002). De acordo com IMAA, a nível mundial foram anunciadas mais de 46 mil transações em 2015, com um valor total de 4,7 biliões de dólares. A Figura 2 apresenta o número de operações e o valor monetário transacionado a nível mundial, de 1985 a 2016.

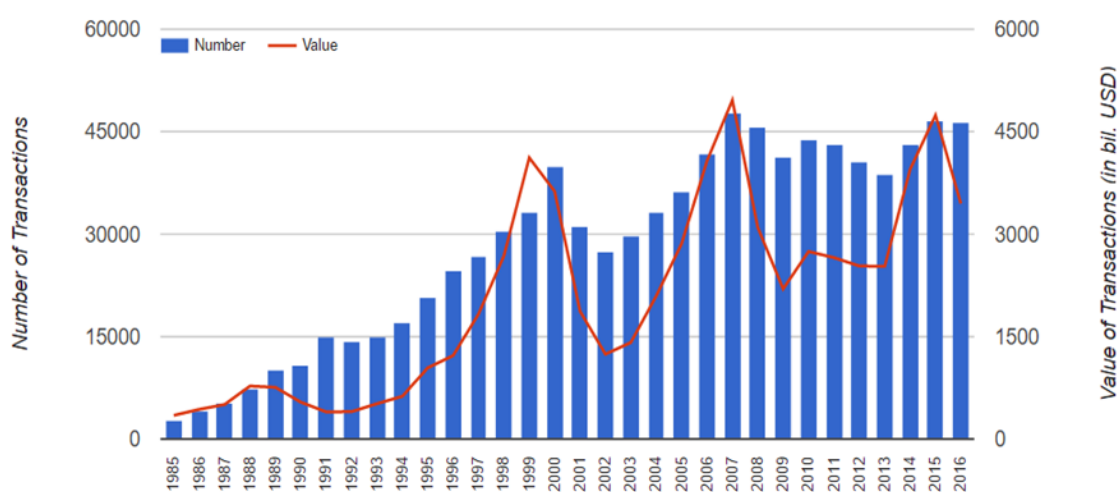


Figura 2 – Número de fusões e aquisições e respetivo valor a nível mundial

Fonte: IMAA

A maioria dos investigadores caracterizou as F&A como um fenómeno que ocorre por ondas e que teve lugar na história dos EUA desde a década de 1890 (Yaghoubi *et al.*, 2016). Na literatura, os autores identificaram 6 ondas de F&A que provocaram modificações significativas na estrutura das empresas americanas. As pequenas e médias empresas transformaram-se e apresentam, atualmente, grandes grupos económicos que incluem milhares de corporações multinacionais (Gaughan, 2007).

O início de cada onda de F&A coincidiu, geralmente, com a combinação de choques económicos, tecnológicos e regulatórios (Martynova & Renneboog, 2008). Na perspetiva de Gaughan (2007), os choques económicos surgiram com a expansão económica que motivou as empresas a expandirem os seus produtos, de maneira a responderem à crescente procura. Os choques regulatórios manifestaram-se com a

eliminação das barreiras que impediam a fusão entre empresas. Por fim, os choques tecnológicos acarretaram mudanças dramáticas para as empresas existentes, uma vez que para acompanhar esse avanço tecnológico as empresas tinham de recorrer aos processos de F&A. De acordo com Harford (2005) estes choques por si só não foram suficientes para provocar uma onda de F&A, defendendo que a liquidez de capital foi também uma condição essencial.

Gaughan (2007) indicou que a primeira onda surgiu após a Depressão de 1883 e alcançou o seu pico entre 1898 e 1902. Esta onda, para além de atingir as principais indústrias de mineração e fabricação, atingiu também: 1) os metais primários; 2) produtos alimentares; 3) produtos petrolíferos; 4) produtos químicos; 5) equipamentos de transporte; 6) fábricas de produtos de metal; 7) máquinas não elétricas; e 8) mineração de carvão betuminoso. Estes setores foram os responsáveis por cerca de 68% das F&A que ocorreram neste período (Nelson, 1959). Foi uma onda caracterizada por F&A horizontais, o que originou um mercado mais concentrado (Gaughan, 2007). Stigler (1950) afirmou que desta onda resultaram estruturas de mercado monopolistas, uma vez que estas operações criaram empresas com grandes dimensões e, conseqüentemente, com capacidade para controlar o mercado onde atuavam. A primeira onda de F&A terminou em 1904 quando as fusões para monopólio foram proibidas com a entrada da legislação antimonopolista em vigor (Yaghoubi *et al.*, 2016).

Por consequência da Primeira Guerra Mundial e da legislação antimonopolista, as operações de F&A permaneceram num nível relativamente baixo até 1910. A segunda onda surgiu no final de 1910 e findou em 1929 (Martynova & Renneboog, 2008). Stigler (1950) caracterizou-a como sendo uma mudança de mercados monopolistas para mercados oligopolistas, uma vez que no final deste período os mercados eram dominados por duas ou mais empresas. A maioria das operações de F&A foram realizadas entre pequenas empresas, com o objetivo de construir economias de escala que lhes permitissem competir com as empresas monopolistas criadas durante a primeira onda. O *crash* da bolsa e a Grande Depressão que se seguiu, em 1929, iniciou o colapso da segunda onda (Martynova & Renneboog, 2008).

Durante vários anos, a recessão económica e a Segunda Guerra Mundial impediram o surgimento de uma nova onda. A terceira onda (1950-1973) apresentou um nível historicamente elevado de F&A, provocado pelo endurecimento do regime

anticoncorrencial, que ocorreu em 1950, e pelo crescimento económico que se verificou após a Segunda Guerra Mundial (Martynova & Renneboog, 2008). A principal característica desta onda foi a diversificação por parte das empresas que pretendiam beneficiar das oportunidades de crescimento nos novos mercados, uma vez que grande parte das operações realizadas foram as de conglomerado (Yaghoubi *et al.*, 2016). A construção destes conglomerados permitiu às empresas aumentar o valor, reduzir a volatilidade dos lucros e superar as imperfeições nos mercados de capitais externos. A terceira onda atingiu o pico em 1968 e entrou em colapso em 1973, quando a crise petrolífera impulsionou a economia mundial para uma forte recessão (Martynova & Renneboog, 2008).

A tendência para a queda das operações de F&A nos anos 1970 e 1980 inverteu-se rapidamente em 1981. Iniciou-se assim a quarta onda de F&A e, tal como ocorreu nas ondas anteriores, surgiu num ambiente de expansão económica (Gaughan, 2007). Na perspetiva de Martynova e Renneboog (2008), esta onda coincidiu com as alterações às leis anticoncorrenciais, a desregulação do setor financeiro, a criação de novos instrumentos financeiros e o progresso tecnológico. Na opinião de Shleifer e Vishny (1991), a principal razão para o aparecimento desta onda foi a ineficiência das estruturas de conglomerado, construídas na onda anterior, que fez com que as empresas fossem forçadas a reorganizar as suas atividades. De acordo com Gaughan (2007), a quarta onda de F&A destacou-se pelas transações *hostis* realizadas. A quarta onda declinou após o *crash* bolsista que se verificou em 1987 (Martynova & Renneboog, 2008).

De acordo com Martynova e Renneboog (2008), a quinta onda de F&A (1993-2000) iniciou-se com a crescente globalização, inovação tecnológica, desregulação e, sobretudo, com o *boom* económico e financeiro dos mercados. Os autores defenderam que uma das características mais relevantes desta onda foi a sua natureza internacional, uma vez que o mercado de F&A Europeu atingiu dimensões semelhantes às do mercado dos EUA e do mercado Asiático. Outra característica marcante desta onda foi o elevado número de transações transfronteiriças que se verificou, tendo as empresas nacionais recorrido a operações de F&A com empresas do exterior, com o objetivo de sobreviverem à intensa concorrência internacional criada pelos mercados globais. Como em todas as ondas, esta entrou em colapso com o *crash* da bolsa em 2000 e terminou definitivamente com o ataque do 11 de setembro nos EUA (Gaughan, 2007).

Em 2003 iniciou-se a sexta onda de F&A que se caracterizou, sobretudo, pela crescente atividade de F&A transfronteiriça. O aumento destas operações coincidiu com a expansão económica e financeira que se viveu após a recessão de 2000 (Martynova & Renneboog, 2008). Na literatura esta é uma onda ainda pouco desenvolvida, no entanto Yaghoubi *et al.* (2016) defenderam que esta vaga de operações terminou com o início da recessão económica de 2007.

Como se pode verificar, e de acordo com Martynova e Renneboog (2008), todas as ondas de F&A apresentaram padrões únicos e motivos próprios. Contudo, existem características que são comuns a todas elas. Em primeiro lugar, todas as ondas sucederam em épocas de recuperação económica. Em segundo, todas elas ocorreram em períodos de rápida expansão do crédito e do mercado de ações. É de salientar que as 6 ondas terminaram com um colapso no mercado bolsista. Em terceiro, as ondas de F&A foram influenciadas por choques industriais e tecnológicos, em forma de inovações tecnológicas e financeiras, por choques do lado da oferta e desregulação. Por último, as F&A ocorreram em períodos em que se registaram alterações às leis da concorrência. O Anexo 2 patenteia, em síntese, as principais características das 6 ondas de F&A. Sendo estas operações que exibem um elevado grau de importância, na secção seguinte são analisados os motivos inerentes a esses processos.

1.4 Motivações para as fusões e aquisições

Na literatura são vários os estudos que procuram explicar os motivos que estão na base das decisões das F&A. Seth *et al.* (2002) defenderam que a compreensão desses motivos é fundamental para perceber o sucesso ou o fracasso dessas operações.

Ikeda e Doi (1983) argumentaram que entre os motivos mais comuns encontram-se: 1) o aumento da quota ou poder de mercado; 2) o aumento da eficiência; 3) o crescimento firme; e 4) o aumento da investigação e desenvolvimento. Em primeiro lugar, o aumento da quota de mercado ou o poder de mercado das empresas com F&A pode conduzir a uma rentabilidade superior, através da prática de preços mais elevados. De seguida, o aumento da eficiência reflete-se em diferentes níveis, como na inovação e nas economias de escala da produção e da distribuição, o que conduz a uma rentabilidade superior. Em terceiro lugar, as empresas podem ambicionar o crescimento externo porque

aumentam a utilidade do pessoal da gestão e é, também, uma alternativa ao investimento de expansão. Este crescimento é refletido, entre outros, na taxa de crescimento das vendas, dos ativos e dos empregados. Por último, o aumento da investigação e o desenvolvimento são, frequentemente, uns dos principais motivos das F&A por se considerar que a dimensão das empresas (poder de mercado) é um fator favorável ao progresso tecnológico.

Valente (2005) agrupou as teorias que explicam os motivos das F&A, tal como se verifica nas subsecções seguintes.

1.4.1 Teorias tendo por base as diferenças de eficiência

Na perspetiva de Valente (2005) é possível reunir um conjunto de teorias que visão explicar as atividades de F&A, tendo em conta as diferenças de eficiência. O autor acrescentou que, entre todas as teorias, as que têm por base as diferenças de eficiência são as mais otimistas, no que diz respeito ao benefício social que resulta destas operações. Elas envolvem, também, a hipótese de obtenção de um determinado tipo de sinergia. Quando se verifica, o valor da empresa que resulta da fusão excede o valor das empresas antes da fusão.

A Teoria da Eficiência Diferencial é a teoria mais geral e defende que as empresas consideradas de mais eficientes adquirem as menos eficientes e, ao avultar a eficiência destas últimas, surge um ganho social líquido. Como na maior parte das vezes é difícil avaliar previamente esse diferencial, é provável que este tipo de operações ocorra em indústrias que estejam relacionadas (Valente, 2005).

A Teoria da Eficiência Operativa (ou Teoria da Sinergia Operativa) defende que as atividades de F&A permitem às empresas atingir as economias de escala ou de gama de um modo mais fácil (Valente, 2005). De acordo com Matos e Rodrigues (2000), verificam-se economias de escala quando o aumento do processo produtivo da empresa permite diminuir o respetivo custo de produção. As economias de gama existem quando a produção conjunta de diversos produtos permite diminuir os custos de produção.

A Teoria da Ineficiência da Gestão revela que a inaptidão para gerir corretamente uma empresa, provavelmente a partir do momento em que alcança certas dimensões e complexidades, é um das hipóteses mais avançadas para a venda de pequenas empresas

(Matos & Rodrigues, 2000). Se qualquer equipa alternativa consegue fazer uma melhor gestão, há uma maior probabilidade das F&A ocorrerem em indústrias não relacionadas (Valente, 2005).

Por último, Valente (2005) integrou neste conjunto a Teoria da Sinergia Financeira, que lança a possibilidade de existir complementaridades ao nível da função financeira, através das atividades de F&A. Por um lado, as empresas inseridas nas indústrias em declínio podem originar *cash flow* em excesso, uma vez que não existem oportunidades de investimento atrativas. Por outro lado, as empresas que estão inseridas nos setores em crescimento podem não ter meios financeiros para prosseguir com os projetos de investimento. As operações de F&A são uma mais-valia para estas empresas, uma vez que da sua combinação resulta um menor custo do capital e uma melhor afetação dos recursos financeiros.

1.4.2 Teorias baseadas no poder de mercado

Um segundo grupo de explicações tem por base o poder de mercado (Valente, 2005). As operações de F&A podem criar e reforçar o poder de mercado de uma empresa, ao torná-lo mais concentrado. As empresas com uma estrutura de mercado mais concentrado, envolve uma prática de preços mais elevada, comparativamente com o que acontecia antes das F&A. Para além disso, as F&A reduzem o número de concorrentes no mercado, tornando maior a viabilidade das práticas de conluio (Matos & Rodrigues, 2000).

Independentemente da origem do poder de mercado que foi criado ou reforçado pelas F&A, ele dá origem a um afastamento entre o preço praticado no mercado e o custo marginal. Nessa perspetiva, a dimensão do poder de mercado depende da estrutura de mercado resultante das F&A e do comportamento que as empresas adotam nessa situação (Matos & Rodrigues, 2000). De acordo com Valente (2005), numa situação em que existem barreiras à entrada, as operações de F&A podem ser a maneira mais eficaz de entrada no mercado.

1.4.3 Explicações que têm por base a hipótese da informação ou sinalização

A hipótese da informação ou sinalização é uma teoria que tem por base fatores de índole financeira. Postula que ao longo das negociações dos processos de F&A ocorre um reajustamento do preço das ações das empresas envolvidas, uma vez que a nova informação é providenciada ao mercado (Valente, 2005). Bradley *et al.* (1983) defenderam que existem duas versões alternativas a esta explicação. A primeira versão *kick-in-the-pants* defende que a oferta pública da aquisição faculta nova informação aos gestores da empresa alvo, o que os induz a adotar uma estratégia operacional com maior valor. A segunda versão *sitting-on-a-gold-mine* defende que a divulgação das novas informações, que resultam do processo de negociação, solicitam uma reavaliação das ações anteriormente subavaliadas. Valente (2005) defendeu que, nestas circunstâncias, as operações de F&A podem ser vantajosas para as empresas que pretendam aumentar a sua capacidade produtiva numa determinada linha de negócio.

1.4.4 Teorias baseadas nos problemas de delegação

Um outro grupo são as teorias que visam explicar as F&A tendo por base problemas de delegação de autoridade ou relações agente-principal. Os problemas de delegação de autoridade podem surgir quando os gestores e os acionistas, ou os acionistas e os titulares de dívida da empresa, têm interesses conflitantes. Em circunstâncias em que, por exemplo, os acionistas não possuem incentivos nem meios para supervisionar as atitudes dos gestores, a ameaça de *takeover* pode ser uma maneira de identificar, corretamente, os gestores que têm os interesses dos acionistas. No entanto, várias conjecturas chegadas à gestão defendem que, pelo contrário, as atividades de F&A são o resultado e não a solução dos problemas de delegação de autoridade. As operações de F&A surgem para aumentar a dimensão da empresa, uma vez que esse aumento diz respeito a um objetivo dos gestores (Valente, 2005). Roll (1986) defendeu que outra demonstração dos problemas de delegação de autoridade pode ser o excesso de otimismo dos gestores, que os leva a tomarem decisões inconscientemente, a cometerem erros de avaliação e a pagarem um montante excessivo pelas ações da empresa.

Neste contexto insere-se também a teoria do *Free Cash Flow*, que defende que os processos de F&A resultam de discórdias entre os gestores e os acionistas relativas à distribuição do *cash flow* em excesso (Jensen, 1986 e Valente, 2005). Jensen (1988) defendeu que o *cash flow* em excesso deve ser distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos. No entanto, este movimento diminui os recursos que são controlados pelos gestores, diminui o poder dos mesmos e submete-os frequentemente a uma investigação por parte do mercado de capitais.

Mais recentemente, Gaughan (2007) defendeu que entre os motivos de F&A mais comuns, encontra-se a expansão. Uma empresa que pretenda entrar para uma determinada linha de negócio ou área geográfica, a via de expansão mais rápida é através dos processos de F&A e não através da expansão interna. Deste modo, as F&A podem pertencer a um programa que permite às empresas atuarem noutras linhas de negócios. Na busca da expansão, as empresas envolvidas citam os potenciais ganhos sinérgicos como uma das razões para a operação. A sinergia ocorre quando a soma das partes é mais produtiva e valiosa do que as componentes individuais. Goold e Campbell (1998) identificaram seis formas de sinergias: 1) a partilha de conhecimentos e competências beneficia frequentemente as empresas; 2) a partilha de recursos tangíveis gera uma maior poupança; 3) maior poder de negociação, pelo facto das diferentes empresas ganharem maior alavancagem sobre os fornecedores ao reduzir o custo ou a melhorar a qualidade dos bens que compram; 4) as estratégias coordenadas, uma vez que a coordenação de respostas a concorrentes partilhados pode ser uma maneira poderosa e eficaz de combater ameaças competitivas; 5) a integração vertical, na medida em que a coordenação do fluxo de produtos ou serviços, de uma empresa para outra, pode reduzir o custo do inventário, acelerar o desenvolvimento do produto, aumentar a utilização da capacidade e melhorar o acesso ao mercado; e 6) a criação de novos negócios pode ser facilitada com a combinação de diferentes empresas, extraindo atividade discretas de várias empresas e combinando-as numa nova.

Conforme apresentado, são vários os motivos que levam as empresas a realizarem os acordos de F&A. Tendo em conta, principalmente, a motivação que as empresas têm na obtenção de sinergias, assim que essa possibilidade for prevista, espera-se que as empresas recorram aos processos de F&A. Neste sentido, e com o objetivo de analisar a

performance das empresas após os acordos de aquisição, no Capítulo seguinte realiza-se uma análise aos resultados dos estudos que contribuem para o desenvolvimento desta temática.

CAPÍTULO 2. PERFORMANCE OPERACIONAL

Neste Capítulo apresenta-se a literatura mais importante sobre o impacto das F&A na *performance* das empresas, em termos operacionais. Posteriormente, são formuladas as hipóteses de investigação e apresentadas algumas características que podem afetar o desempenho das empresas em processos de aquisição.

2.1 Revisão de literatura dos resultados empíricos

A *performance* operacional é uma medida utilizada para avaliar o desempenho antes e depois das operações de F&A, recorrendo à evolução dos rácios contabilísticos das empresas (Healy *et al.*, 1992). De acordo com Kumar e Bansal (2008) é possível dividir os estudos que abordaram o mercado das F&A, como se verifica nas subsecções seguintes.

2.1.1 Impacto positivo das fusões e aquisições na *performance* das empresas

São vários os estudos que defendem que existe uma melhoria significativa na *performance* das empresas após as F&A, tal como se verifica no estudo de Healy *et al.* (1992). Os autores analisaram, entre 1979 e 1984, o desempenho das 50 maiores empresas industriais dos EUA após as atividades de fusão. Utilizaram como medida de *performance* o retorno do *cash flow* operacional e realizaram um ajustamento para a tendência da indústria. Concretamente, Healy *et al.* (1992) calcularam as medidas de *performance* subtraindo a cada valor da empresa a mediana da indústria desse ano. Analisaram a evolução da *performance* das empresas 5 anos antes e 5 anos após as aquisições. Os resultados permitiram concluir que estas empresas apresentavam melhorias significativas nos retornos do *cash flow* operacional, resultantes de uma maior produtividade dos ativos. Verificaram ainda que as fusões realizadas entre empresas da mesma indústria estavam associadas a uma *performance* positiva pós-aquisição.

Gugler *et al.* (2003) analisaram a evolução da *performance* de 44600 empresas, com operações de fusões realizadas entre 1981 e 1998, em diversos países. Como indicadores de *performance* utilizaram a rentabilidade e as vendas das empresas. Para o

período em análise, os resultados mostraram que, em média, as fusões resultavam em aumentos significativos dos lucros, no entanto reduziam as vendas das empresas fusionadas. As empresas com fusões de conglomerado diminuía mais as vendas do que as empresas com fusões horizontais. Verificaram também que, por um lado, fusões entre grandes empresas diminuía os lucros e a eficiência. Por outro lado, fusões entre pequenas empresas aumentavam o poder de mercado, a eficiência e os lucros.

Rahman e Limmack (2004) testaram a evidência de melhorias no desempenho operacional das empresas em processos de aquisição, entre 1988 e 1992. Selecionaram uma amostra de 113 empresas e utilizaram como indicadores de *performance* o retorno dos ativos e o retorno das vendas. De modo a analisar o desempenho das empresas nos 4 anos anteriores e nos 5 anos posteriores às aquisições, os autores recorreram a um modelo de regressão linear. Os resultados permitiram-lhes concluir que as aquisições na Malásia, para o referido período, tiveram um impacto positivo no desempenho operacional. Esta melhoria resultou do aumento da produtividade dos ativos e do aumento do retorno das vendas, que proporcionou um potencial de benefícios para os acionistas e para a economia como um todo.

Powell e Stark (2005) estudaram as aquisições de 191 empresas do Reino Unido, realizadas entre 1985 e 1993. Os autores utilizaram como indicadores de *performance* o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA⁴) e o EBITDA ajustado pelo ativo corrente. Seguiram a metodologia apresentada por Healy *et al.* (1992) e os resultados permitiram concluir que as empresas apresentavam uma *performance* positiva no período pós-aquisição.

2.1.2 Impacto negativo das fusões e aquisições na *performance* das empresas

São diversos os estudos que apresentam resultados opostos aos da secção anterior ao defenderem que existe uma *performance* negativa das empresas após os processos de F&A. Martynova *et al.* (2006) estudaram 155 atividades de F&A intraeuropeias, entre os anos de 1997 e 2001. Os autores empregaram 2 medidas de *cash flow*: (1) o EBITDA e (2) o EBITDA ajustado pelo ativo corrente. Por forma a ajustar as diferenças de tamanho

⁴ O EBITDA, que significa "Resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortização", é um indicador financeiro e de *performance* que indica quanto é que uma empresa gera de *cash flow* tendo em conta, exclusivamente, as atividades operacionais da empresa (Ross *et al.*, 1999).

entre as empresas, Martynova *et al.* (2006) dividiram as medidas de *performance* pelo total dos ativos e pelo total das vendas. Utilizaram a metodologia de Healy *et al.* (1992) para isolar o efeito da indústria e, alternativamente, compararam a amostra por setor, tamanho dos ativos e por medida de desempenho. Analisaram a evolução da *performance* das empresas 3 anos antes e 3 anos após as F&A e verificaram que não existiam alterações significativas na *performance* das empresas. Constataram que tanto as empresas adquirentes como as empresas alvo apresentavam uma melhor *performance* antes das atividades de F&A e a rentabilidade das empresas combinadas diminuiu significativamente após estas operações. Verificaram ainda que as F&A que envolviam empresas alvo relativamente grandes tiveram um impacto negativo na *performance* das empresas.

Pazarskis *et al.* (2006) examinaram empiricamente o impacto das F&A na *performance* operacional de 50 empresas gregas, com operações ocorridas entre 1998 e 2002. Recorreram a rácios de rentabilidade para medir o sucesso operacional das empresas, a rácios de liquidez para avaliar a capacidade de, no curto prazo, as empresas pagarem as suas dívidas e atenderem às necessidades inesperadas e, por último, a rácios de solvabilidade para medir a capacidade das empresas em cumprir com os compromissos de longo prazo. Analisaram a evolução do desempenho e os resultados indicavam que a *performance* operacional das empresas diminuiu no período pós-aquisição.

Mantravadi e Reddy (2008) analisaram 118 operações de fusões ocorridas entre empresas Indianas, de 1991 a 2003. O objetivo deste estudo era avaliar a *performance* operacional das empresas antes e depois das atividades de fusão. Com recurso a 6 índices financeiros e operacionais: 1) margem de lucro operacional; 2) margem de lucro bruto; 3) margem de lucro líquido; 4) retorno sobre o património líquido; 5) retorno do capital empregado; e 6) rácio dívida-capital, analisaram a evolução da *performance* das empresas. Os resultados obtidos sugeriam uma deterioração da *performance* após os processos fusões.

Grigorieva e Petrunina (2015) analisaram 80 processos de F&A ocorridos em mercados de capitais emergentes, entre 2003 e 2009. Os autores tinham como objetivo verificar se a *performance* das empresas melhorava no período pós-F&A. Para tal, utilizaram como indicador de *performance* o retorno do ativo, retorno das vendas e o retorno do ativo e o retorno das vendas ajustado pelo ativo corrente. Como *benchmark*,

calcularam o desempenho mediano da indústria. Pela análise à evolução da *performance* operacional durante 2 anos, verificaram uma deterioração no período pós-F&A. Contudo, as operações realizadas em períodos de crise apresentavam um impacto positivo na *performance* das empresas.

Rao-Nicholson *et al.* (2016) estudaram 57 processos de F&A nos países da Associação de Nações do Sudeste Asiático, no período de 2001 a 2012. O objetivo da investigação era perceber qual o desempenho destas empresas após as operações de F&A. Para tal, empregaram uma medida de *cash flow*, o EBITDA, e deflacionaram-na pelo total do ativo e pelas vendas das empresas. A fim de isolar o impacto das F&A na *performance*, Rao-Nicholson *et al.* (2016) utilizaram 2 *benchmarks*, um com base na indústria (sugerido por Healy *et al.*, 1992) e o outro com base na indústria, no tamanho e no desempenho pré-F&A das empresas. Começaram por analisar a evolução da *performance* operacional, 3 anos antes e 3 anos após a aquisição, e verificaram uma deterioração da *performance* no período pós-aquisição. Posteriormente, recorreram a um modelo de regressão linear e concluíram que as operações realizadas durante as crises estavam associadas a uma melhor *performance*.

2.1.3 Impacto insignificante das fusões e aquisições na *performance* das empresas

Existem investigações que são abrangentes no que diz respeito ao estudo da *performance* das empresas, como é o caso dos resultados apresentados por Ghosh (2001). O autor analisou 315 operações de F&A de empresas norte-americanas, entre 1981 e 1995. Recorreu à metodologia de Healy *et al.* (1992) e não encontrou evidências de que a *performance* das empresas tivesse melhorado no período pós-F&A.

Sharma e Ho (2002) investigaram as aquisições de 36 empresas australianas, nos anos de 1986 a 1991. O estudo consistiu em perceber se o desempenho operacional no período pós-aquisição era superior ao desempenho operacional no período pré-aquisição. Utilizaram como indicador de *performance* o valor do *cash flow* operacional. Analisaram a evolução da *performance* das empresas durante 3 anos e concluíram que não existiu uma melhoria significativa da *performance* no período pós-aquisição.

Pervan *et al.* (2015) analisaram 116 empresas da Croácia que estiveram envolvidas em atividades de F&A, no período de 2008 a 2011. Recolheram dados

relativos ao retorno sobre o ativo, ao retorno sobre o património líquido e à margem de lucro. A análise efetuada à evolução da *performance* das empresas indicou que não existiam diferenças significativas na *performance* das empresas antes e depois das operações de F&A.

Conforme evidenciado anteriormente, na literatura não existe um consenso relativamente aos indicadores de *performance* e ao procedimento de *benchmark* mais adequado, o que pode influenciar os resultados obtidos nos estudos empíricos. No Anexo 3 apresenta-se uma tabela com uma síntese destes estudos. De acordo com esta análise, na secção seguinte definem-se as hipóteses de investigação e, dado que as circunstâncias em que as aquisições ocorrem podem influenciar a *performance* das empresas, são apresentados alguns fatores determinantes do desempenho.

2.2 Definição das hipóteses de investigação

Os objetivos do estudo consistem em avaliar o impacto que as aquisições têm na *performance* operacional das empresas e investigar se as características dos acordos preveem o desempenho pós-aquisição. Mediante os objetivos propostos e a análise efetuada anteriormente, surge a necessidade de estabelecer diversas hipóteses de investigação para testar as associações entre as variáveis.

2.2.1 Hipótese principal

Atualmente, os resultados acerca do impacto das aquisições na *performance* das empresas são ainda controversos. Na literatura existem argumentos que sugerem, por um lado, que as empresas que apresentam um desempenho positivo nos anos anteriores à aquisição têm mais facilidade em manter esse desempenho (Powell e Stark, 2005; Grigorieva e Petrunina, 2015 e Rao-Nicholson *et al.*, 2016). Por outro lado, estudos como o de Martynova *et al.* (2006) apresentam resultados contraditórios que levam a concluir que um bom desempenho no período pré-aquisição está associado a um desempenho mais fraco no período pós-aquisição.

Numa outra perspetiva, Grigorieva e Petrunina (2015) defendem que a possibilidade de obtenção de um impacto positivo na *performance* das empresas, no período pós-aquisição, é superior nos mercados desenvolvidos. Os autores sugerem que o ambiente institucional imperfeito dos mercados emergentes promove: a) o aumento dos riscos operacionais e de investimento; b) a incerteza; c) os custos de transação; d) a assimetria das informações; e) a intervenção do governo; e f) os mecanismos de mercado menos eficientes, o que dificulta a obtenção de sinergias num processo de F&A.

De acordo com a análise apresentada, definiu-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 1: Os processos de aquisição têm um impacto positivo na *performance* operacional das empresas portuguesas.

2.2.2 Hipóteses secundárias: determinantes da *performance* operacional pós-aquisição

A literatura existente sugere que as características dos negócios como a dimensão da empresa alvo (Healy *et al.*, 1992; Sharma e Ho, 2002; Powell e Stark, 2005 e Martynova *et al.*, 2006), a relação com a indústria (Healy *et al.*, 1992; Powell e Stark, 2005 e Martynova *et al.*, 2006) e a crise económica e financeira de 2007 e 2008 (Grigorieva e Petrunina, 2015; Tripathi e Lamba, 2015 e Rao-Nicholson *et al.*, 2016) têm impacto na *performance* das empresas envolvidas em processos de aquisição. Assim, são formuladas várias hipóteses testáveis que analisam a influência desses fatores no desempenho operacional pós-aquisição.

1. Dimensão das empresas alvo

Na opinião de Healy *et al.* (1992), as características da transação, como os acordos com empresas alvo relativamente grandes, podem ser importantes para o desempenho final das F&A. Martynova *et al.* (2006) acrescentaram que os processos de aquisição que envolvam empresas alvo grandes tendem a obter sinergias e economias de escala superiores. No entanto, os processos de F&A que envolvem essas empresas podem

enfrentar dificuldades na sua integração, o que pode originar uma deterioração da *performance*. Os resultados apresentados por Martynova *et al.* (2006) fornecem evidências de que os problemas com a gestão de uma grande empresa superam as sinergias e as economias de escala e resultam numa deterioração da *performance*. Contudo, existem estudos que não encontram uma relação significativa entre a dimensão da empresa alvo e a *performance* operacional (Healy *et al.*, 1992, Sharma e Ho, 2002 e Powell e Stark, 2005). Assim, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: Os processos de aquisição que envolvem empresas alvo relativamente grandes apresentam melhores resultados.

2. Relacionamento da indústria

Rao-Nicholson *et al.* (2016) defenderam que os acordos de F&A entre empresas da mesma indústria podem dever-se à necessidade das empresas absorverem recursos essenciais, por forma a tornarem-se mais competitivas e obterem uma maior rentabilidade. Healy *et al.* (1992) verificaram no seu estudo que as F&A entre empresas que operam na mesma indústria estão associadas a um desempenho positivo pós-aquisição. No entanto, na literatura existem evidências empíricas contraditórias, como é o caso dos resultados apresentados por Martynova *et al.* (2006) e por Powell e Stark (2005), que defendem que não existem diferenças significativas entre o desempenho das aquisições que ocorrem entre empresas da mesma indústria e o desempenho apresentado pelas aquisições que ocorrem entre empresas de indústrias diferentes. Assim, estes estudos não documentam qualquer relação significativa entre a estratégia de aquisição (indústria relacionada ou não relacionada) e o desempenho pós-aquisição das empresas (Martynova *et al.*, 2006). Pela análise efetuada, definiu-se a seguinte hipótese de investigação:

Hipótese 3: As aquisições realizadas entre empresas da mesma indústria apresentam melhor *performance* do que as aquisições realizadas entre empresas que operam em indústrias diferentes.

3. Crise económica e financeira de 2007 e 2008

Grigorieva e Petrunina (2015) defenderam que os acordos pós-crise funcionam melhor do que os acordos anteriores à crise. Entre os vários fundamentos que suportam esta hipótese, os autores referem que, por um lado, após as crises as empresas adquirentes costumam ter menos capital para financiar as atividades de F&A, o que significa que cada oportunidade de negócio enfrenta um maior controlo e, conseqüentemente, as decisões são mais ponderadas. Por outro lado, durante as crises os preços caem consideravelmente, o que torna possível a compra de empresas a preços mais baixos. Na literatura não existe um consenso acerca do impacto que as crises têm nos acordos de F&A. Na opinião de Rao-Nicholson *et al.* (2016), os acordos de aquisição realizados durante as crises estão associados a uma melhor *performance*. Já Tripathi e Lamba (2015) concluíram com o seu estudo que as empresas que realizaram os negócios durante as crises apresentavam uma queda da rentabilidade, da liquidez e do volume de negócios. Os autores referem ainda que em períodos de crise houve uma diminuição do nível de confiança dos consumidores, o que afetou as vendas e, conseqüentemente, a *performance* das empresas. De acordo com a análise apresentada, será testada a seguinte hipótese:

Hipótese 4: As aquisições realizadas em períodos de crise estão associadas a um melhor desempenho.

CAPÍTULO 3. DADOS E METODOLOGIA

Neste Capítulo descrevem-se os procedimentos para a elaboração da base de dados final. Tendo por base a fundamentação teórica apresentada anteriormente, define-se e caracteriza-se descritivamente a amostra, expõem-se as medidas de *performance* operacional e o método para a definição do *benchmark*.

3.1 Definição da amostra

Os objetivos do estudo consistem em analisar, em termos empíricos, os efeitos das aquisições na *performance* operacional das empresas portuguesas e investigar alguns dos fatores que podem influenciar esse desempenho. Para tal, recorreu-se a um estudo quantitativo, baseado em dados secundários.

A recolha dos dados iniciou-se com o acesso à *Zephyr*, da qual se extraiu informação das empresas alvo com aquisições concluídas entre 2007 e 2016. Desta seleção resultou uma amostra inicial de 886 operações. O período de amostragem centrou-se nas operações mais recentes, de forma a assegurar a existência dos dados antes e depois das aquisições terem ocorrido.

Com o objetivo de realizar um estudo cuidado e rigoroso foram eliminadas várias operações. Eliminaram-se as aquisições que envolviam Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) das empresas alvo, por forma a evitar resultados contestáveis e as operações que integravam uma percentagem inicial de aquisição inferior a 50%. Estas operações foram excluídas de modo a garantir que as empresas adquirentes possuíam um controlo efetivo sobre as empresas adquiridas.

A *Zephyr* embora permita identificar as aquisições ocorridas entre 2007 e 2016, contém apenas informação do nome das empresas envolvidas e nem sempre disponibiliza o Número de Identificação de Pessoa Coletiva (NIPC) das empresas. Além disso, a informação disponível nesta base de dados não permite avaliar a *performance* operacional das empresas.

Assim, e de modo a completar a informação recolhida, recorreu-se à base de dados *Sabi*. Esta base de dados, para além de disponibilizar o nome da empresa contém também informação relativa ao NIPC de cada empresa. Excluíram-se da amostra as empresas que

foram adquiridas mais do que uma vez, porque o espaço temporal não permite avaliar, com clareza, os efeitos provocados pela primeira operação. Teve-se também em consideração as empresas que estiveram envolvidas em várias operações em que apenas aumentavam a percentagem de aquisição. Neste caso, manteve-se a transação cuja aquisição garantia o maior controlo efetivo da empresa alvo. As empresas alvo que deixaram de estar ativas durante o período em análise foram também excluídas da amostra.

A conjugação das bases de dados *Zephyr* e *Sabi* permitiu-nos identificar 378 empresas portuguesas que tinham sido alvo de operações de aquisição concluídas entre 2007 e 2016. As bases de dados mencionadas contêm informações bastante relevantes acerca das aquisições ocorridas em Portugal, no entanto, a informação contabilística que existia para estas empresas e para os anos em análise era muito escassa. Neste sentido, solicitou-se uma autorização ao Banco de Portugal para aceder aos dados da CB que tem por origem os dados reportados no âmbito da IES⁵.

O acesso aos dados da CB foi efetuado nas instalações do Laboratório de Microdados do Banco de Portugal (BPlim). Durante o tratamento dos dados da CB do Banco de Portugal teve-se em consideração outros fatores na seleção da amostra. Foram excluídas as operações que envolviam empresas financeiras, uma vez que a CB contém informação contabilística de empresas não-financeiras. Foram também eliminadas 3 operações por falta de informação para o ano da aquisição. Posteriormente, como o período em observação está limitado pela existência de informação contabilística das empresas, eliminaram-se as operações ocorridas entre 2015 e 2016. O Quadro 1 apresenta, em síntese, as restrições impostas à amostra inicial e o respetivo impacto.

⁵ A IES surgiu em 2006 e consiste num formulário, entregue por via eletrónica, que contém declarações de natureza contabilística, fiscal e estatística. Antes de 2006, as empresas eram obrigadas a prestar a mesma informação, através de formatos e meios diferentes, ao Ministério da Justiça, ao Ministério das Finanças, ao Instituto Nacional de Estatística e ao Banco de Portugal. Com a criação da IES, toda a informação que as empresas têm de prestar relativamente às suas contas anuais passou a ser transmitida num único momento e perante uma única entidade (IES, 2007).

Quadro 1 – Fatores em consideração na seleção da amostra

Amostra inicial – <i>Zephyr</i>	886
Restrições:	
Empresas <i>target</i> SGPS	95
Percentagem inicial de aquisição inferior a 50%	1
Amostra – <i>Sabi</i>	790
Empresas <i>target</i> não ativas	273
NIPC não identificados	107
Empresas <i>target</i> adquiridas mais do que uma vez	24
Empresas envolvidas em várias operações em que apenas aumentavam a percentagem de aquisição	8
Amostra – CB	378
Empresas financeiras	12
Empresas com falta de informação para o ano da aquisição	3
Processos de aquisição ocorridos em 2015 e 2016	100
Amostra final	263

Fonte: Elaboração própria.

Assim, e de acordo com o Quadro 1, a amostra final deste estudo abrange 263 empresas alvo não-financeiras, com processos de aquisição ocorridos entre 2007 e 2014. Tendo em conta a informação contida no Anexo 3, verifica-se que a amostra final tem uma dimensão comparável às amostras utilizadas em estudos de referência. No tópico seguinte caracteriza-se a amostra em estudo, comparando-a com a análise efetuada ao universo das empresas não-financeiras obtida a partir da CB.

3.2 Caracterização da amostra

A amostra final deste estudo que integra as aquisições ocorridas em Portugal, entre 2007 e 2014, compreende 263 empresas alvo. Aproximadamente 22% destas transações sucederam em 2007, ano com a maior percentagem de operações realizadas e corresponde ao ano em que se regista o menor número de empresas não-financeiras em Portugal (12.10%). Os processos de aquisição apresentaram uma tendência decrescente

até 2009, tendo, nesse ano, atingido o mínimo de operações ocorridas, com uma percentagem de 6.46%. O Quadro 2 apresenta a distribuição das aquisições por ano da amostra em estudo e, de forma a comparar a amostra recolhida com o universo das empresas não-financeiras portuguesas, apresenta-se uma análise desse universo, que engloba, em média, 370 296 empresas.

Quadro 2 – Percentagem de aquisições por ano e a percentagem de empresas não-financeiras existentes durante o período em análise.

Ano	Amostra em análise (%)	Universo das empresas não-financeiras (%)
2007	21.67	12.10
2008	19.39	12.43
2009	6.46	12.42
2010	10.27	12.43
2011	12.93	12.70
2012	11.79	12.65
2013	7.98	12.71
2014	9.51	12.55
Total	100.00	100.00

Fonte: Elaboração própria.

De forma a identificar os distritos onde ocorreu o maior e o menor número de aquisições, analisou-se a amostra pelo distrito da empresa alvo e comparou-se com os distritos das empresas não-financeiras. Tendo em conta a informação contida no Quadro 3, o maior número de aquisições sucedeu-se no distrito de Lisboa e é também neste distrito que assenta o maior número de empresas não-financeiras. Porto é o distrito que contém o segundo maior número de operações realizadas e o segundo distrito com mais empresas não-financeiras.

Quadro 3 – Percentagem de aquisições e o universo das empresas não-financeiras por distrito

Distrito da empresa	Amostra em análise (%)	Universo das empresas não-financeiras (%)
Aveiro	7.22	6.35
Beja	N.D.	1.06
Braga	2.66	7.47
Bragança	N.D.	0.91
Castelo Branco	1.52	1.44
Coimbra	1.90	3.48
Évora	1.52	1.41
Faro	2.28	4.92
Guarda	N.D.	1.11
Leiria	4.56	5.15
Lisboa	38.02	28.39
Portalegre	N.D.	0.83
Porto	19.01	17.50
Santarém	2.28	3.88
Setúbal	7.60	6.13
Viana do Castelo	N.D.	1.79
Vila Real	N.D.	1.32
Viseu	3.80	2.69
Angra do Heroísmo	N.D.	0.31
Horta	N.D.	0.17
Ponta Delgada	3.04	0.70
Funchal	1.90	2.99
N.D.	0	0.01
Total	97.31	100.00

Nota: N.D. Não definido.

Fonte: Elaboração própria.

Pela análise ao Quadro 3 verifica-se que as empresas estão mais concentradas nos grandes distritos e são nestes que, naturalmente, ocorre o maior número de aquisições. Contudo, em termos relativos, Ponta Delgada é o distrito com mais representatividade na amostra.

De modo a perceber quais são os setores com mais atividades de aquisição distribuiu-se as empresas de acordo com a Classificação Portuguesa das Atividades Económicas – Revisão 3 (CAE-Rev.3⁶). No Quadro 4 está representada a distribuição das empresas da amostra pela Secção da CAE-Rev.3 e uma análise à Secção das empresas não-financeiras. Verifica-se que a Secção da CAE-Rev.3 com mais representatividade no universo das empresas não-financeiras é a Secção G - Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos. Contudo, no que diz respeito a aquisições, o maior número de operações abrange empresas da Secção C – Indústrias transformadoras.

⁶ A CAE-Rev.3 é uma publicação do Instituto Nacional de Estatística e tem como objetivo identificar e classificar todas as unidades estatísticas produtoras de bens e serviços, segundo a atividade económica. O sistema de codificação pode dividir-se em duas partes: uma alfabética com um nível (Secção) e outra numérica com quatro níveis (Divisão, Grupo, Classe e Subclasse) (Carvalho, 2007).

Quadro 4 – Distribuição das aquisições e o universo das empresas não-financeiras pela Secção da CAE-Rev.3

Secção da CAE-Rev.3	Amostra em análise (%)	Universo das empresas não-financeiras (%)
A	1.52	2.95
B	N.D.	0.25
C	25.10	10.93
D	2.66	0.20
E	1.14	0.26
F	3.42	12.60
G	14.07	27.03
H	6.46	5.23
I	1.90	8.91
J	12.17	2.27
L	1.90	6.90
M	11.79	9.46
N	6.46	3.31
P	N.D.	1.32
Q	7.98	4.86
R	2.66	1.24
S	N.D.	2.28
Total	99.24	100.00

Notas: **A** Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca; **B** Indústrias extrativas; **C** Indústrias transformadores; **D** Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio; **E** Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição; **F** Construção; **G** Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos; **H** Transportes e armazenagem; **I** Alojamento, restauração e similares; **J** Atividade de informação e de comunicação; **L** Atividades imobiliárias; **M** Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares; **N** Atividades administrativas e dos serviços de apoio; **P** Educação; **Q** Atividades de saúde humana e apoio social; **R** Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas; **S** Outras atividades de serviços; **N.D.** Não definido.

Fonte: Elaboração própria.

Numa análise detalhada a cada Secção da CAE-Rev.3 verifica-se que a Secção J – Atividade de informação e de comunicação é a Secção que, em termos relativos, mais se destaca na amostra.

Como mostra o Quadro 5, o universo das empresas não-financeiras é constituído maioritariamente por microempresas. A distribuição das empresas por tamanho contrasta com a das aquisições sendo estas, em geral, relativas a empresas de maior porte.

Quadro 5 – Percentagem de aquisições e o universo das empresas não-financeiras por dimensão setorial

Dimensão setorial	Amostra em análise (%)	Universo das empresas não-financeiras (%)
Microempresas	35.74	95.31
Pequenas empresas	31.56	3.65
Médias empresas	20.91	0.84
Grandes empresas	11.79	0.20
Total	100.00	100.00

Fonte: Elaboração própria.

Finalmente, o confronto da distribuição das empresas por idade revela também diferenças substanciais entre o universo das empresas registado na CB e a nossa amostra de empresas adquiridas (ver Quadro 6). As empresas mais maduras (mais de 10 anos de atividade) são as que estão mais representadas na amostra (70.72%) contrastando com o valor de 42.38% para o total das empresas não-financeiras.

Por forma a dar resposta ao principal objetivo deste estudo, no tópico seguinte são definidos os indicadores de *performance* operacional.

Quadro 6 – Percentagem de aquisições e o universo das empresas não-financeiras por idade da empresa

Idade da empresa	Amostra em análise (%)	Universo das empresas não-financeiras (%)
Até 5 anos	13.31	35.62
De 6 a 10 anos	15.97	22.00
A mais de 10 anos	70.72	42.38
Total	100.00	100.00

Fonte: Elaboração própria.

3.3 Medidas de *performance* operacional

De acordo com Martynova *et al.* (2006), os estudos sobre a *performance* operacional das empresas definem a *performance* como o *cash flow* antes dos impostos, amortizações e depreciações. Esta medida de desempenho permite isolar o indicador de *performance*, pelo que não é afetado pelo método adotado para avaliar as depreciações nem pelas atividades não operacionais (juros e despesas fiscais).

Tendo como objetivo analisar o impacto que as aquisições têm no desempenho operacional das empresas portuguesas, selecionou-se uma medida de *cash flow*, o EBITDA. De modo a ajustar as diferenças de tamanho entre as várias empresas, deflacionou-se essa medida pelo ativo da empresa i no ano t – Retorno do ativo ($ROA_{i,t}$) e pelas vendas e serviços prestados da empresa i no ano t – Retorno das vendas e dos serviços prestados ($MARGIN_{i,t}$). Neste último indicador agregaram-se as vendas e os serviços prestados, uma vez que parte das empresas em estudo centram a sua atividade na prestação de serviços.

Assim, consideraram-se 2 medidas de *performance* operacional para a empresa i no ano t :

$$ROA_{i,t} = \frac{EBITDA_{i,t}}{Ativo_{i,t}}$$
$$MARGIN_{i,t} = \frac{EBITDA_{i,t}}{Vendas_{i,t} + Serviçosprestados_{i,t}}$$

O Quadro 7 contém uma estatística descritiva dos indicadores de *performance* definidos, nos 3 anos anteriores [-3;-2;-1] e nos 3 anos subsequentes [+1;+2;+3] às aquisições. Para a análise à *performance* das empresas recorreu-se a dados contabilísticos de 2006 a 2014. O ano em que ocorreu a aquisição foi omitido da análise, uma vez que pode não revelar qualquer impacto resultante da operação (Pazarskis *et al.*, 2006). Para tomar em consideração o grau de heterogeneidade que existe entre o tamanho das empresas (ver secção 3.2), optou-se por ponderar os indicadores de *performance* pelo volume de negócios no cálculo das estatísticas descritivas.

Quadro 7 – Estatísticas descritivas dos indicadores de *performance* operacional ponderados pelo volume de negócios.

Variável dependente	Número de observações	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
<i>ROA_{i,t}</i>						
-3	138	0.109	0.099	0.119	-0.626	0.760
-2	193	0.133	0.080	0.142	-3.939	0.737
-1	251	0.071	0.074	0.327	-3.067	0.853
+1	228	0.088	0.081	0.078	-0.927	4.611
+2	208	0.109	0.076	1.110	-0.956	89.303
+3	180	0.108	0.095	0.102	-1.075	0.730
<i>MARGIN_{i,t}</i>						
-3	138	0.189	0.082	0.331	-6.238	1.426
-2	193	0.163	0.125	0.179	-49.857	6.261
-1	251	0.104	0.082	0.220	-19.115	18.252
+1	228	0.148	0.054	0.192	-3.304	1.860
+2	208	0.180	0.088	0.214	-5.705	1.807
+3	180	0.185	0.090	0.207	-6.357	2.213

Fonte: Elaboração própria.

No geral, verifica-se que as medianas dos indicadores de *performance* apresentam valores positivos e inferiores aos valores das respetivas médias. De acordo com Grigorieva e Petrunina (2015), este resultado é consistente com os estudos que recorrem à análise de variáveis contabilísticas.

Dado que o desempenho das empresas pode ser afetado não só pela aquisição, mas também por outros fatores, no tópico seguinte define-se o *benchmark* que permite isolar o efeito das aquisições.

3.4 Definição do *benchmark* de desempenho

Com o objetivo de analisar a evolução da *performance* das empresas, comparamos o desempenho pré-aquisição com o desempenho pós-aquisição. No entanto, ao realizar esta comparação, deve-se ter em conta que a *performance* operacional não será apenas afetada pela aquisição, mas também por fatores específicos da indústria (Healy *et al.*, 1992). A fim de isolar o impacto das aquisições, Healy *et al.* (1992) sugeriram um ajustamento para a tendência da indústria. Nesse sentido, o processo de definição do *benchmark* iniciou-se com a recolha de informação da totalidade das empresas existentes em Portugal, recorrendo à base de dados da CB do Banco de Portugal. Foram calculados os indicadores de *performance* das empresas não-financeiras e, de acordo com o ano e a Secção da CAE-Rev.3, obteve-se a mediana da indústria. Assim, para cada empresa, as medidas de *performance* foram calculadas subtraindo a cada valor da empresa a mediana da indústria para esse ano (Healy *et al.*, 1992):

$$AIROA_{i,t} = ROA_{i,t} - \text{mediana}ROA_{\text{indústriat}}$$

$$AIMARGIN_{i,t} = MARGIN_{i,t} - \text{mediana}MARGIN_{\text{indústriat}}$$

Em que $AIROA_{i,t}$ corresponde ao retorno dos ativos da empresa i ajustado pela mediana da indústria para o ano t e $AIMARGIN_{i,t}$ ao retorno das vendas e dos serviços prestados da empresa i ajustado pela mediana da indústria para o ano t . O Quadro 8 apresenta uma estatística descritiva das medidas de desempenho ponderadas pelo volume de negócios e ajustadas pela mediana das indústrias.

Quadro 8 – Estatísticas descritivas dos indicadores de *performance* operacional ajustados pela mediana das indústrias.

Variável dependente	Número de observações	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
<i>AIROA_{i,t}</i>						
-3	138	0.056	0.053	0.115	-0.656	0.704
-2	193	0.088	0.060	0.134	-4.000	0.700
-1	251	0.028	0.060	0.325	-3.103	0.813
+1	228	0.052	0.064	0.077	-0.975	4.547
+2	208	0.072	0.024	1.110	-1.031	89.250
+3	180	0.074	0.043	0.110	-1.131	0.647
<i>AIMARGIN_{i,t}</i>						
-3	138	0.123	0.015	0.317	-6.346	1.323
-2	193	0.069	0.050	0.143	-49.999	6.180
-1	251	0.013	0.010	0.227	-19.160	18.137
+1	228	0.055	0.006	0.236	-3.490	1.772
+2	208	0.122	0.059	0.210	-5.819	1.702
+3	180	0.128	0.064	0.197	-6.379	2.119

Fonte: Elaboração própria.

Na análise ao Quadro 8 é possível verificar que as empresas possuem uma rentabilidade acima da respetiva indústria tanto antes como depois da aquisição. No Capítulo seguinte é efetuada uma análise à evolução dos indicadores de *performance* definidos.

CAPÍTULO 4. RESULTADOS EMPÍRICOS

O presente Capítulo tem como objetivo apresentar e analisar os resultados obtidos, de modo a responder à seguinte questão de investigação: Em termos empíricos, qual a *performance* operacional das empresas portuguesas que foram alvo de um processo de aquisição, entre 2007 e 2014? Para o tratamento dos dados foi utilizado o *software Stata* 14.

4.1 Evolução da *performance* operacional

Conforme evidenciado no Capítulo 1, são muitas as teorias que procuram explicar os motivos que estão na base das decisões dos processos de F&A. Gaughan (2007) defende que é expectável que destas operações resultem ganhos sinérgicos que irão manifestar-se num melhor desempenho e numa melhor produtividade. Porém, na literatura não existe um consenso acerca deste impacto na *performance* operacional das empresas (ver Capítulo 2). Assim, este trabalho contribui para a evolução desta temática, com a apresentação de novas evidências empíricas para um tópico ainda pouco desenvolvido.

De maneira a atingir o objetivo do estudo e a testar a hipótese 1, procedeu-se ao cálculo das diferenças entre os valores das medianas, no período pré e pós-aquisição, dos indicadores de desempenho definidos. Optou-se pela utilização da mediana por esta variável ser menos volátil e menos influenciada pelas observações da amostra (Martynova *et al.*, 2006).

O Quadro 9 apresenta os resultados da *performance* operacional pré e pós-aquisição para os diferentes indicadores. Os resultados indicam uma deterioração da *performance* operacional.

Quadro 9 – Evolução da *performance* operacional

	Valores ponderados pelo volume de negócios		Valores ponderados pelo volume de negócios e ajustados pela tendência da indústria	
	Mediana	N.º obs.	Mediana	N.º obs.
Variável dependente:	<i>ROA_{i,t}</i>		<i>AIROA_{i,t}</i>	
-3	0.099	138	0.053	138
-2	0.080	193	0.060	193
-1	0.074	251	0.060	251
Mediana pré-aquisição	0.085	254	0.019	254
+1	0.081	228	0.064	228
+2	0.076	208	0.024	208
+3	0.095	180	0.043	180
Mediana pós-aquisição	0.061	229	0.017	229
Mediana da diferença	-0.018	224	-0.001	224
% Diferenças positivas	43%	224	50%	224
Variável dependente:	<i>MARGIN_{i,t}</i>		<i>AIMARGIN_{i,t}</i>	
-3	0.082	138	0.015	138
-2	0.125	193	0.050	193
-1	0.082	251	0.010	251
Mediana pré-aquisição	0.100	254	0.009	254
+1	0.054	228	0.006	228
+2	0.088	208	0.059	208
+3	0.090	180	0.064	180
Mediana pós-aquisição	0.071	229	0.010	229
Mediana da diferença	-0.009	224	-0.001	224
% Diferenças positivas	46%	224	50%	224

Fonte: Elaboração própria.

Tendo em conta os indicadores de *performance* ajustados pela mediana da indústria, as variáveis $AIROA_{i,t}$ e $AIMARGIN_{i,t}$ apresentam uma diferença negativa, mas muito próxima de 0. Esta evidência poderá indicar que os declínios observados nas medidas de desempenho podem ser explicados pelos movimentos da indústria. De modo a analisar o grau de significância dos resultados obtidos, para cada medida de desempenho, foi aplicado o teste *Wilcoxon signed rank*.

4.2 Significância estatística dos resultados

O teste *Wilcoxon signed rank* é um teste não paramétrico utilizado para verificar se duas populações apresentam medianas iguais, com base em amostras emparelhadas. Assim, com o objetivo de testar o nível de significância da mediana da diferença antes e depois da aquisição, aplicou-se o teste *Wilcoxon signed rank* em todos os indicadores de *performance*. Verificou-se que, para um nível de significância de 5%, a diferença das medianas não é significativa. Especificamente, as conclusões parecem indicar que as aquisições em Portugal não têm qualquer impacto na *performance* das empresas.

Quadro 10 – Teste de significância

Variável dependente	<i>p-value</i>	α	H_0
$ROA_{i,t}$	0.053	0.05	Não rejeitar
$MARGIN_{i,t}$	0.293		Não rejeitar
$AIROA_{i,t}$	0.824		Não rejeitar
$AIMARGIN_{i,t}$	0.860		Não rejeitar

Fonte: Elaboração própria.

A evidência de que as medidas de desempenho utilizadas não produzem qualquer diferença significativa entre o desempenho pré e pós-aquisição é semelhante à apresentada por Ghosh (2001), Sharma e Ho (2002) e Pervan *et al.* (2015) e, assim, rejeita-se a hipótese 1. No entanto esta análise não leva em consideração a existência de outros fatores que podem afetar a *performance* das empresas. De modo a investigar os

fatores determinantes da *performance* pós-aquisição das empresas, é contruído um modelo econométrico e efetuada uma análise de regressão.

CAPÍTULO 5. DETERMINANTES DA EVOLUÇÃO DA PERFORMANCE OPERACIONAL

Com o objetivo de investigar se as características dos acordos de aquisição preveem o desempenho pós-aquisição, neste Capítulo foi testado se o desempenho pós-aquisição das empresas alvo varia de acordo com a dimensão da empresa alvo, o relacionamento com a indústria e a crise económica e financeira de 2007 e 2008. Como variáveis dependentes utilizaram-se os indicadores de *performance* apresentados nas secções 3.3 e 3.4 ($ROA_{i,t}$, $MARGIN_{i,t}$, $AIROA_{i,t}$ e $AIMARGIN_{i,t}$). Esta abordagem permite testar as hipóteses de investigação formuladas no tópico 2.2.

5.1 Variáveis explicativas

Com o objetivo de testar as hipóteses apresentadas no tópico 2.2 e perceber quais os fatores influenciadores da *performance* pós-aquisição, definiram-se as variáveis explicativas e aplicou-se um modelo de regressão linear. O Quadro 11 apresenta uma estatística descritiva dessas variáveis.

Quadro 11 – Estatística descritiva das variáveis explicativas

Variável explicativa	Sigla	Número de observações	Média	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
Dimensão da empresa alvo	DA_i	258	0.003	0.012	0	0.129
Secção de atividade	CAE_i	263	0.160	0.367	0	1
Crise de 2007 e 2008		263	0.411	0.493	0	1
Taxa de crescimento do PIB	$CRISE$	263	-0.136	2.196	-4.03	2.49
Mediana da indústria ROA		258	0.067	0.042	-0.027	0.197
Mediana da indústria $MARGIN$	MI	258	0.097	0.073	-0.054	0.476

Fonte: Elaboração própria.

DA_i é uma variável independente que indica a dimensão da empresa alvo em relação à dimensão da indústria. Representa o valor médio da dimensão da empresa i nos 3 anos anteriores à aquisição. A variável CAE_i é uma *dummy* que assume o valor 1 quando ambas as empresas, a adquirente e a alvo, pertencem à mesma Secção da CAE-Rev.3 e 0 caso contrário. A $CRISE$ é uma variável independente que tem como objetivo captar os efeitos das crises. Nesta análise são utilizados 2 indicadores distintos: nos modelos I, III, V e VII o indicador das crises é uma variável *dummy* que assume o valor 1 para os acordos de aquisição concluídos em 2007 e 2008 e 0 caso contrário; e nos modelos II, IV, VI e VIII a variável $CRISE$ é substituída pela taxa de crescimento do PIB em Portugal. MI é uma variável independente que representa o valor médio anual da mediana da indústria do ROA_i e $MARGIN_i$ das empresas, nos 3 anos anteriores à aquisição.

De modo a avaliar o grau de associação entre as variáveis independentes recorreu-se ao cálculo dos coeficientes lineares r de Pearson. Os coeficientes apresentados no Quadro 12 mostram que não existem correlações elevadas entre as variáveis, pelo que a multicolinearidade não será um problema (Oliveira *et al.*, 2011).

Quadro 12 – Coeficientes de correlação r de Pearson

	DA_i	CAE_i	$CRISE$ (2007/2008)	$CRISE$ (PIB)	MI (ROA)	MI (MARGIN)
DA_i	1.000					
CAE_i	0.008	1.000				
$CRISE$ (2007/2008)	0.001	0.164***	1.000			
$CRISE$ (PIB)	0.047	0.148**	0.589***	1.000		
MI (ROA)	-0.077	0.081	0.210***	0.088	1.000	
MI (MARGIN)	0.067	0.064	0.115*	0.048	0.616***	1.000

Notas: *** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

Fonte: Elaboração própria

5.2 Modelo econométrico

Com o objetivo de analisar o impacto das variáveis explicativas no desempenho operacional pós-aquisição, procedeu-se à estimação de um modelo econométrico. A expressão geral do modelo, onde a variável dependente PO_i^{post} é explicada por um conjunto de variáveis independentes, está definida na seguinte equação:

$$PO_i^{post} = \alpha_i + \beta_1 PO_i^{pre} + \beta_2 DA_i + \beta_3 CAE_i + \beta_4 CRISE + \beta_5 MI_i + \varepsilon_i$$

A variável dependente PO_i^{post} corresponde ao desempenho pós-aquisição da empresa i , medido pelos indicadores ROA_i , $MARGIN_i$, $AIROA_i$ e $AIMARGIN_i$. Estas medidas correspondem ao desempenho médio das empresas nos 3 anos após a aquisição. A *performance* pré-aquisição, PO_i^{pre} , é o desempenho médio das empresas nos 3 anos anteriores à aquisição, medido pelo respetivo indicador. De referir que para cada variável dependente foram estimados 2 modelos distintos: os modelos I, III, V e VII apresentam as estimativas dos coeficientes entre as diferentes variáveis sendo que a variável *CRISE* assume o valor 1 para os negócios que ocorreram entre 2007 e 2008 e 0 caso contrário; e os modelos II, IV, VI e VIII apresentam as estimativas tendo em conta a taxa de crescimento do PIB que se registou no respetivo ano da aquisição. Todos os modelos de regressão foram estimados com erros padrão robustos: estimador de Huber-White (Oliveira *et al.*, 2011).

O Quadro 13 apresenta as estimativas dos coeficientes da análise para cada medida de *performance*. É possível verificar que o termo independente da equação é positivo em todos os modelos e estatisticamente significativo para as medidas ROA_i e $AIROA_i$. Verifica-se que, independentemente da evolução das outras variáveis em estudo, estes indicadores de *performance* tendem a ser positivos.

A variável PO_i^{pre} apresenta um coeficiente positivo em todas as regressões, com um nível de significância de 1% para os indicadores $MARGIN_i$ e $AIMARGIN_i$. Como expectável, existe uma relação sistemática positiva entre o desempenho pré e pós-aquisição. As empresas que apresentam uma *performance* positiva nos anos anteriores à aquisição, têm mais facilidade em manter essa *performance*. Esta evidência é semelhante à verificada no estudo de Powell e Stark (2005) e Rao-Nicholson (2016) e refuta as conclusões de Martynova *et al.* (2006) que indicam que um melhor desempenho antes da aquisição está associado a um desempenho mais fraco após a conclusão do negócio.

A variável DA_i apresenta um coeficiente positivo em quase todas as regressões estimadas e é estatisticamente significativo nos indicadores $MARGIN_i$ e $AIMARGIN_i$. Esta evidência refuta as conclusões apresentadas por Healy *et al.* (1992), Martynova *et al.* (2006), Sharma e Ho (2002) e Powell e Stark (2005) que defendem que não existe

uma relação significativa entre a dimensão da empresa alvo e o desempenho operacional pós-aquisição. Os resultados obtidos permitem não rejeitar a hipótese 2.

Relativamente á variável CAE_i , por um lado, o Quadro 13 revela uma relação positiva e significativa entre a estratégia de aquisição (indústria diversificada ou relacionada) e os indicadores de desempenho ROA_i e $AIROA_i$. Considera-se que uma aquisição está relacionada quando as empresas, a adquirente e a alvo, operam na mesma indústria (definida pela CAE-Rev.3 a nível da Secção). Por outro lado, as medidas $MARGIN_i$ e $AIMARGIN_i$, apresentam coeficientes negativos, com um nível de significância de 10% no modelo VIII. Assim, concluímos que uma estratégia de aquisição baseada na relação com a indústria tem impacto no desempenho pós-aquisição da empresa alvo. Esta evidência permite não rejeitar a hipótese 3. Os resultados apresentados estão em linha com as conclusões obtidas por Healy *et al.* (1992) e Grigorieva e Petrunina (2015).

A variável $CRISE$ para os modelos I, III, V e VII é uma variável *dummy* que assume o valor um para os acordos de aquisição concluídos em 2007 e 2008 e zero caso contrário. As regressões I e V apresentam coeficientes positivos com o nível de significância de 1% no modelo I. Este resultado dá a indicação de que as aquisições realizadas nos períodos da crise (2007 e 2008) estão associadas a um melhor desempenho. Esta conclusão corrobora as evidências apresentadas no estudo de Grigorieva e Petrunina (2015) e Rao-Nicholson *et al.* (2016) e permite não rejeitar a hipótese 4. Nos modelos II, IV, VI e VIII o indicador da variável $CRISE$ é a taxa de crescimento do PIB em Portugal. Assume-se que em períodos de crise a taxa de crescimento do PIB é inferior à taxa de crescimento verificada nos restantes períodos. Verifica-se um coeficiente negativo e não significativo em todas as regressões. Conclui-se que a existir uma relação entre a taxa de crescimento do PIB e os indicadores de *performance*, esta seja negativa. Esta evidência corrobora o resultado apresentado anteriormente de que em períodos de crise as empresas alvo de processos de aquisição apresentam uma melhor *performance*.

Sobre a variável MI , verifica-se um coeficiente sempre negativo, com um nível de significância de 5% no modelo I. Esta variável dá a indicação do impacto da indústria no desempenho pós-aquisição das empresas. Os resultados obtidos permitem concluir que a indústria da empresa i tem um impacto negativo na *performance* pós-aquisição.

Em suma, os resultados apresentados no Capítulo 4 indicam que, aparentemente, as aquisições não têm impacto significativo na *performance* das empresas. Contudo, quando se faz uma análise mais pormenorizada, controlando para diversos fatores explicativos da *performance*, conclui-se pela existência de um impacto positivo na *performance* pós-aquisição.

Quadro 13 – Regressão para identificação dos determinantes da *performance* operacional.

	<i>ROA_i</i>		<i>MARGIN_i</i>		<i>AIROA_i</i>		<i>AIMARGIN_i</i>	
	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII
<i>Termo independente</i>	0.087*** (0.011)	0.085*** (0.015)	0.058 (0.045)	0.055 (0.037)	0.043*** (0.013)	0.039*** (0.012)	0.032 (0.040)	0.024 (0.024)
<i>PO_i^{pre}</i>	0.052 (0.060)	0.073 (0.065)	0.632*** (0.217)	0.630*** (0.206)	0.086 (0.075)	0.095 (0.070)	0.634*** (0.203)	0.635*** (0.197)
<i>DA_i</i>	0.114 (0.200)	-0.005 (0.232)	1.141** (0.570)	1.185** (0.462)	0.012 (0.279)	0.088 (0.259)	1.060** (0.442)	1.136*** (0.407)
<i>CAE_i</i>	0.051** (0.023)	0.071*** (0.027)	-0.094 (0.073)	-0.096 (0.071)	0.051 (0.031)	0.057** (0.029)	-0.097 (0.061)	-0.108* (0.059)
<i>CRISE</i>	0.041*** (0.016)	-0.001 (0.004)	-0.008 (0.049)	-0.001 (0.011)	0.008 (0.017)	-0.006 (0.004)	-0.017 (0.040)	-0.002 (0.011)
<i>MI</i>	-0.546** (0.213)	-0.256 (0.228)	-0.264 (0.287)	-0.283 (0.261)				
<i>Observações</i>	225	225	224	224	225	225	224	224
<i>R²</i>	0.280	0.231	0.460	0.460	0.211	0.235	0.489	0.489

Notas: *** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%; ** Estatisticamente significativa para um nível de significância de 5%; * Estatisticamente significativa para um nível de significância de 10%.

Fonte: Elaboração própria

CONCLUSÃO

Neste trabalho avaliou-se o impacto das aquisições na *performance* operacional das empresas portuguesas. Posteriormente, investigou-se se as características dos acordos de aquisição, tais como a dimensão da empresa alvo, o relacionamento das indústrias e a crise económica e financeira de 2007 e 2008, ajudam a prever o desempenho pós-aquisição.

Na literatura, a temática da *performance* das empresas com operações de aquisição é muito extensa. Assim, numa primeira fase, fez-se um levantamento e uma análise dos estudos empíricos relacionados com a questão de investigação. Verificou-se que, para países como os EUA, Reino Unido e Japão, existem inúmeros estudos a analisar o mercado das F&A.

Em Portugal, as evidências empíricas que existem são muito escassas. Neste sentido, e face ao grau de importância que estas operações têm na reestruturação das empresas, esta dissertação contribui para o estado da arte, na medida em que fornece novas evidências acerca de um tema muito pouco desenvolvido.

A análise baseou-se em dados recolhidos e tratados nas bases de dados *Zephyr*, *Sabi* e *CB* do Banco de Portugal. Recorreu-se a uma amostra final de 263 empresas alvo, com operações de aquisição concluídas entre 2007 e 2014. Foram calculados 2 indicadores de *performance* não ajustados ($ROA_{i,t}$ e $MARGIN_{i,t}$) e ajustados ($IAROA_{i,t}$ e $IAMARGIN_{i,t}$) pela tendência da indústria.

Face à metodologia utilizada, e através do *software Stata 14*, analisou-se a evolução da *performance* 3 anos antes e 3 anos após as aquisições. Uma abordagem mais simples permitiu-nos concluir que, para o período em análise, as aquisições não têm um impacto significativo na *performance* operacional das empresas portuguesas. Quer para os indicadores $ROA_{i,t}$ e $MARGIN_{i,t}$ quer para os indicadores $IAROA_{i,t}$ e $IAMARGIN_{i,t}$, os resultados ao teste *Wilcoxon signed rank* parecem confirmar que não existe uma diferença significativa entre a *performance* pré e pós-aquisição. Esta evidência corrobora os resultados apresentados por Ghosh (2001), Sharma e Ho (2002) e Pervan *et al.* (2015) e contrasta com as conclusões de uma melhoria da *performance* de Healy *et al.* (1992), Gugler *et al.* (2003), Rahman e Limmack (2004) e Powell e Stark (2005).

Numa análise mais pormenorizada recorrendo a um modelo de regressão linear, podemos constatar que as empresas alvo relativamente grandes, a estratégia de aquisição baseada na relação com a indústria e as aquisições realizadas nos períodos das crises são fatores que apresentam um impacto positivo na *performance* das empresas alvo de processos de aquisição. Deste modo, a presente dissertação contribui com novas evidências para o estudo da *performance* das empresas portuguesas.

Como limitações refere-se que, para o período em análise, a informação contabilística que existe nas bases de dados *Zephyr* e *Sabi* é muito incompleta. Por não se conhecerem estudos que analisassem, em termos empíricos, o impacto das aquisições no desempenho operacional das empresas portuguesas, não foi possível comparar os resultados obtidos com outras evidências do mercado português.

Para investigações futuras, considero aliciante a realização de uma análise aprofundada sobre a temática das aquisições no mercado empresarial português. Um ponto de partida será introduzir uma nova variável no modelo de regressão que permita analisar se as aquisições são uma estratégia de crescimento, utilizada pelas empresas adquirentes, para entrarem no mercado português.

Embora a amostra final utilizada neste estudo apresente uma dimensão semelhante às amostras utilizadas em estudos de referência, sugere-se como oportunidade de melhoria a utilização de uma amostra superior, de modo a obter resultados mais concretos e rigorosos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bradley, M., A. Desai e E. H. Kim (1983), “The rationale behind interfirm tender offers: Information or Synergy?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, Nº 1-4, pp. 183-206.
- Carvalho, A. C. (2007), *Classificação Portuguesa das Atividades Económicas Rev.3*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- Ferreira, D. (2002), *Fusões, aquisições e reestruturações de empresas*, 1ª edição. Lisboa: Edições Sílabo.
- Gaughan, P. A. (2007), *Mergers, acquisitions, and corporate restructuring*, 4ª edição. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Ghosh, A. (2001), “Does operating performance really improve following corporate acquisitions?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, Nº 2, pp. 151-178.
- Goold, M. e A. Campbell (1998), “Desperately Seeking Synergy”, *Harvard Business Review*, Vol. 76, Nº 10, pp. 131-145.
- Grigorieva, S. e T. Petrunina (2015), “The performance of mergers and acquisitions in emerging capital markets: new angle”, *Journal of Management Control*, Vol. 26, Nº 4, pp. 377-403.
- Gugler, K., D. C. Mueller, B. B. Yurtoglu e C. Zulehner (2003), “The effects of mergers: an international comparison”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 21, Nº 5, pp. 625-653.
- Gupta, P. K. (2012), “Mergers and Acquisitions (M&A): The Strategic Concepts for the Nuptials of Corporate Sector”, *Innovative Journal of Business and Management*, Vol. 1, Nº 4, pp. 60-68.
- Harford, J. (2005), “What drives merger waves?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, Nº 3, pp. 529-560.
- Healy, P. M., K. G. Palepu e R. S. Ruback (1992), “Does corporate performance improve after mergers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, Nº 2, pp. 135-175.
- Ikeda, K. e N. Doi (1983), “The Performances of Merging Firms in Japanese Manufacturing Industry: 1964-75”, *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 31, Nº 3, pp. 257-266.

- Jensen, M. C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *The American Economic Review*, Vol. 76, Nº 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. (1988), “Takeovers: Their Causes and Consequences”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, Nº 1, pp. 21-48.
- Kumar, B. R. e P. Rajib (2007), “Characteristics of Merging Firms in India: An Empirical Examination”, *Vikalpa*, Vol. 32, Nº 1, pp. 26-43.
- Kumar, S. e L. K. Bansal (2008), “The impact of mergers and acquisitions on corporate performance in India”, *Management Decision*, Vol. 46, Nº 10, pp. 1531-1543.
- Mantravadi, P. e A. V. Reddy (2008), “Post-Merger Performance of Acquiring Firms from Different Industries in India”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Nº 22, pp. 192-204.
- Martynova, M. e L. Renneboog (2008), “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, Nº 10, pp. 2148-2177.
- Martynova, M., S. Oosting e L. Renneboog (2006), “The long-term operating performance of European mergers and acquisitions”, *Working Paper Series in Finance*, no. 137, European Corporate Governance Institute.
- Matos, P. V. e V. Rodrigues (2000), *Fusões e Aquisições – Motivações, Efeitos e Política*, 1ª edição. Cascais: Principia.
- Nelson, R. L. (1959), “The merger movement from 1895 through 1920”, in R. L. Nelson (1959), *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, Princeton, Princeton University Press, pp. 33-70.
- Oliveira, M. M., L. D. Santos e N. Fortuna (2011), *Econometria*. Lisboa: Escolar Editora.
- Parenteau, R. S. e J. F. Weston (2003), “It's Never Too Early To Think Integration”, *Mergers & Acquisitions: The Dealermaker's Journal*, Vol. 38, Nº 11, pp. 17-23.
- Pazarskis, M., M. Vogiatzoglou, P. Christodoulou e G. Drogalas (2006), “Exploring the improvement of corporate performance after mergers – the case of Greece”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 6, pp. 184-191.
- Pervan, M., J. Višić e K. Barnjak (2015), “The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia”, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 23, pp. 1415-1456.

- Powell, R. G. e A. W. Stark (2005), “Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, Nº 1-2, pp. 293-317.
- Rahman, R. A. e R. J. Limmack (2004), “Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 31, Nº 3-4, pp. 359-400.
- Rao-Nicholson, R., J. Salaber e T. H. Cao (2016), “Long-term performance of mergers and acquisitions in ASEAN countries”, *International Business and Finance*, Vol. 36, pp. 373-387.
- Rocha, I., D. F. Vieira e RMV & Associados – Sociedade de Advogados (Coord.) (2009), *Comercial*, 14ª edição. Porto: Porto Editora.
- Roll, R. (1986), “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *The Journal of Business*, Vol. 59, Nº 2, pp. 197-216.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield e J. Jaffe (1999), *Corporate Finance*, 5ª edição. Singapore: McGraw-Hill.
- Schuler, S. S. e S. E. Jackson (2002), “HR issues, activities and responsibilities on mergers and acquisitions”, *MCC Working Paper*, no. 3, School of Management and Labour Relations.
- Seth, A., K. Song e R. R. Pettit (2002), “Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms”, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, pp. 921-940.
- Sharma, D. e J. Ho (2002), “The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, Nº 1-2, pp. 155-200.
- Shleifer, A. e R. W. Vishny (1991), “Takeovers in the ‘60s and the ‘80s: Evidence and implications”, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, Nº S2, pp. 51-59.
- Stigler, G. J. (1950), “Monopoly and Oligopoly by Merger”, *The American Economic Review*, Vol. 40, Nº 2, pp. 23-34.
- Triches, D. (1996), “Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil”, *Revista de Administração*, Vol. 31, Nº 1, pp. 14-31.
- Tripathi, V. e A. Lamba (2015), “Does financial performance improve post cross border merger and acquisitions?: A detailed study of Indian acquirer firms’ financial

- performance across Target economy's development status and Financial Crisis”, *Research Journal of Social Science & Management*, Vol. 04, Nº 09, pp. 325-342.
- Valente, H. (2005), *Fusões e Aquisições – Regulação e Finanças das Empresas*. Porto: Vida Económica.
- Yaghoubi, R., M. Yaghoubi, S. Locke e J. Gibb (2016), “Mergers and acquisitions: a review. Part 1”, *Emerald Group Publishing Limited*, Vol. 33, Nº 1, pp. 147-188.

Webgrafia:

- Banco de Portugal (2017), *Central de Balanços*. Disponível em <https://www.bportugal.pt/page/central-de-balancos>. Acedido em 09.02.2017.
- IES (2007), *O que é?*. Disponível em http://www.ies.gov.pt/site_IES/site/ies.htm. Acedido em 09.02.2017.
- IMAA Institute for Mergers, Acquisitions & Alliances, *M&A Statistic*. Disponível em <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>. Acedido em 09.01.2017.
- Sabi (2017), *About Sabi*. Disponível em <http://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/company-information/national-products/sabi>. Acedido em 16.01.2017.
- Zephyr (2017), *About Zephyr*. Disponível em <http://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/economic-and-m-a/m-a-data/zephyr>. Acedido em 16.01.2017.

ANEXOS

Anexo 1 – Classificação das fusões e aquisições

		Mercado do produto			
		Mesmo	Integrado na mesma linha de produção	Similar na produção ou na comercialização	Diferente
Mercado geográfico	Mesmo	Horizontal	Vertical	Extensão do produto	Conglomerar
	Diferente	Extensão do mercado	Extensão do mercado	Extensão do mercado	Conglomerar

Fonte: Elaboração própria a partir de Matos e Rodrigues (2000)

Anexo 2 – Síntese das ondas de fusões e aquisições

	Onda 1	Onda 2	Onda 3	Onda 4	Onda 5	Onda 6
Período	1890 – 1903	1910 – 1929	1950 – 1973	1981 – 1989	1993 – 2001	2003 – Presente
Zona geográfica	EUA	EUA	EUA, RU, Europa	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia	EUA, RU, Europa, Ásia
Resultado das F&A	Formação de monopólios	Formação de oligopólios	Crescimento através da diversificação	Eliminação de ineficiências	Ajustamento aos processos de globalização	Expansão global
Relacionamento na indústria	Concentração	Concentração	Diversificação	Concentração	Concentração	Concentração
Setores industriais	Energia hidráulica, indústria têxtil e indústria de ferro	Motores a vapor, Aço e Caminhos-de- ferro	Eletricidade, Química e Motores de combustão	Petroquímica, aviação, eletrônica, tecnologias da comunicação	Comunicação, Tecnologias de informação	N.D.
Atividade de F&A transfronteiriças	N.D.	N.D.	N.D.	Alguma	Média	Alta

Nota: N.D. Não definido.

Fonte: Adaptado e traduzido de Martynova e Renneboog (2008)

Anexo 2 – Síntese das ondas de fusões e aquisições (Continuação)

	Onda 1	Onda 2	Onda 3	Onda 4	Onda 5	Onda 6
Eventos que coincidem com o início da onda	Expansão económica; Processos de industrialização; Introdução de nova legislação sobre as sociedades; Negociações na bolsa de Nova Iorque; Mudanças radicais nas tecnologias.	Recuperação económica após o <i>crash</i> do mercado e do fim da Primeira Guerra Mundial; Reforço das leis anti monopolistas.	Recuperações económicas após a Segunda Guerra Mundial; Reforço das leis da concorrência em 1950.	Recuperação económica após a recessão; Alterações nas leis da concorrência; Desregulação do setor financeiro; Progressos tecnológicos da eletrónica.	<i>O Boom</i> económico e financeiro; Processos de globalização; Inovação tecnológica, desregulação e privatização.	Recuperação económica após a recessão em 2000 – 2001.
Eventos que coincidem com o fim da onda	<i>Crash</i> bolsista; Estagnação económica; Início da Primeira Guerra Mundial.	<i>Crash</i> bolsista; Início da Grande Depressão.	<i>Crash</i> bolsista; Crise petrolífera; Abrandamento económico.	<i>Crash</i> bolsista.	<i>Crash</i> bolsista; Ataque terrorista do 11 de setembro.	N.D.

Nota: N.D. Não definido.

Fonte: Adaptado e traduzido de Martynova e Renneboog (2008)

Anexo 3 – Síntese dos estudos analisados

Estudo	Tamanho e período da amostra	Geografia	Medidas de performance	Metodologia	Conclusão
Healy <i>et al.</i> (1992)	50 Fusões ocorridas entre 1979 – 1984	EUA	<i>Cash flow</i> operacional	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	Desempenho positivo das empresas após realizarem as operações
Ghosh (2001)	315 Operações de F&A ocorridas entre 1981 e 1995	Norte da América	<i>Cash flow</i> operacional	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	Não encontraram evidências de que a <i>performance</i> das empresas melhora após as F&A
Sharma e Ho (2002)	36 Aquisições ocorridas entre 1986 e 1991	Austrália	<i>Cash flow</i> operacional	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	Para a amostra selecionada não existe uma melhoria significativa da <i>performance</i>
Gugler <i>et al.</i> (2003)	44600 Fusões ocorridas entre 1981 e 1998	Diversos países	Rentabilidade e vendas	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	As F&A têm um impacto positivo a <i>performance</i> das empresas
Rahman e Limmack (2004)	113 Aquisições ocorridas entre 1988 e 1992	Malásia	<i>Cash flow</i> operacional	Modelo de regressão linear	Identificaram uma <i>performance</i> positiva das empresas após as aquisições

Fonte: Elaboração própria a partir dos respectivos estudos

Anexo 3 – Síntese dos estudos analisados (Continuação)

Estudo	Tamanho e período da amostra	Geografia	Medidas de performance	Metodologia	Conclusão
Powell e Stark (2005)	191 Aquisições ocorridas entre 1985 e 1993	Reino Unido	(EBITDA – Ativo Corrente) e EBITDA	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	<i>Performance</i> positiva das empresas após as aquisições
Martynova <i>et al.</i> (2006)	155 F&A entre 1997 e 2001	Europa	(EBITDA – Ativo Corrente) e EBITDA	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	<i>Performance</i> operacional negativa após as F&A
Pazarskis <i>et al.</i> (2006)	50 Processos de F&A ocorridos entre 1998 e 2002	Grécia	Rácios de rentabilidade, liquidez e solvabilidade	<i>Change model</i>	<i>Performance</i> operacional das empresas diminuiu após as operações de F&A
Mantravadi e Reddy (2008)	118 Fusões ocorridas entre 1991 e 2003	Índia	Margem de lucro operacional, lucro bruto e lucro líquido, retorno sobre o património líquido, retorno do capital empregado e rácio dívida – capital	<i>Change model</i>	Deterioração da <i>performance</i> das empresas após atividade de F&A

Fonte: Elaboração própria a partir dos respetivos estudos

Anexo 3 – Síntese dos estudos analisados (Continuação)

Estudo	Tamanho e período da amostra	Geografia	Medidas de performance	Metodologia	Conclusão
Grigorieva e Petrunina (2015)	80 Processos de F&A ocorridos entre 2003 e 2009	Mercados de capitais emergentes	Retorno do ativo e retorno das vendas	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	<i>Performance</i> negativa das empresas após atividades de F&A
Pervan <i>et al.</i> (2015)	116 Empresas envolvidas em F&A entre 2008 e 2011	Croácia	Retorno sobre o ativo, retorno sobre o património líquido e margem de lucro	<i>Change model</i>	Não existem diferenças significativas na <i>performance</i> das empresas antes e depois das F&A
Rao-Nicholson <i>et al.</i> (2016)	57 Empresas com F&A ocorridas entre 2001 e 2012	Ásia	Retorno sobre os ativos	<i>Change model</i> e modelo de regressão linear	Deterioração da <i>performance</i> das empresas após atividade de F&A

Fonte: Elaboração própria a partir dos respetivos estudos